

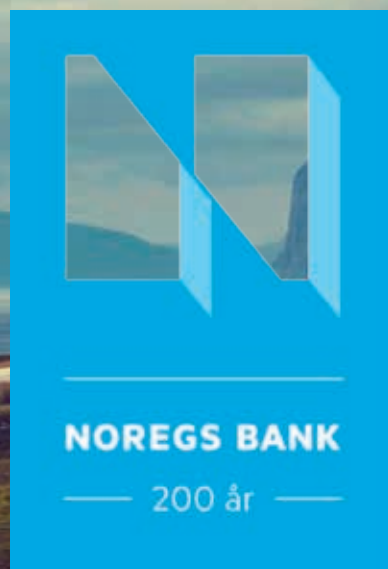


NOREGS BANK



# 2015 ÅRSMELDING OG REKNESKAP

# VI MARKERER 200 ÅRS HISTORIE



I 2016 er det 200 år sidan det to år gamle norske stortinget vedtok å opprette ein eigen bank for den nye nasjonen. Lova blei sanksjonert av Kongen 14. juni 1816.

Gjennom jubileumsmarkeringa ønskjer vi å opne opp, invitere inn og reise ut i landet for å tilby folk meir innsikt i historia og det særeigne samfunnsoppdraget til banken.

## SYMPOSIUM

I høve 200-årsjubileet til Noregs Bank arrangerer vi eit symposium: «Samspillet mellom pengepolitikk og finansiell stabilitet: Veien videre».

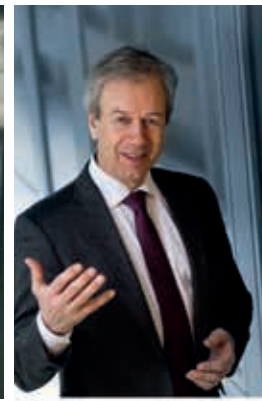
Programmet omfattar mellom anna kva lærdom ein kan trekkje frå finanskrisa – om samspelet mellom pengepolitikk og finansiell stabilitet, erfaringar og forventingar til makropolitikk, og om høvet til å finjustere finanssektoren.

## KUNNSKAPSENTERET

Noregs Bank opnar eit interaktivt kunnskapssenter for skuleelevar. Gjennom spelet «Horisont» blir elevane utfordra til å byggje opp ein økonomi frå bytesamfunn til moderne pengeøkonomi.

## JUBILEUMSMYNT

I jubileumsåret lanserer vi ein jubileumsmynt. Det er ein 20-krone sirkulasjonsmynt med spesialpreg.



## AKTIVITETAR I JUBILEUMSÅRET 2016

### 5. januar

Lansering av JubileumsWeb:  
[www.norges-bank.no/200-år](http://www.norges-bank.no/200-år)

### 18. februar

**Årstalen**  
Noregs Bank, Oslo

### 2. mars

**Årstalen for studentar**  
Med casekonkurranse  
Universitetet i Oslo

### 7. april

**Tale til det diplomatiske korps**  
Noregs Bank, Oslo

### 12. april

**Besøk i Kongsberg**  
Regionalt næringslivsforedrag og bedriftsbesøk. Norsk Bergverksmuseum opnar utstillinga «Kongen og elgen: Formgivning av mynter og medaljer i 200 år».

### 12. april

**Tale i Det Norske Videnskaps-Akademi**  
Oslo

### 2. mai

**Besøk i Molde**  
Foredrag for regionalt nettverk og besøk på Molde videregående skole

### 3. mai

**Besøk i Bodø**  
Vi deltek på næringslivskonferansen «Opplyst!» og møter studentar.

### 18.-19. mai

**Besøk i Stavanger**  
Foredrag for regionalt nettverk. Norsk Oljemuseum opnar utstillinga «Fra oljeformue til finansformue», bedriftsbesøk og casekonkurranse for studentar.

### 10. juni

**Boklansering**  
• *Norges Bank 1816-2016*  
• *Norges Bank 1816-2016: En historie i bilder*

### 14. juni

**Offisiell jubileumsmarkering, Trondheim**  
Den offisielle jubileumsmarkeringa er lagd til Trondheim, som var hovudsetet til Noregs Bank frå 1816 til 1897.

### 16. juni

**Internasjonalt symposium**  
«Samspillet mellom pengepolitikk og finansiell stabilitet: Veien videre»  
Noregs Bank, Oslo

### 19. juni

**Open dag**  
Vi inviterer til jubileumsmarkering på Bankplassen og i Noregs Bank.

Vi inviterer publikum til å delta på eit av dei fire foredraga våre eller ein guida tur i banken, og byr på kunnskap om bankens historie og samfunnsoppdrag. På Bankplassen blir det enkel servering og aktivitetar for store og små.

I dei gamle bankbygga våre blir det denne dagen opna to temporære utstillingar:

Nasjonalmuseet for kunst, arkitektur og design opnar utstillinga «Lås opp! – Norges Bank 200 år». Utstillinga blir vist i sjølve kvelvet!

Samtidskunstmuseet opnar ei utstilling som viser alle dei innsende arbeida frå konkurransen om designet for jubileumsmynten.

Vinnardesignet er utstilt saman med alle dei innsende forslaga.

### 31. august

**Besøk i Kristiansand**  
I Kristiansand deltek Noregs Bank på ein regional bankkonferanse.

### 28. september

**Besøk i Bergen**  
Foredrag for regionalt nettverk og casekonkurranse for studentar. Opning av utstillinga «Sølvskatten» – ei temporær utstilling som er eit samarbeidsprosjekt mellom Universitetsmuseet, Bergen Bymuseum og KODE.

### 11. oktober

**Besøk i Trondheim**  
Foredrag for regionalt nettverk og studentar og casekonkurranse for studentar

### 12. oktober

**Besøk i Lillehammer**  
Regional nettverkskonferanse for næringsliv og studentar

### 27. oktober

**Finale – casekonkurranse**  
Noregs Bank, Oslo

### 16. desember

**Foredrag for regionalt nettverk**  
Noregs Bank, Oslo

## JUBILEET PÅ SOSIALE MEDIUM

[www.norges-bank.no/200-ar/](http://www.norges-bank.no/200-ar/)

[www.norges-bank.no/en/200th-anniversary/](http://www.norges-bank.no/en/200th-anniversary/)



Norges Bank 200 år



Norges Bank

# 2015

## ÅRSMELDING OG REKNESKAP



NOREGS BANK

# INNHALD

<b>DEL I</b>		
<b>ÅRSMELDING FRÅ HOVDSTYRET 2015</b>	<b>5</b>	
<b>Hovudstyret til Noregs Bank</b>	<b>6</b>	
<b>Oppgaver og styringsstruktur</b>	<b>8</b>	
<b>Samansetjing og arbeid i hovudstyret i 2015</b>	<b>10</b>	
<b>Nokre nøkkeltall</b>	<b>12</b>	
<b>Årsmelding frå hovudstyret for 2015</b>	<b>15</b>	
Mål og verdiar	15	
Vidareutvikling av styringsstrukturen	15	
Pengepolitikk	16	
Finansiell stabilitet	17	
Kapitalforvaltning i Noregs Bank	18	
Valutareservane	18	
Statens pensjonsfond utland	18	
Verksemdsstyring, risikostyring og internkontroll	20	
Nærmare om balansesamansetjing og finansiell risiko	21	
Utgreiing om rekneskapen	21	
Disponering av totalresultatet	22	
Samfunnsansvar	23	
Ein open sentralbank	23	
Ansvarleg forvaltning	23	
Etisk forretningsåtfærd	25	
Medarbeidarar og arbeidsmiljø	26	
<b>DEL II</b>		
<b>ÅRSREGNSKAP 2015</b>		<b>29</b>
<b>Resultatregnskap</b>		<b>33</b>
<b>Balanse</b>		<b>34</b>
<b>Kontantstrømoppstilling</b>		<b>36</b>
<b>Oppstilling over endringer i egenkapital</b>		<b>37</b>
<b>Noter</b>		<b>38</b>
<b>Revisors beretning</b>		<b>133</b>
<b>Representantskapets vedtak om fastsettelse av årsregnskapet for 2015</b>		<b>135</b>
<b>Representantskapets uttalelse om hovudstyrets protokoller og tilsynet med banken</b>		<b>135</b>
<b>DEL III</b>		
<b>VERKSEMMA TIL NOREGS BANK</b>		<b>137</b>
<b>Kapittel 1</b>		
<b>Pengepolitikk</b>		<b>139</b>
Vekst som venta, men noko svakare utsikter fram mot rentemøtet i mars		139
Utviklinga om lag som anslått fram til rentemøtet i mai		140
Svakare vekstutsikter fram mot rentemøtet i juni		141
Fall i oljeprisen og svakare vekstutsikter fram mot rentemøtet i september		142
Litt svakare utvikling enn venta og svakare krone fram mot rentemøtet i november		143
Vidare fall i oljeprisen og noko svakare vekstutsikter fram mot rentemøtet i desember		144

## Noregs Bank Oslo 2016

Hovudkontoret: Bankplassen 2  
Postadresse: Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo  
Telefon: 22 31 60 00  
Telefaks: 22 41 31 05  
Reg.nr.: 0629/7  
E-post: central.bank@norges-bank.no  
Internett: <http://www.norges-bank.no>

Sentralbanksjef: Øystein Olsen  
Visesentralbanksjef: Jon Nicolaisen

Design: Brandlab  
Layout og trykk: 07 Media AS  
Teksten er sett med 9 pkt. Azo Sans og trykt i offset på Galerie Art Matt – 150 g papir. Omslag er trykt på Galerie Art Silk – 300 g papir.

Foto: Nils Stian Aasheim, Ole Walter Jacobsen, Espen Schive, Charlotte Jakset, Colourbox.com, Istock  
Nynorsk omsetjing: Språkverkstaden

<b>Kapittel 2</b>			
<b>Finansiell stabilitet</b>	<b>151</b>		
God lønnsemd og auka kapitaldekning	151		
Nye krav til likviditet	153		
Råd om motsyklisk kapitalbuffer	153		
<b>Kapittel 3</b>			
<b>Marknader og kapitalforvaltning</b>	<b>158</b>		
Styring av likviditeten i banksystemet	158		
Utviklinga i kronelikviditeten til bankane og marknadsoperasjonane til Noregs Bank i 2015	160		
Rentepåslag i pengemarknaden	160		
Sikkerheit for lån i Noregs Bank	161		
Kapitalforvaltninga	162		
Valutareservane	162		
Krav på IMF	163		
Statens pensjonsfond utland	164		
Oppgåver for staten	164		
Statsgjeld i 2015	164		
Kontohald for staten	166		
Overføringar til SPU	166		
<b>Kapittel 4</b>			
<b>Betalingsystem, setlar og myntar</b>	<b>167</b>		
Overvaking av finansiell infrastruktur	167		
Oppgjerssystemet til Noregs Bank	168		
Setlar og myntar	169		
Falske norske setlar	169		
Organisering av kontantforsyninga	170		
Utgiving av minnemyntar	171		
Arbeidet med ny setelserie	172		
<b>Kapittel 5</b>			
<b>Internasjonalt samarbeid</b>	<b>173</b>		
Auka kvotar og kredittavtalar med Det internasjonale valutafondet (IMF)	173		
Løpande kontakt og samarbeid med andre sentralbankar og internasjonale organisasjonar	174		
Fagleg bistand til sentralbankane i Malawi og Zambia	176		
<b>Kapittel 6</b>			
<b>Forsking</b>	<b>177</b>		
Forskningsaktivitet	177		
Konferansar, kurs og seminar	177		
Støtte til økonomisk forsking og utdanning	178		
Bokprosjekt i samband med 200-årsjubileet i 2016	179		
<b>Kapittel 7</b>			
<b>Kommunikasjon</b>	<b>180</b>		
Pressekonferansar	180		
Talar og foredrag	180		
Nettsidene og sosiale medium	181		
Publikasjonar	181		
Etablering av Noregs Bank Kunnskapssenter	182		
<b>Vedlegg</b>	<b>183</b>		
Styrande organ, leiing og organisasjon 2016	183		







# ÅRSMELDING FRÅ HOVUDSTYRET 2015

# HOVUDSTYRET TIL NOREGS BANK

Samansetjinga av hovudstyret blei endra frå årsskiftet 2016. Liselott Kilaas tredde ut som medlem etter tolv år. Kathryn Moore Baker og Steinar Juel blei oppnemnde som nye medlemmer. Egil Matsen gjekk inn i ny funksjon som visesentralbanksjef. Jan Erik Martinsen tredde ut som representant for dei tilsette 31. desember 2015, og Mona Helen Sørensen er ny representant for dei tilsette.



## Øystein Olsen

F. 1952. Utnemnd som sentralbanksjef og leiar for hovudstyret frå 1. januar 2011 for eit tidsrom på inntil seks år.

Olsen har erfaring mellom anna som administrerande direktør for Statistisk sentralbyrå og ekspedisjonssjef i Finansdepartementet. Han har òg vore leiar eller medlem av fleire utval oppnemnde av regjeringa. Olsen har sosialøkonomisk embetseksamen frå Universitetet i Oslo.



## Jon Nicolaisen

F. 1959. Utnemnd som visesentralbanksjef og første nestleiar for hovudstyret frå 1. april 2014 for eit tidsrom på inntil seks år.

Nicolaisen har erfaring mellom anna som avdelingsdirektør og nestleiar i økonomiavdelinga i Finansdepartementet, seksjonsleiar i OECD-sekretariatet og direktør for Noregs Bank Pengepolitikk. Han leier i perioden 30. juni 2015 til 30. juni 2017 Regional Consultative Group for Europe under Financial Stability Board (FSB) saman med Anne Le Lorier, visesentralbanksjef i Frankrike. Nicolaisen har sosialøkonomisk embetseksamen frå Universitetet i Oslo.



## Egil Matsen

F. 1968. Utnemnd som visesentralbanksjef og andre nestleiar for hovudstyret frå 18. januar 2016 for eit tidsrom på inntil seks år. Leiar av eigarskapsutvalet og risiko- og investeringsutvalet i hovudstyret.

Matsen har erfaring mellom anna som professor og instituttleiar ved Institutt for samfunnsøkonomi, NTNU, Fulbright-stipendiat ved Harvard University og forskar i Noregs Bank. Matsen er dr.oecon. frå Noregs Handelshøgskole.



## Hilde Myrberg

F. 1957. Oppnemnd som styremedlem for perioden 1. januar 2014–31. desember 2017. Leiar av kompensasjonsutvalet i hovudstyret.

Myrberg har fleire styreverv og er mellom anna nestleiar i styret i Petoro. Ho har brei erfaring frå næringslivet og har mellom anna vore konserndirektør i Orkla. Myrberg har juridisk embetseksamen frå Universitetet i Oslo og MBA frå INSEAD.



## Kjetil Storesletten

F. 1967. Oppnemnd som styremedlem for perioden 1. januar 2014–31. desember 2017. Medlem av risiko- og investeringsutvalet i hovudstyret.

Storesletten er professor ved Økonomisk institutt, Universitetet i Oslo, og gjesteprofessor ved Universität Zürich. Han har vore tilknytt Stockholms universitet og Federal Reserve Bank of Minneapolis. Han har òg ei rekkje verv og er mellom anna styreleiar i Review of Economic Studies. Storesletten er siviløkonom frå Noregs Handelshøgskole og har PhD i samfunnsøkonomi frå Carnegie Mellon University.



**Karen Helene Ulltveit-Moe**

F. 1967. Oppnemnd som styremedlem for perioden 1. januar 2014–31. desember 2017. Leiar av revisjonsutvalet og medlem av risiko- og investeringsutvalet i hovudstyret.

Ulltveit-Moe er professor ved Økonomisk institutt, Universitetet i Oslo, og Research Fellow ved Centre for Economic Policy Research (CEPR) og CESifo. Ho var tidlegare tilknytt Noregs Handelshøgskole. Ulltveit-Moe har hatt ei rekkje verv, har styreefaring frå fleire føretak og har vore leiar eller medlem av fleire utval oppnemnde av regjeringa. Ulltveit-Moe er siviløkonom frå Universitæt Mannheim og dr.oecon. frå Noregs Handelshøgskole.



**Kathryn Moore Baker**

F. 1964. Oppnemnd som styremedlem for perioden 1. januar 2016–31. desember 2019. Medlem av revisjonsutvalet og eigarskapsutvalet i hovudstyret.

Baker har brei styreefaring og er mellom anna styremedlem i Akastor. Ho har tidlegare vore partner i private equity-selskapet Reiten & Co og konsulent i McKinsey & Company. Baker har bachelorgrad i samfunnsøkonomi frå Wellesley College og MBA frå Tuck School of Business at Dartmouth College.



**Steinar Juel**

F. 1950. Oppnemnd som styremedlem for perioden 1. januar 2016–31. desember 2019. Medlem av revisjonsutvalet i hovudstyret.

Juel er samfunnsøkonom i Civita. Han har lang erfaring frå Kreditkassen/ Nordea, det meste av tida som sjeføkonom. Tidlegare har han arbeidd i Noregs Bank, Finansdepartementet, Bankforeningen og EFTA-sekretariatet i Genève, og han var personleg rådgivar for finansministrane Rolf Presthus og Arne Skauge. Juel har sosialøkonomisk embetseksamen frå Universitetet i Oslo.

**VARAMEDLEMMER:**

Vil bli oppnemnd.

**REPRESENTANTAR FOR DEI TILSETTE:**



**Gøril Bjerkhol Havro**

F. 1980. Representant for dei tilsette for perioden 1. januar 2011–31. desember 2016. Tilsett i Noregs Bank i 2008.

Har bachelorgrad frå universitetet i Oxford, mastergrad i utviklingsstudium frå Nelson Mandela Metropolitan University i Sør-Afrika og er siviløkonom frå HEC Paris.

Henrik Borchgrevink er varamedlem for Gøril Bjerkhol Havro.

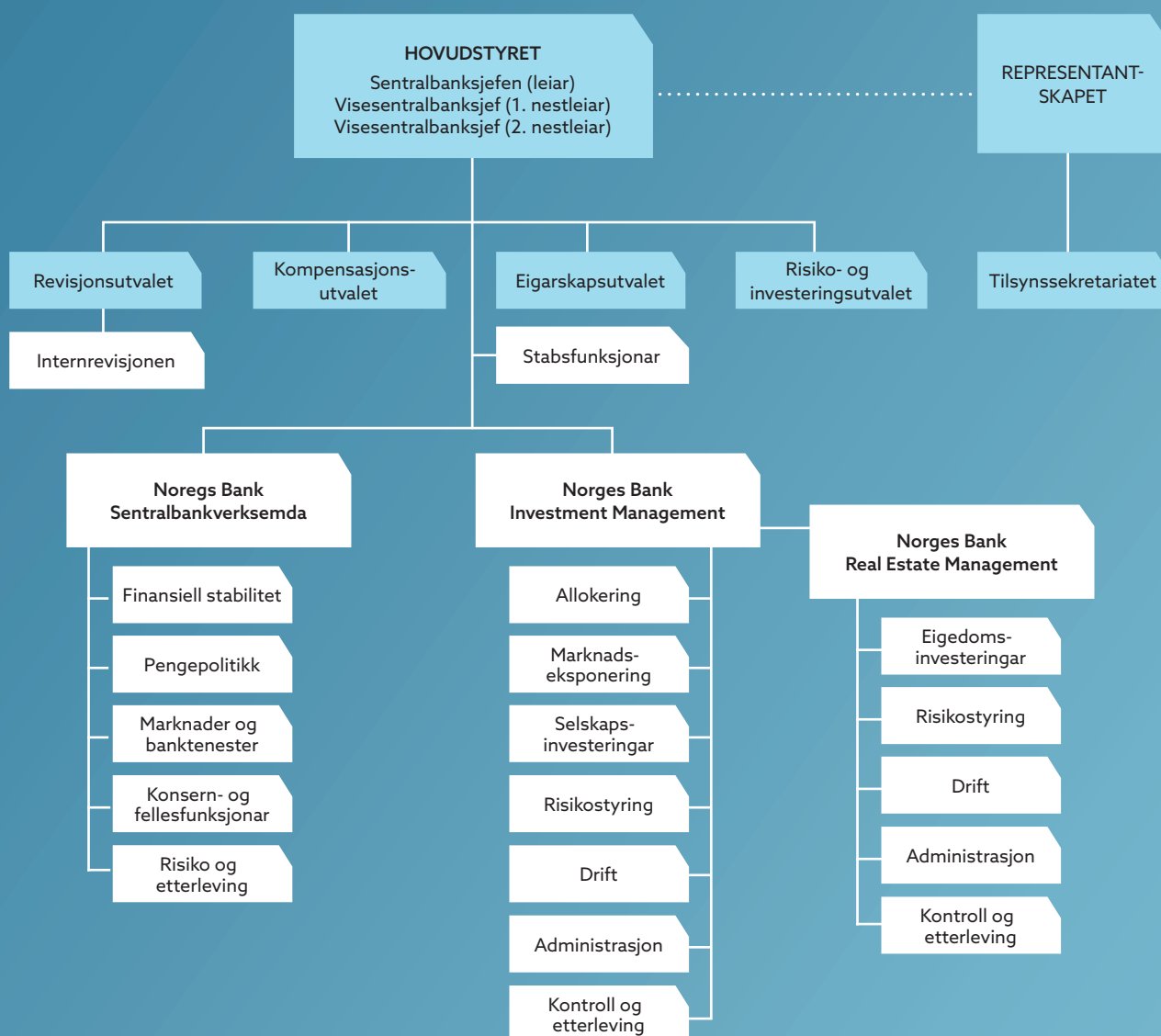


**Mona Helen Sørensen**

F. 1963. Representant for dei tilsette for perioden 1. januar 2016–31. desember 2016. Tilsett i Noregs Bank i 1991. Leiar og hovduttillitsvald i Finansforbundet i Noregs Bank frå 1. januar 2016.

Har ein bachelor i økonomi og administrasjon og ein Executive Master of Management med spesialisering i bruksretta organisasjonspsykologi frå Handelshøyskolen BI.

# OPPGÅVER OG STYRINGSSTRUKTURAR



Verksemda til Noregs Bank er regulert i lov om Noregs Bank og pengevesenet mv. (sentralbanklova) av 24. mai 1985. Lova slår fast at Noregs Bank skal vere eit utøvande og rådgivande organ for penge-, kreditt- og valutapolitikken. Regjeringa har fastsett eit inflasjonsmål for pengepolitikken gjennom ei forskrift til sentralbanklova. Banken skal skrive ut penge-setlar og myntar, fremje eit effektivt betalings-system innanlands og overfor utlandet og overvake penge-, kreditt- og valutamarknadene. Lova gir banken høve til å setje i verk tiltak som er vanlege eller naturlege for ein sentralbank.

Oppgåva Noregs Bank har med å forvalte Statens pensjonsfond utland, er regulert gjennom lov om Statens pensjonsfond og mandat for forvaltninga av Statens pensjonsfond utland (SPU) fastsett av Finansdepartementet.

Dei øvste organa i Noregs Bank er hovudstyret og representantskapet.

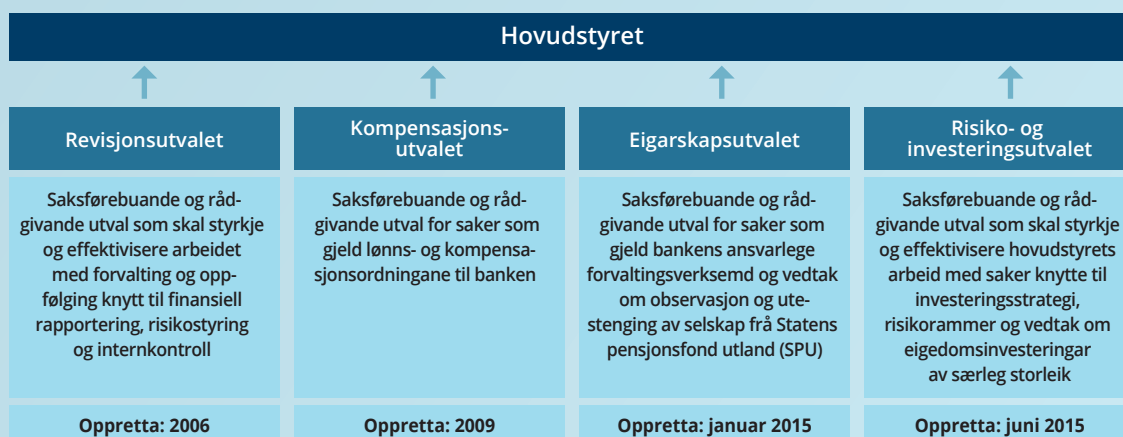
Hovudstyret har ansvar for den utøvande og rådgivande verksemda i Noregs Bank og forvaltar midlane til banken. Hovudstyret består frå 1. januar 2016 av åtte medlemmer – alle oppnemnde av Kongen i statsråd. Sentralbanksjefen er leiari og visesentralbanksjefane er høvesvis første og andre nestleiar. Dei fem andre medlemmene er ikkje tilsette i banken. Det blir òg oppnemnt to varamedlemmer for dei eksterne medlemmene som møter fast med talerett i styret. Dei tilsette har to medlemmer som deltek ved behandling av saker som gjeld den interne drifta i banken og tilhøva for dei tilsette. I slike saker deltek òg dei to eksterne varamedlemmene, slik at hovudstyret då har tolv medlemmer.

Hovudstyret har fire underutval: revisjonsutvalet, kompensasjonsutvalet, risiko- og investeringsutvalet og eigarskapsutvalet. Alle utvala er saksførebuande, og formålet er å styrkje og effektivisere drøftinga i hovudstyret. Noregs Bank er pålagt å ha revisjonsutval og kompensasjonsutval etter § 10 i forskrift om risikostyring og internkontroll i Norges Bank og § 3 i forskrift om godtgjørelsesordninger i finansinstitusjoner, verdipapirforetak og forvaltningsselskap for verdipapirfond. Opprettinga av eit eigarskapsutval og eit risiko- og investeringsutval i 2015 var knytt til behovet for styrkt oppfølging av kapitalforvaltninga, sjå nærmare omtale i meldinga frå hovudstyret på side 15.

Hovudstyret nyttar internrevisjonen for uavhengig vurdering av risikostyring og internkontroll. Internrevisjonen rapporterer fagleg til Revisjonsutvalet.

Representantskapet består av femten medlemmer som Stortinget har oppnemnt. Gjennom verksemd og rapportering skal representantskapet forvise Stortinget om at Noregs Bank, medrekna forvaltninga av Statens pensjonsfond utland, er forsvarleg og formålstenleg driven, og at lover og føresegner er følgde.

Etter sentralbanklova skal sentralbanksjefen stå for den daglege leiinga av banken med vise-sentralbanksjefane som høvesvis første og andre nestleiar. For Norges Bank Investment Management (NBIM) har hovudstyret delegert ansvaret for den daglege leiinga direkte til leiaren for NBIM gjennom stillingsinstruks.



# SAMANSETJING OG ARBEID I HOVDUSTYRET I 2015

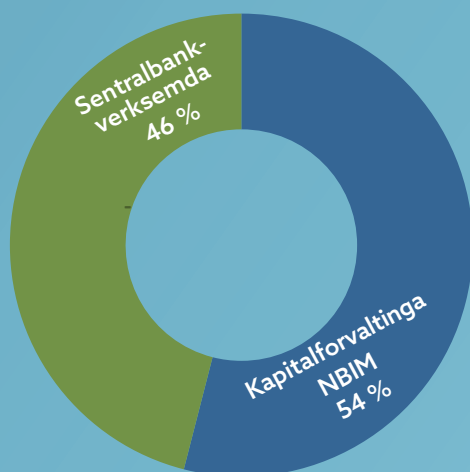
Hovudstyret hadde følgjande samansetjing i 2015:

Samansetjinga av hovudstyret i 2015			
Medlemmer	Funksjon	Endring	Utval
Øystein Olsen	Leiar		
Jon Nicolaisen	Nestleiar		Leiar av eigarskapsutvalet Leiar av risiko- og investeringsutvalet
Liselott Kilaas	Medlem	Tredde ut 31. desember 2015	Medlem av revisjonsutvalet Medlem av eigarskapsutvalet
Egil Matsen	Medlem	Ny funksjon som visesentral-banksjef frå 18. januar 2016	Leiar av revisjonsutvalet Medlem av risiko- og investeringsutvalet
Hilde Myrberg	Medlem		Leiar av kompensasjonsutvalet
Kjetil Storesletten	Medlem		Medlem av kompensasjonsutvalet
Karen Helene Ulltveit-Moe	Medlem		Medlem av revisjonsutvalet Medlem av risiko- og investeringsutvalet
Espen R. Moen	Vara	Tredde ut 29. februar 2016	Medlem av eigarskapsutvalet
Hege Sjø	Vara	Tredde ut 1. februar 2015	
Kathryn M. Baker	Vara	Oppnemnd som vara frå 19. juni 2015 og som fast medlem frå 1. januar 2016	
Jan Erik Martinsen	Representant for dei tilsette	Tredde ut 31. desember 2015	
Gøril Bjerkhol Havro	Representant for dei tilsette		

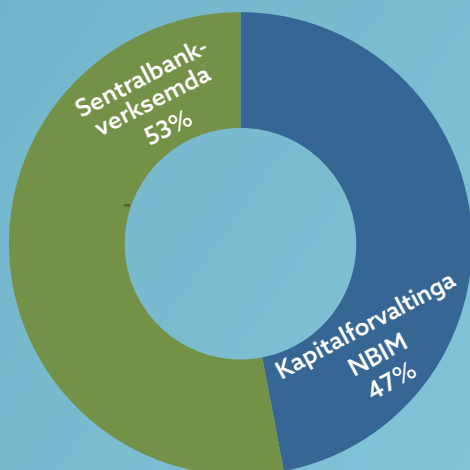
Hovudstyret hadde 16 møte i 2015 i tillegg til møte i dei fire underutvala. Dessutan nyttar hovudstyret seminarforma til å førebu saker og tema.

Møte med hovudstyret	2015	2014
Styremøte	16	14
Seminar	9	8
Samla tid i styremøte og seminar	103 timar	78 timar
Saker i styremøte	218	179
Førebuande utvalsmøte:		
- Revisjonsutvalet	7	5
- Kompensasjonsutvalet	2	4
- Eigarskapsutvalet	7	-
- Risiko- og investeringsutvalet	7	-
Samla tid i utvalsmøte	44 timar	25 timar

Tidsbruk for hovudstyret 2015  
(møte og seminar)



Tidsbruk for hovudstyret 2014  
(møte og seminar)



# NOKRE NØKKELTAL

---

## STYRINGSRENTA

0,75 %

Styringsrenta blei sett ned frå 1,25 til 1 prosent i juni, og vidare ned til 0,75 prosent i september.

---

## INFLASJON

2,1 %

Det operative målet for pengepolitikken er ein årsvekst i konsumprisane som over tid er nær 2,5 prosent.

---

## MOTSYKLISK KAPITALBUFFER

1 %

Kravet til motsyklisk kapitalbuffer er fastsett til 1 prosent og gjeld frå 30. juni 2015. Frå 30. juni 2016 aukar kravet til 1,5 prosent.

---

## VALUTARESERVANE

468  
milliardar

Marknadsverdien av valuta-reservane auka i 2015 med 19 milliardar til totalt 468 milliardar kroner.

---

## TILSETTE

856  
tilsette

Noregs Bank fekk 93 fleire tilsette i 2015, i all hovudsak knytt til kapitalforvaltinga.

---

## OVERFØRING TIL STATEN

26,6  
milliardar

Som følgje av disponering av årets og tidligare resultat vil det bli overført 26,6 milliardar kroner til staten i 2016 frå Noregs Banks overføringsfond.



---

#### STATENS PENSJONSFOND UTLAND

# 7 475 milliardar

Marknadsverdien til SPU auka i 2015 med 1 044 milliardar kroner til totalt 7 475 milliardar kroner ved utgangen av året.

---

#### STATENS PENSJONSFOND UTLAND

# 2,7 %

Avkastinga i 2015 var på 2,7 prosent. Av dette var aksjeinvesteringane på 3,8 prosent, renteinvesteringane på 0,3 prosent og eigedomsinvesteringane på 10,0 prosent.



# ÅRSMELDING FRÅ HOVUDSTYRET FOR 2015

## MÅL OG VERDIAR

Noregs Bank utfører samfunnsoppgåver og forvaltar verdiar på vegner av fellesskapet. Gjennom sentralbankverksemda skal Noregs Bank fremje stabilitet i økonomien. Noregs Bank forvaltar Statens pensjonsfond utland (SPU) på vegner av Finansdepartementet. Målet for kapitalforvaltninga er å få så høg avkastning som mogleg på midlane i SPU innanfor rammene som dei politiske myndigheitene har fastsett.

Noregs Bank skal fremje effektive marknader og eit robust og veldrive betalingssystem. Banken skal vere ein pådrivar i arbeidet med å betre effektiviteten i den norske pengemarknaden, utføre oppgjerstenester i betalingssystemet og utferde kontante betalingsmidlar i samsvar med beste internasjonale praksis.

Noregs Bank skal vere ein open og veldriven sentralbank. Banken skal kommunisere ope, etterretteleg og attkjennande. Ressursbruken skal vere nøktern og forsvarleg og tilpassa oppgåvene til banken. Banken skal ha ein kultur som er prega av prestasjon og lagånd. Medarbeidarane skal motiverast til kompetanseutvikling og kunnskapsdeling, og ein skal stimulere til endring og fornying og til rekruttering av medarbeidarar frå leiande fagmiljø.

For å realisere måla og verdiane til banken set hovudstyret rammer og prinsipp for verksemda og ser til at risikostyringa og internkontrollen til banken er god nok i alle delar av verksemda. Hovudstyret fastset treårige strategiplanar som beskriv status, utfordringar og prioriteringar.

I strategien for 2014–2016 blir det trekt fram at Noregs Bank vil fornye og vidareutvikle arbeidet med kjerneoppgåvene til banken. Banken skal bidra til å setje standarden internasjonalt for utøvinga av pengepolitikken, for overvaking og analyse av stabiliteten i det finansielle systemet og for internasjonal kapitalforvaltning.

## VIDAREUTVIKLING AV STYRINGS- STRUKTUREN

Hovudstyret arbeidde i 2015 vidare med å tilpasse styringsstrukturen til utviklinga i oppgåvene til banken. Særleg har eigeomsorganisasjonen innanfor NBIM vakse kraftig, i takt med mange nye investeringar i eigeom. Hovudstyret vedtok at NBIM-leiaren skal delegere aktivitetane knytte til styringa av den unoterte eigeomsporteføljen til leiaren av Norges Bank Real Estate Management (NBREM), og det blei tilsett ein dagleg leiar for NBREM. Det samla ansvaret for SPU ligg framleis hos NBIM-leiaren.

Det blei òg oppretta eit risiko- og investeringsutval under hovudstyret. Det skal vere eit saksførebuande og rådgivande utval som skal styrkje og effektivisere styret sitt arbeid med saker knytte til investeringsstrategi, risikorammer og vedtak om eigeomsinvesteringar av særleg storleik.

Finansdepartementets reviderte retningslinjer for arbeidet med utestengingar frå SPU tok til å gjelde frå januar 2015. Kriteria for observasjon og utestenging frå fondet ligg fast, men Etikkrådet gir no råda sine til Noregs Bank i staden for til Finansdepartementet. Noregs Bank avgjer om råda skal takast til følgje. I den samanheng oppretta hovudstyret Eigarskapsutvalet i januar 2015. Det skal vere eit saksførebuande og rådgivande utval for saker som gjeld ansvarleg forvaltingsverksemd og vedtak om observasjon og utestenging av selskap frå SPU.

I juni 2015 vedtok Stortinget endringar i sentralbanklova som mellom anna inneber ein auke frå éin til to visesentralbanksjefar som begge skal vere med i hovudstyret. Formålet er å styrkje kapasiteten til hovudstyret mellom anna når det gjeld kapitalforvaltninga. Saman med dei fem eksterne styremedlemmene vil hovudstyret dermed ha åtte medlemmer. Endringa tok til å gjelde 1. januar 2016. Samtidig blei det sett i verk visse organisatoriske justeringar som understøttar endringane. Mellom anna blei det oppretta ein sentral stab for hovudstyret og leiinga i Noregs Bank.

## PENGEPOLITIKK

Pengepolitikken i Noreg var i 2015 prega av låge renter ute, eit kraftig oljeprisfall og lågare vekst i norsk økonomi. Styringsrenta blei i løpet av året redusert frå 1,25 prosent til 0,75 prosent. Rentenedsetjingane bidreg til å lette omstillinga i norsk økonomi, mellom anna gjennom å understøtte svekkinga av kronekursen.

Den moderate veksten i verdsøkonomien heldt fram i 2015, men med store forskjellar mellom landa. Det var ei gradvis betring i mange industriland, mens veksten minka i dei framveksande økonomiane. Veksten i konsumprisane var nær null hos dei viktigaste handelspartnarane våre. Den låge inflasjonen skreiv seg mellom anna frå fall i energiprisane. I tillegg var kostnadspresset svakt etter fleire år med låg lønnsvekst.

Den låge inflasjonen bidrog til at fleire sentralbankar gjennomførte ytterlegare lettingar i pengepolitikken gjennom 2015. Samla for handelspartnarane fall rentene. Styringsrentene var negative i fleire land. I tillegg nytta fleire sentralbankar andre verkemiddel for å motverke faren for deflasjon og stimulere aktiviteten. I euroområdet blei verdipapirkjøpa utvida ved at Den europeiske sentralbanken (ESB) begynte å kjøpe statsobligasjonar. Sveriges riksbank introduserte i februar eit program for statsobligasjonskjøp. I desember heva den amerikanske sentralbanken renta for første gong sidan 2006.

Dei langsiktige rentene ute fall i første del av 2015, men ved utgangen av året var dei på om lag same nivå som i byrjinga av året. Påslaga i penge- og kredittmarknadene auka noko gjennom hausten.

Oljeprisen fall vidare gjennom 2015. Ved utgangen av året var prisen i underkant av 40 dollar per fat, rundt ein tredjedel av det han hadde vore før fallet begynte, halvtanna år tidlegare. Også prisane på leveransar fram i tid gjekk ned gjennom 2015. Nedgangen i oljeprisen hang saman med store overskot i tilbodet av olje. Lågare vekst i framveksande økonomiar, særleg i Kina, dempa dessutan oppgangen i etterspurnaden etter olje.

Fallet i oljeprisen bidrog til ei kraftig svekking av krona. Målt ved den importvegne valutakursen (I-44) var krona 8 prosent svakare ved utgangen av 2015 enn på same tid året før.

Verknadene på norsk økonomi av oljeprisfallet kom gradvis til syne gjennom 2015. Verknadene har særleg vore tydelege i regionar og næringar med nær tilknytning til oljeverksemda. Tillitsindikatorar tyda på at norske hushald blei meir uroa for utviklinga i økonomien i landet. Veksten i hushalda sitt forbruk heldt seg likevel nokså godt oppe.

Føretaksinvesteringane fall, drive av svake vekstutsikter og usikkerheit om den økonomiske utviklinga. Bustadinvesteringane heldt fram med å auke, sjølv om oljeprisfallet dempa veksten i enkelte område av landet. Oljeinvesteringane minka, og nedgangen i den globale petroleumsindustrien dempa eksporten frå norske oljeleverandørar. På den andre sida betra ei svakare krone konkurranseevna til bedriftene og bidrog til å løfte den samla eksporten. Veksten i offentleg forbruk og investeringar bidrog til å halde veksten oppe. Samla sett minka veksten i norsk økonomi i 2015.

Arbeidsløysa auka noko i 2015, hovudsakleg i regionar med nær tilknytning til oljeverksemda. Kapasitetsutnyttinga minka gjennom året og blei vurdert til å vere lågare enn normalt. Årslønnsveksten har minka dei siste åra, og lønnsveksten gjekk ytterlegare ned i 2015. Den moderate lønnsveksten må sjåast i samheng med eit høgt kostnadsnivå, oljeprisfallet og lågare kapasitetsutnytting i norsk økonomi.

Svekkinga av krona over lengre tid løfta prisveksten i 2015. Ved utgangen av året var tolv månadersveksten i konsumprisindeksen justert for avgiftsendringar og utan energivarer (KPI-JAE) 3,0 prosent. Tolv månadersveksten i konsumprisindeksen (KPI) var 2,3 prosent ved utgangen av året.

Vekstutsiktene for norsk økonomi blei gradvis svekte gjennom 2015. Anslaga på oljeinvesteringane i åra som kjem, blei nedjusterte. Det vil gi ringverknader til fastlandsøkonomien elles. På

den andre sida bidrog ei svakare krone til å halde aktiviteten i økonomien oppe. Arbeidsløysa blei venta å auke ytterlegare noko, og prognosane for lønnsveksten dei neste åra blei justerte ned. Kronesvekkinga vil truleg bidra til at konsumprisveksten vil halde seg oppe gjennom 2016. Lenger fram kan prisveksten dempast av nedgangen i lønnsveksten og av at verknadene av ei svakare krone etter kvart blir fasa ut.

I lys av at vekstutsiktene og drivkreftene for inflasjonen lenger fram var svekte, reduserte Noregs Bank styringsrenta to gonger i 2015, i juni og september, med til saman 0,5 prosent-einingar. Styringsrenta var 0,75 prosent ved utgangen av 2015.

Slik hovudstyret vurderte utsiktene på møtet 16. desember 2015, kunne styringsrenta bli sett ned i løpet av første halvår 2016.

## FINANSIELL STABILITET

Bankane hadde god lønnsemd og låge utlånstap i 2015. Tilbakehalde overskot og eigenkapital-emisjonar har gitt bankane betre kapitaldekning. Alle store norske bankar oppfyller kravet til rein kjernekapitaldekning med god margin. Nokre av dei største bankane har offentleggjort mål om å auke den reine kjernekapitaldekninga innan utgangen av 2016. Meir kapital gjer bankane meir robuste og i stand til å tole eit framtidig tilbakeslag. Samtidig har Noregs Bank i rapporten om finansiell stabilitet peikt på at høg gjeld i hushalda, vedvarande vekst i eigeomsprisane og bankane si kortsiktige finansiering i valuta kan setje det finansielle systemet i ei utsett stilling.

I tråd med forskrift om motsyklisk kapitalbuffer har Noregs Bank utarbeidd avgjerdsgrunnlag og gitt Finansdepartementet kvartalsvise råd om nivået på den motsykliske kapitalbufferen i bankane. Kravet til motsyklisk kapitalbuffer inngår som ein del av det samla kravet til kjernekapitaldekninga i bankane.

Utgangspunktet for vurderinga til Noregs Bank er at bankane bør byggje opp og halde på ein motsyklisk kapitalbuffer når finansielle ubalansar

byggjer seg opp eller har bygd seg opp. Kravet til den motsykliske kapitalbufferen blei i desember 2013 fastsett til 1 prosent av risikovekta eigedelar med verknad frå 30. juni 2015.

Den vedvarande oppgangen i gjeldsbelastinga til hushalda og høg prisvekst på eigedom dei siste åra er teikn på at finansielle ubalansar heldt fram med å byggje seg opp i tida etter at kravet til motsyklisk kapitalbuffer blei fastsett første gong i slutten av 2013. Basert på dette gav Noregs Bank i juni 2015 råd om å auke bufferkravet til 1,5 prosent av risikovekta eigedelar. Finansdepartementet vedtok å fastsetje bufferkravet i tråd med rådet frå Noregs Bank til 1,5 prosent med verknad frå 30. juni 2016.

Bustadprisane heldt fram med å stige i 2015, men veksten blei svakare gjennom hausten. Dei regionale forskjellane er store, og i område med nær tilknytning til oljeverksemda steig bustadprisane lite, eller dei fall. Kreditten til hushalda heldt fram med å vekse noko raskare enn inntektene deira.

Bankane sine utlansrenter på bustadlån blei sette ned gjennom året. Forskjellen mellom utlansrentene og pengemarknadsrentene blei noko mindre.

Risikopåslaget på den langsiktige marknadsfinansieringa til bankane har falle dei siste åra, men auka noko i 2015. Tilgangen på marknadsfinansiering har vore god. Bankane har forbetra finansieringsstrukturen og redusert likviditetsrisikoen sidan finanskrisa. Samtidig har norske bankar omfattande kortsiktig finansiering i utlandsk valuta. Erfaring tilseier at kortsiktig finansiering brått kan falle bort og vise seg å vere vanskeleg å erstatte. Noregs Bank gav i 2015 høyrings svar om krav til likviditetsreservar (LCR). Likviditetskrava blei fastsette av Finansdepartementet i forskrift og gjeld frå 31. desember 2015.

Den finansielle infrastrukturen i Noreg er i hovudsak robust og effektiv. Det var få avvik i interbanksystema og oppgjerssystema for verdipapir i 2015. Dei norske betalings- og oppgjerssystema oppfyller dei fleste internasjonale prinsippa som gjeld for slike system.

Drifta av oppgjerssystemet til Noregs Bank var i all hovudsak stabil i 2015. I oppgjerssystemet blei det i gjennomsnitt gjort opp betalingar for 219 milliardar kroner dagleg. Ved utgangen av 2015 hadde bankane folio- og reserveinnskott på i alt 35,2 milliardar kroner i Noregs Bank.

Frå november 2015 har Noregs Bank hatt tilgang til ei forsterka beredskapsløysing for oppgjerssystemet i tillegg til dei drifts- og reserveløysingane som alt er i bruk. Vidare har Noregs Bank gjennom 2015 arbeidd med å førebu drifta av eit nytt IT-system for å berekne og halde oversikt over låneverdien av bankane si pantsetjing for lån. Løysinga blei teken i bruk i januar 2016.

Arbeidet med å utvikle ein ny seteserie blei sett i gang tidleg i 2013. Noregs Bank har planlagt at den nye seteserien vil bli sett i sirkulasjon i tre omgangar frå andre kvartal 2017 til utgangen av 2019.

## KAPITALFORVALTING I NOREGS BANK

### VALUTARESERVANE

Valutareservane er delte inn i ein pengemarknadsportefølje og ein langsiktig portefølje. I tillegg er det ein petrobufferportefølje. Formålet med petrobufferporteføljen er å sørge for overføringar mellom statens kontantstraum og SPU og ei formålstenleg handtering av statens behov for å veksle mellom utanlandsk valuta og norske kroner.

Valutareservane skal kunne nyttast til transaksjonar i valutamarknaden som ledd i gjennomføringa av pengepolitikken eller ut frå omsynet til finansiell stabilitet, og for å møte dei internasjonale pliktene til Noregs Bank.

Marknadsverdien av valutareservane var 468,2 milliardar kroner ved utgangen av fjerde kvartal 2015. Aksjar og langsiktige renteinvesteringar utgjorde til saman 411,1 milliardar kroner, mens pengemarknadsinvesteringane og petrobufferporteføljen var på høvesvis 50,3 og 6,8 milliardar kroner. Reservane auka med 19,6 milliardar kroner gjennom 2015. Avkastning i internasjonal

valuta bidrog til å auke reservane med om lag 12,8 milliardar kroner, og svekt kronekurs auka verdien av reservane med 53,7 milliardar kroner. Kronekurs har elles ikkje noko å seie for den internasjonale kjøpekrafta til reservane. Noregs Bank har gjennom 2015 gradvis redusert storleiken på petrobufferporteføljen ved å selje valuta i marknaden.

Avkastinga på valutareservane, eksklusiv petrobufferporteføljen og målt i internasjonal valuta, svarte til 1,67 prosent i 2015.

### STATENS PENSJONSFOND UTLAND

Marknadsverdien på investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland var på 7 475 milliardar kroner ved utgangen av 2015. Det var ein auke på i overkant av 1 000 milliardar kroner frå året før.

Avkastinga for 2015 var på 2,7 prosent målt i internasjonal valuta. Etter eit sterkt første kvartal var det to kvartal med negativ avkastning for aksjeinvesteringane. I siste del av året tok marknadene seg opp igjen. Aksjeinvesteringane til fondet fekk ei avkastning på 3,8 prosent, mens renteinvesteringane fekk ei avkastning på 0,3 prosent. Avkastinga på eigedomsinvesteringane var 10,0 prosent.

Fondet si samla eksponering mot ulike marknader, kjelder til risiko og avkastning må tilpassast jamleg. Målet om høgast mogleg avkastning til akseptabel risiko kan ein best nå ved å vere breitt investert i den globale produksjonen av varer og tenester. Fondet skal vere investert i dei fleste marknader, land og valutaer for å få ei brei eksponering mot veksten i verdsøkonomien.

Avkastinga på aksje- og renteinvesteringane til fondet blir samanlikna med avkastinga til globale referanseindeksar for aksjar og obligasjonar. Referanseindeksen til fondet blir fastsett av Finansdepartementet med utgangspunkt i indeksar frå FTSE Group og Barclays. Finansdepartementet og hovudstyret i Noregs Bank har fastsett grenser for kor store avvik frå refe-



ranseindeksane fondet kan ha i forvaltninga av aksje- og renteinvesteringane.

I 2015 var fondet si samla avkastning på aksje- og renteinvesteringane 0,5 prosentpoeng høgare enn avkastinga på referanseindeksane. Resultatet blei påverka av ei høg relativ avkastning for aksjeinvesteringane, men blei noko redusert av ei negativ relativ avkastning for renteinvesteringane. Den relative avkastinga til fondet sidan opprettinga har vore 0,26 prosentpoeng høgare enn referanseindeksen, og dei siste ti åra har ho vore 0,06 prosentpoeng høgare.

Fondet fekk den første kapitaltilførselen frå den norske staten i mai 1996. Ved utgangen av 2015 var den samla brutto tilførselen sidan starten på 3 499 milliardar kroner, mens fondet si samla avkastning var på 2 676 milliardar kroner. Norges Bank Investment Management blei etablert 1. januar 1998 for å forvalte midlane til fondet. Fram til utgangen av 2015 har fondet hatt ei årleg avkastning på 5,6 prosent. Etter frådrag for forvaltingskostnader og prisvekst har avkastinga vore 3,7 prosent.

Marknadsverdien til fondet blir påverka av avkastninga, kapitaltilførselar og endringar i valutakursane. I 2015 utgjorde netto tilførsel frå staten 42 milliardar kroner, mens avkastinga på porteføljen var 334 milliardar kroner. Gevinstar og tap som skriv seg frå endra kronekurs, verkar ikkje inn på den internasjonale kjøpekrafta til fondet. Kronekursen svekte seg gjennom 2015 mot fleire av valutaene som fondet blir investert i, og det auka isolert sett marknadsverdien med 668 milliardar kroner.

Ved utgangen av året var investeringane til fondet fordelte med 61,2 prosent i aksjar og 35,7 prosent i rentepapir.

Noregs Bank fekk i mars 2010 mandat til gradvis å investere inntil 5 prosent av midlane i porteføljen i eigedom. Gjennom 2015 har banken gjort fleire nye eigedomsinvesteringar. Investeringane i eigedom svarte til 3,1 prosent av fondet ved utgangen av året, mot 2,2 prosent året før.

## VERKSEMDSSTYRING, RISIKOSTYRING OG INTERNKONTROLL

Verksemdsstyringa, inkludert risikostyring og internkontroll, tek utgangspunkt i styringsmodellen som beskriv den faste organiseringa, styringsprinsipp og roller og ansvar for den øvste leiinga. Det er fastsett styringsmodellar for kapitalforvaltinga og sentralbankverksemda med meir detaljerte styringsprinsipp for dei to einingane.

Finansdepartementet har vedteke ei eiga forskrift for risikostyring og internkontroll i Noregs Bank. Forskrifta samsvarer med forskrift om risikostyring og internkontroll (risikostyringsforskrifta), som Finanstilsynet har fastsett.

Hovudstyret har vedteke hovudprinsipp for risikostyring i Noregs Bank. Verksemdsområda har etablert sine eigne separate funksjonar som koordinerer og følgjer opp risikostyring i eiga eining. Dei har òg kvar sin etterlevingsfunksjon som følgjer opp at lover, forskrifter og internt regelverk blir etterlevde.

Rapportering av operasjonell risiko er ein integrert del av verksemdsstyringa. Sentralbank-sjefen vurderer kvart år om internkontrollen har vore godt nok gjennomført. Uavhengig og effektiv revisjon skal bidra til formålstenleg verksemdsstyring, risikostyring og internkontroll og til påliteleg finansiell rapportering. I samsvar med sentralbanklova § 30a skal Noregs Bank ha ein internrevisjon som rapporterer til hovudstyret. Internrevisjonen har instruks frå hovudstyret, som òg godkjenner dei årlege planane og budsjetta til revisjonen. Internrevisjonen gir ein årleg uavhengig rapport om internkontrollen i banken.



Basert på rapportering frå administrasjonen og internrevisjonen gir hovudstyret representantskapet ei årleg vurdering av risikosituasjonen i banken.

Det er ikkje avdekt vesentlege manglar i styrings- og kontrollregimet, og hovudstyret vurderer kontrollmiljøet og kontrollsystema i Noregs Bank som gode.

## NÆRMARE OM BALANSESAMANSETJING OG FINANSIELL RISIKO

Den totale balansen for Noregs Bank ved utgangen av 2015 var på 8 013,1 milliardar kroner, inkludert investeringsporteføljen til SPU på 7 471,2 milliardar kroner. Finansdepartementet har plassert fondsmidlar til forvaltning i SPU som eit kapitalinnskott på konto i Noregs Bank (kronekontoen). Banken vidareplasserer kronekontoen i eige namn i ein investeringsportefølje som består av aksjar, rentepapir og fast eigedom. Nettoverdien av investeringsporteføljen blir presentert på eiga linje som ein eigedel i balansen til Noregs Bank, og kronekontoen blir tilsvarende presentert som ei gjeld til Finansdepartementet. Desse to balansepostane er alltid identiske i storleik og avkastning. Noregs Bank ber ingen finansiell risiko knytt til forvaltning av SPU.

Forutan SPU er valutareservane den største eigedelen i balansen. Valutareservane består primært av aksjar, statsobligasjonar og statskassevekslar. I tillegg blir finansielle derivat brukte i risikostyring. Valutareservane blir rapporterte og følgde opp samla. Hovudstyret får kvartalsvis rapport om forvaltninga av valutareservane, og ein forenkla versjon av denne rapporten blir offentleggjort.

Den største gjeldsposten i balansen er innskott frå staten, sett bort frå kronekontoen. Per 31. desember utgjorde denne 100,6 milliardar kroner mot 115,6 milliardar kroner i 2014. Denne posten svingar mykje gjennom året som følgje av inn- og utbetalingar over kontoane til staten. Døme på det er innbetaling av skattar og avgifter, utbetalingar av lønningar og trygder og kjøp av varer og tenester. Setlar og myntar i omløp

og innskott frå norske bankar er andre store gjeldspostar i balansen. Setlar og myntar i omløp har dei siste åra lege relativt stabilt rundt 50 milliardar kroner. Bankreservane, som er sette saman av folioinnskott og reserveinnskott, er styrte av Noregs Bank gjennom likviditetspolitikken, der ein normalt siktar mot eit nivå på 35 milliardar kroner. Per 31. desember utgjorde bankreservane 35,2 milliardar kroner, mot 34,3 milliardar kroner i 2014.

Eigedelane til banken er hovudsakleg plasserte i valuta, mens gjelda primært er i norske kroner. Det fører til at årsresultatet blir påverka av valutakurssvingingar, utan at det påverkar evna til å kunne oppfylle pliktene i internasjonal valuta. Balansesamansetjinga medfører venta positiv avkastning på lang sikt, sett bort frå valutaeffektar. Det er ei følgje av forventning om høgare avkastning på plasseringar i aksjar og obligasjonar enn på rentekostnadene på innskott frå staten og bankane og utferding av setlar og myntar.

Noregs Bank legg stor vekt på å styre og kontrollere risiko og har fastsett prinsipp for å måle og styre dei ulike risikotypene. Samansetjinga av porteføljane til valutareservane og den tilhøyrande risikoen blir i hovudsak bestemte av prinsippa, referanseindeksen og retningslinjene som hovudstyret og sentralbanksjefen har fastsett.

Verdivurdering, avkastingsmåling, styring og kontroll av risiko i forvaltninga skal følgje internasjonalt godkjende standardar og metodar. I forvaltninga av valutareservane er Noregs Bank i hovudsak eksponert mot ulike typar finansiell risiko: marknadsrisiko, kredittrisiko og motpartsrisiko. I tillegg er banken eksponert mot kredittisiko knytt til utlån til bankar. Noregs Bank er ikkje eksponert for likviditetsrisiko i norske kroner.

## UTGREIING OM REKNESKAPEN

I all hovudsak er kontantstraumane i Noregs Bank av operasjonell karakter. Inntektene til Noregs Bank består i hovudsak av netto inntekt frå finansielle instrument frå banken si eiga

kapitalforvaltning, i hovudsak valutaeservane til Noregs Bank. Gevinstar og tap består av valutakursendringar, aksjekursendringar og renteendringar som påverkar obligasjonskursane. Dette er usikre og uføreseielege inntekter. Resultatet for Noregs Bank er avhengig av korleis desse parametrane utviklar seg, og det kan gi store årlege svingingar i resultatet.

For 2015 viser det samla resultatet for Noregs Bank eit overskot på 66,5 milliardar kroner, mot eit overskot på 89,2 milliardar kroner i 2014. Netto inntekt frå finansielle instrument i dei internasjonale verdipapirmarknadene gav ein gevinst på 67,0 milliardar kroner i 2015, mot 90,3 milliardar i 2014. Den norske krona svekte seg vidare mot dei fleste hovudvalutaene i valutaeservane, som – omrekna til norske kroner – førte til ein valutagevinst på 54,7 milliardar kroner i 2015. I 2014 gav svekkinga av den norske krona ein valutagevinst på 58,8 milliardar kroner. Gevinstar og tap som skriv seg frå endra kronekurs, verkar ikkje inn på den internasjonale kjøpekrafta for valutaeservane.

Andre inntekter består av godtgjersle frå Finansdepartementet for SPU-forvaltninga, inntekter for tenester til bankar og staten og husleige frå eksterne leigetakarar. Andre inntekter utgjorde 4,1 milliardar kroner i 2015, mot 3,3 milliardar kroner i 2014. I samsvar med mandat for forvaltninga av SPU § 5-1 får Noregs Bank godtgjersle for kostnaden for SPU-forvaltning innanfor ei øvre grense, og banken får denne refundert som inntekt frå Finansdepartementet. Forvaltingshonoraret frå SPU var 3,9 milliardar kroner, som utgjør 5,7 basispunkt rekna av gjennomsnittleg forvalta kapital for 2015.

Totalresultatet i SPU på 998,0 milliardar kroner består av eit porteføljeresultat på 1 001,9 milliardar kroner minus forvaltingskostnader på

3,9 milliardar kroner. Totalresultatet er lagt til statens kapitalinnskot i SPU per 31. desember 2015. Heile den oppnådde avkastinga ved forvaltninga, etter frådrag for godtgjersle til Noregs Bank, blir knytt til kronekontoen til SPU og påverkar derfor ikkje totalresultatet eller eigenkapitalen til Noregs Bank.

Eigenkapitalen til Noregs Bank var på 245,4 milliardar kroner per 31. desember 2015, mot 205,5 milliardar kroner per 31. desember 2014. Eigenkapitalen består av kursreguleringsfond og overføringsfond. Ved utgangen av 2015 var kursreguleringsfondet på 192,2 milliardar kroner og overføringsfondet på 53,2 milliardar kroner. Eigenkapitalen samanlikna med balansen til Noregs Bank, eksklusiv SPU, svarer til ein eigenkapitaldel på 45,3 prosent. Fluktuasjonar i eigenkapitalen til Noregs Bank blir dominerte av fluktuasjonar i marknadsværdien til valutaeservane.

## DISPONERING AV TOTALRESULTATET

Disponeringa av totalresultatet i Noregs Bank følgjer egne retningslinjer, fastsette ved kongeleg resolusjon 6. desember 2002.

I tråd med retningslinjene blir det gjennomført følgjande overføringar og disponeringar: Totalresultatet på 66,5 milliardar kroner blir overført med 7,6 milliardar kroner til kursreguleringsfondet og 58,9 milliardar kroner til overføringsfondet. Frå overføringsfondet blir det overført 26,6 milliardar kroner til statskassen.

## SAMFUNNSANSVAR

Formålet til Noregs Bank er å vareta viktige samfunnsoppgåver. Banken har utøvande og rådgivande oppgåver i pengepolitikken og skal bidra til robuste og effektive betalingssystem og finansmarknader. Noregs Bank forvaltar Statens pensjonsfond utland (SPU) på vegner av staten. Banken utøver samfunnsansvar gjennom arbeidet med desse oppgåvene.

Noregs Bank skal i verksemda si halde ein høg etisk standard, respektere menneskerettane, opptre samfunnsansvarleg og etterleve gjeldande lover og reglar. Noregs Bank aksepterer ingen former for diskriminering eller korrupsjon.

Samfunnsansvaret til Noregs Bank inneber òg arbeid med og tilnærming til ansvarleg investeringsverksemd, open og tydeleg kommunikasjon, forskning og kunnskapsdeling, etisk forretningsåtfærd og tilrettelegging for likestilling og eit godt arbeidsmiljø.

Noregs Bank-bygget i Kvadraturen er eit monumentalbygg av høg kulturhistorisk verdi. I samarbeid med offentlege myndigheiter og andre grunneigarar blir det lagt til rette for ei trygg og positiv byutvikling som bidreg til auka aktivitet i Kvadraturen.

### EIN OPEN SENTRALBANK

Noregs Bank legg vekt på open kommunikasjon rundt verkemiddelbruken til banken og på at verkemiddelbruken blir forstått og er føreseieleg for hushald, bedrifter og aktørar i finansmarknadene. Noregs Bank offentleggjer analysane sine og grunnlaget for avgjerdene og råda til banken. Banken kommuniserer i form av publikasjonar, rapportar, foredrag, pressekonferansar og seminar. Banken legg fram hovudstyret sine vurderingar i rapportane om pengepolitikken og finansiell stabilitet. Det blir lagt vekt på å besøkje alle landsdelar kvart år med talar og foredrag, og i enkelte tilfelle òg bedriftsbesøk. Noregs Bank har dessutan utstrekt kontakt med academia og offentlege myndigheiter. Organisasjonane i arbeidslivet er òg ei målgruppe for talar og foredrag.

Openheit er òg viktig i kapitalforvaltninga. I tillegg til kvartals- og årsrapportar blir det mellom anna utarbeidd offentlege rapportar om avkastning og risiko i fondet, eigdomsinvesteringar og ansvarleg forvaltning.

## ANSVARLEG FORVALTING

Noregs Bank forvaltar Statens pensjonsfond utland ansvarleg for å støtte opp under fondet sitt formål om høgast mogleg avkastning innanfor eit akseptabelt risikonivå. Ansvarleg forvaltingsverksemd er derfor ein integrert del av investeringsprosessen.

Finansdepartementet har fastsett retningslinjer for observasjon og utestenging av selskap frå fondet. Finansdepartementet har oppretta Etikkrådet som eit uavhengig organ som skal gi råd om observasjon og utestenging av selskap frå porteføljen til fondet. Frå og med 1. januar 2015 har Noregs Bank fått i oppgåve å treffe avgjerder om observasjon eller utestenging av selskap etter tilrådingar frå Etikkrådet.

I mars 2015 innførte hovudstyret nye prinsipp for ansvarleg forvaltingsverksemd i Statens pensjonsfond utland. Norges Bank Investment Management forvaltar fondet ut frå eit mål om å få så høg avkastning som mogleg innanfor rammene i forvaltingsmandatet. Ansvarleg investeringsverksemd skal støtte opp om målsetjinga til fondet ved å fremje den langsiktige økonomiske avkastinga av investeringane våre og ved å redusere den økonomiske risikoen knytt til selskapsstyring og miljø- og samfunnsforhold ved selskapa vi er investerte i. Arbeidet er integrert i investeringsprosessane og skjer innanfor hovudkategoriane standardsetjing, eigarskap og risikostyring. Målet er å fremje god selskapsstyring og velfungerande, legitime og effektive marknader.

Noregs Bank er ein stor, global investor med langsiktig investeringshorisont, og banken søker å utnytte særtrekka til fondet. Fondet er investert i dei fleste marknader, sektorar og land for å ta del i den globale verdiskapinga og for å spreie risikoen best mogleg.

Forvaltingsmandatet seier at Noregs Bank skal integrere ansvarleg investeringsverksemd i forvaltninga av fondet. Fondet har ein lang investeringshorisont. I forvaltninga vurderer ein selskapsstyring og miljø- og samfunnsforhold som kan ha ein vesentleg innverknad på fondsverdiane.

### Internasjonale standardar

Noregs Bank samarbeider med internasjonale organisasjonar om standardar og prinsipp og kommuniserer forventningane våre til selskap. Det omfattar standardar for eigarstyring og selskapsleiing, berekraftig forret-

ningsdrift og måten finansmarknadene fungerer på. Arbeidet er mellom anna basert på UN Global Compact, OECD Principles of Corporate Governance og OECD Guidelines for Multinational Enterprises.

### Stemmegeving

Investeringsstrategien til fondet går ut på å spreie investeringane breitt på selskap, sektorar og land. Med eigardelar i meir enn 9 000 selskap stemmer Noregs Bank på nesten alle generalforsamlingar, men vi kan ikkje ha djup innsikt i alle selskapa. Banken legg derfor vekt på god selskapsstyring og rolla til styret og konsentrerer seg i eigarskapsarbeidet om tema og selskap der potensialet for å skape verdiar for fondet er størst. Banken har direkte kontakt med selskapa og styra deira. Analysane inkluderer finansielle selskapsmodellar og vurdering av dei økonomiske utsiktene til selskapa. Selskapsstyring og miljø- og samfunnsforhold er innarbeidde i slike vurderingar. I 2015 stemte banken på 11 562 generalforsamlingar og hadde 3 520 selskapsmøte.

### Miljømandat

Noregs Bank investerer ekstra i miljøteknologi gjennom dei miljørelaterte mandata. Dei miljørelaterte mandata hadde ein samla marknadsværdi på 53,8 milliardar kroner og var investerte i 224 selskap ved utgangen av 2015. Investeringane hadde ei avkastning på 1,1 prosent i 2015.

### Risikobasert nedsal

Noregs Bank kan òg velje å selje seg ut av enkelt-selskap basert på risikovurderingar. Banken har dei siste par åra gjennomført nedsal av ei rekkje selskap basert på vurderingar som omfattar miljømessige og samfunnsmessige risikofaktorar og selskapsstyring. I 2015 selde banken seg ut av 73 selskap basert på slike risikovurderingar.

Risikohandtering knytt til selskapsstyring og miljø- og samfunnsforhold er viktig for å vareta investeringane. Noregs Bank har ei systematisk tilnærming til risiko-overvaking. Den går ut på å gjere generelle vurderingar før ein går nærmare inn i den enkelte problemstillinga. Banken er avhengig av data om selskapsstyring og miljø- og samfunnsforhold i dette arbeidet. Noregs Bank prioriterer derfor å utvikle databasar for slike opplysningar.

### Fokusområde

Noregs Bank har valt å fokusere særskilt på tre område innanfor berekraft: rettane til barn, klima-endingar og vassforvaltning. Fokusområda gir eit grunnlag for arbeidet med desse temaa over tid. Fleire

selskap har ein velutvikla strategi og praksis innanfor desse områda. Målsetjinga er å ta i bruk dei verke-midla banken har, for å bidra til ein god marknads-praksis og uttrykkje klare forventingar til selskapa.

### Investeringar i eigedom

Noregs Bank investerer i eigedom på ein ansvarleg måte. Utgangspunktet er at eigedommar som blir bygde og drivne på ein berekraftig måte, har lågare kostnader og finansiell risiko. Det blir gjort grundige analysar av miljørisikoen før kvar investering, og berekraft er eit viktig aspekt i eigedomsforvaltninga. I arbeidet med å fremje miljøvennlege eigedommar ser ein spesielt på energieffektivitet, vassforbruk og avfalls-handtering. Partnerane til banken og dei eksterne forvaltarane rapporterer årleg informasjon om dette til Global Real Estate Sustainability Benchmark (GRESB), eit internasjonalt rammeverk for berekraftsrapportering i eigedomssektoren. Banken bruker resultatata frå dette rammeverket til å samanlikne investeringane med marknaden og identifisere tiltak som forvaltarane til banken kan setje i verk for å løfte miljøstandarden og auke driftseffektiviteten i eigedommane. Noregs Bank tek omsyn til lokale og internasjonale standardar i vurderingane og legg spesielt vekt på anerkjende sertifiseringsordningar for grøne bygg.

### Forskning og kunnskapsdeling

Forskningsaktivitetane er retta mot pengepolitikk, finansiell stabilitet og kapitalforvaltning og er forankra i det internasjonale og norske forskingsmiljøet. Det utgjør ein del av grunnlaget når noko skal avgjerast.

Banken bidreg til å utvikle standardar gjennom kontakt med regulerande myndigheiter og standardsetjarar. I 2015 fekk forskarar i Noregs Bank 13 artiklar godkjende for publisering i tidsskrift med fag-evaluering. Ei oversikt over publiserte artiklar finst på heimesida til banken.

Noregs Bank deltek i internasjonalt samarbeid gjennom fleire kanalar. Banken bidreg med dette til å fornye og vidareutvikle standarden internasjonalt for korleis kjerneoppgåvene til sentralbankane skal utførast. På oppdrag frå Finansdepartementet bidreg Noregs Bank til finansieringsordningar for gjelds-utsette statar og til overvakinga av det globale finansielle systemet som Det internasjonale valuta-fondet (IMF) utfører. I samarbeid med IMF bidreg Noregs Bank òg med å vidareutvikle sentralbanken i Zambia i eit prosjekt som vil gå over om lag fem år.

I juni 2016, som ein del av markeringa av 200-års-jubileet, opnar Noregs Banks kunnskapscenter. Pri-

mærmålgruppa er elevar og lærarar i vidaregåande skule, men senteret er òg ope for mellom anna økonomistudentar og publikum generelt. Kunnskaps-senteret er bygd rundt eit interaktivt spel der gjestene får kunnskap om samanhengar i økonomien. Senteret har ein kapasitet på om lag 9 000 gjester årleg. På den måten vil Noregs Bank bidra til brei kommunikasjon om oppgåvene til banken og korleis dei blir utførte.

## ETISK FORRETNINGSÅTFERD

### Arbeidet med etikk og antikorrupsjon

Hovudstyret legg vekt på at dei tilsette i banken på alle område opptre med nødvendig etisk medvit og er lojale overfor Noregs Bank som arbeidsgivar. Hovudstyret til Noregs Bank har fastsett etiske prinsipp for dei tilsette. Dei etiske prinsippa skal bidra til å skape ei felles haldning til etiske problemstillingar blant alle tilsette i Noregs Bank. Prinsippa slår fast at banken skal halde ein høg etisk standard, respektere menneskerettane, opptre samfunnsansvarleg og etterleve gjeldande lover og reglar. Reglane omfattar til dømes eigenhandel, verksemd utanfor banken, gåver og lojalitet til banken generelt. Noregs Bank aksepterer ingen former for diskriminering eller korrupsjon.

Det er fastsett nærmare reglar og prosedyrar for å følgje opp etterlevinga av eigenhandelsreglane. Det er ikkje meldt saker til Finanstilsynet i 2015 som gjeld mistanke om brot på reglane om eigenhandel i verdi-papirhandellova § 8.

Finansdepartementet har fastsett ei eiga forskrift om habilitet for hovudstyret i Noregs Bank, og det er etablert ein administrativ rutine for å hjelpe medlemmene i hovudstyret med å etterleve forskrifta. Det er i tillegg fastsett eigne etiske reglar for dei eksterne medlemmene i hovudstyret.

Hovudstyret har vidare fastsett prinsipp for intern varsling om kritikkverdige forhold i Noregs Bank. Noregs Bank har ein eigen varslingsrutine der tilsette kan rapportere uro over uetisk eller ulovleg åtferd. Det er ein operativ varslingskanal der internrevisjonen er varslingsmottakar. Varsel blir behandla i tråd med dei fastsette saksbehandlingsreglane. Behovet for å endre reglane blir vurdert jamleg. Dei etiske reglane for tilsette i sentralbankverksemda er reviderte i 2015, mellom anna i samband med reglane om eigenhandel.

Noregs Bank legg stor vekt på opplæring og bevisstgjering rundt dei mest sentrale etiske risikoområda.

Alle nyttilsette gjennomfører eit opplæringsprogram for å sikre kjennskap til og forståing av regelverket. I programmet inngår mellom anna e-læring og introduksjonskurs med dilemmatrening. For å sikre at alle har den nødvendige kunnskapen om regelverket, blir det kvart år gjennomført ein obligatorisk test ved hjelp av e-læringsverktøy. Gjennom den årlege testen stadfestar den enkelte tilsette at han eller ho har lese og forstått reglane og veit kva konsekvensane blir ved brot på dei. Etterlevinga av regelverket blir følgd opp, og avvik blir rapporterte.

### Direkte miljøpåverknad

Noregs Bank har liten direkte effekt på dei totale klimautsleppa og miljøbelastningane. Den direkte klima- og miljøpåverknaden er i hovudsak knytt til energiforbruk, tenestereiser og avfall frå kontorverksemda. Noregs Bank arbeider kontinuerleg med å finne meir miljøvennlige måtar å drifte verksemda på, men har ikkje nokon dokumentert formalisert strategi for dette. Arbeidet skjer mellom anna gjennom å redusere straumforbruket og bruke fornybar energi i form av fjernvarme. Avfall frå kontorverksemda blir kjeldesortert, og konstruksjonselement i bygget og kontormøblar blir i stor grad brukte på nytt.

Bankbygget i Kvadraturen er i 2015 miljøklassifisert i samsvar med eit miljøklassifiseringssystem (BREEAM) som vurderer miljøavtrykket til næringsbygg på ein heilskapleg måte (det vil seie både den ibuande miljøkvaliteten til bygget, drifta og bruken av bygget). Resultatet vil vere klart våren 2016.

### Ansvarlege innkjøp og leverandøroppfølging

Noregs Bank gjennomfører kostnadseffektive innkjøp av varer og tenester ved å følgje regelverket for offentlege innkjøp og utnytte stordriftsfordelar. Det legg til rette for god konkurranse om oppdraga. For å motverke sosial dumping er det standardvilkår i kontraktane om lønns- og arbeidsforhold der det er relevant. Det er ikkje rapportert om tilfelle der leverandørar har brote lønns- og arbeidsvilkåra i 2015. Noregs Bank aksepterer maksimalt to ledd med underleverandørar.

Sentralbankverksemda har særskilt tilpassa etiske reglar for leverandørar som har tilgang til lokala og systema til banken. Reglane omfattar mellom anna tema som menneskerettar, arbeidstakarrettar, korrupsjon, diskriminering og gåver. For leverandørar til kapitalforvaltninga som har tilgang til lokala eller systema til banken, er det avtalefesta dei same reglane som for dei tilsette.

## MEDARBEIDARAR OG ARBEIDSMILJØ

### Personale og kompetanse

Banken arbeider målretta med å byggje kompetansen hos medarbeidarane og leggje til rette for intern mobilitet, internasjonale hospiteringar og vidare-utdanning.

Ambisjonen til banken er å rekruttere blant dei fremste kandidatane i leiande fagmiljø nasjonalt og internasjonalt. Internasjonalt blir det arbeid målbevisst mot utdanningsinstitusjonar som ein har god erfaring med. Nasjonalt er arbeidet retta inn mot å styrkje omdømmet til banken som føretrekt arbeidsgivar. Målet er å kunne tiltrekke seg dei beste leiarane og fagfolka innanfor dei aktuelle fagområda.

Ved utgangen av 2015 var det 856 fast tilsette i Noregs Bank, mot 763 ved utgangen av 2014. Av desse er 518 tilsette i NBIM, mot 428 året før. Banken har medarbeidarar frå til saman 38 nasjonar.

### Likestilling og mangfald

Dei etiske retningslinjene til Noregs Bank slår fast at banken skal respektere menneskerettane og ha null-toleranse for diskriminering. Kvinner og menn i Noregs Bank skal ha dei same moglegheitene når det gjeld lønn, avansement og fagleg/personleg utvikling. Retningslinjene for rekruttering slår fast at den best kvalifiserte kandidaten skal bli tilsett, uavhengig av kjønn, alder, etnisitet og funksjonsevne. I 2015 var prosentdelen menn og kvinner for Noregs Bank høvesvis 67 og 33. Dei tilsvarande tala i 2014 var 65 og 35 prosent.

Hovudstyret har sett som langsiktig mål at kvindedelen i Noregs Bank skal bli minst 40 prosent. Det ligg til grunn i arbeidet med strategi og handlingsplanar.

For gruppa «Andre medarbeidarar» er lønna tilnærma lik mellom kvinner og menn i kvar enkelt av dei underliggjande stillingskategoriane. Grunnen til at gjennomsnittslønna for kvinner samla sett er lågare enn for

### KVINNEDELEN BLANT DEI FAST TILSETTE VED UTGANGEN AV 2015 OG 2014:

Stillingsnivå	2015		2014	
	SBV	NBIM	SBV	NBIM
Leiarar	33 %	22 %	36 %	16 %
Andre medarbeidarar	43 %	29 %	47 %	29 %
Sum	41 %	27 %	44 %	27 %

### KVINNERS LØNNSNIVÅ SOM PROSENT AV MENNS LØNNSNIVÅ VED UTGANGEN AV 2015 OG 2014:

Stillingsnivå	2015		2014	
	SBV	NBIM	SBV	NBIM
Leiarar	98 %	96 %	97 %	85 %
Andre medarbeidarar	90 %	80 %	91 %	84 %
Sum	89 %	81 %	89 %	77 %

kvar av stillingskategoriane, er at det er ein lågare prosentdel kvinner i stillingskategoriane med høgast lønn.

Tiltak for å auke kvinnedelen er mellom anna å nytte kvinnelege økonomar til å profilere Noregs Bank ved undervisnings- og lærestader og aktivt oppmode kvinnelege kandidatar internt og eksternt til å søkje ledige leiarstillingar og ta på seg ansvar for viktige prosjekt og utgreiingar. NBIM har etablert eit kvinnettverk for å tiltrekke seg, halde på og utvikle kvinnelege medarbeidarar.

Banken tek omsyn til dei ulike livsfasane medarbeidarane er i, ved å leggje til rette for at ein skal kunne arbeide redusert eller heimanfrå ved behov. Tilsette over 62 år får fem betalte fridagar ekstra.

#### Helse, miljø og sikkerheit

Noregs Bank prioriterer å verne om liv og helse for dei som har arbeidet sitt i banken. Ved utgangen av 2015 var det åtte registrerte arbeidsulykker/skadar knytte direkte til arbeid i kontorlokala eller kurs- og feriestadene til Noregs Bank. Ingen skadar eller ulykker frå kontorverksemda er alvorlege eller melde til Arbeidstilsynet som yrkesskade i 2015.

Ved ombyggingsprosjekt i banken blir retningslinjene for universell utforming lagde til grunn, og ved behov stiller banken hjelpemiddel og verneutstyr til disposisjon. Banken har gode treningstilbod for dei tilsette.

Vi får kvart år tilbakemeldingar på det fysiske og psykososiale arbeidsmiljøet gjennom individuelle arbeidshelsesamtalar i regi av bedriftshelsetenesta og gjennom den årlege arbeidsmiljøundersøkinga til banken. Rapportar viser høg trivsel og gjennomgåande gode arbeidsforhold. Arbeidsmiljøutvalet, som består av representantar for både leiinga og dei tilsette, vurderer arbeidsmiljøet og samarbeidsklimaet som godt.

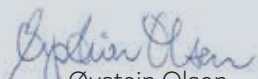
#### Samarbeid med fagforeiningane

Leiinga i banken har god og jamleg kontakt med fagforeiningane. Samarbeidet er konstruktivt og bidreg til at banken utviklar og endrar seg i takt med krava som blir stilte til verksemdar generelt og banken spesielt. Gjennom forhandlingar og drøftingar skaper ein grunnlaget for ein god arbeidsplass. Dialogen med fagforeiningane skjer mellom anna i medarbeidar- og personalutvalet og i faste kontaktmøte. Dei tilsette har to representantar i hovudstyret under behandlinga av administrative saker.

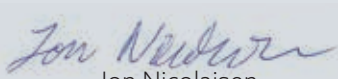
#### Sjukefråvær og inkluderande arbeidsliv

Sjukefråværet i banken er stabilt lågt. I 2015 var sjukefråværet på 2,2 prosent – uendra frå 2014. Gjennom IA-avtalen har verksemda plikt til å arbeide systematisk og langsiktig for å halde sjukefråværet lågt. Banken legg forholde til rette for medarbeidarar med behov for spesielle tilpassingar og medverkar til at eldre arbeidstakarar forlengjer yrkeskarrieren i tråd med nasjonale målsetjingar.


Oslo, 10. februar 2016



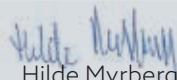
Øystein Olsen  
(sentralbanksjef/leiar)



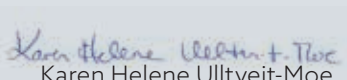
Jon Nicolaisen  
(første nestleiar)



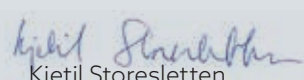
Egil Matsen  
(andre nestleiar)



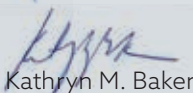
Hilde Myrberg



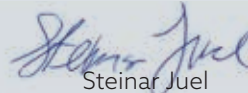
Karen Helene Ulltveit-Moe



Kjetil Storesletten



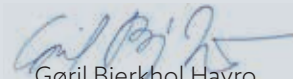
Kathryn M. Baker



Steinar Juel



Mona Helen Sørensen  
(representant for dei tilsette)



Gøril Bjerkehol Havro  
(representant for dei tilsette)







# ÅRSREGNSKAP 2015

# HOVEDPUNKTER

Finansielle hovedtall (beløp i millioner kroner)	2015	2014
Valutareserver	468 182	448 627
Statens pensjonsfond utland	7 471 220	6 427 537
Inntekter fra finansielle instrumenter	12 288	31 526
Gevinst/tap valuta	54 749	58 766
Driftskostnader	5 007	4 050
Totalresultat	66 469	89 198
Egenkapital	245 356	205 476
Overføring til statskassen	26 589	10 419

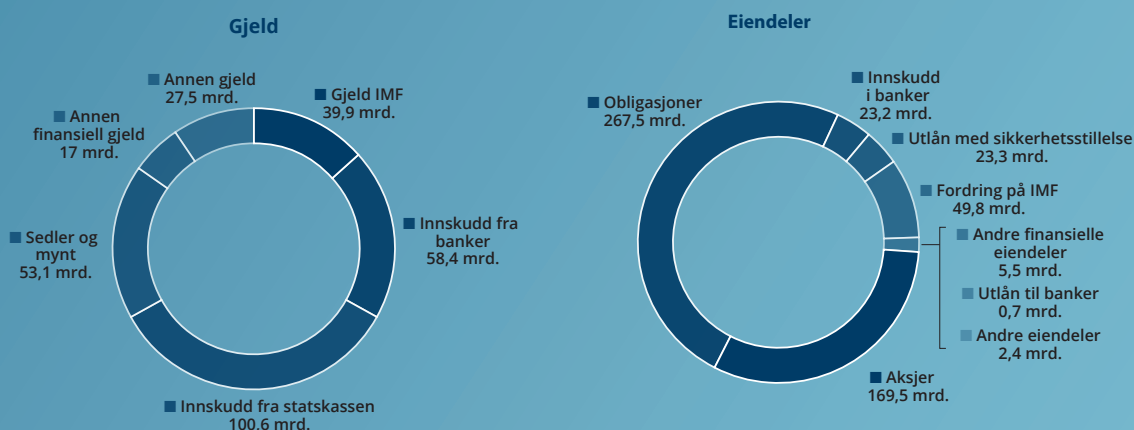
## Eiendeler

Totale eiendeler, utenom SPU, var ved utgangen av 2015 på 541 894 millioner kroner. Det er en økning på 28 186 millioner kroner fra 2014. Valutareservene utgjør hoveddelen av eiendelene og var på 468 182 millioner kroner ved utgangen av 2015. Dette utgjør 86 prosent av totale eiendeler. Verdien av valutareservens aksjeinvesteringer økte med 29 097 millioner kroner til 169 522 millioner kroner, mens renteinvesteringene økte med 28 561 millioner kroner til 267 466 millioner kroner.

Fordringer på IMF består av utlån, medlemsinnskudd i IMF (kvoten) og beholdning av SDR. Fordringene utgjør 49 796 millioner kroner og er på nivå med tidligere år.

## Gjeld

Totale gjeldsposter, utenom SPU, var ved utgangen av 2015 på 296 538 millioner kroner. Det er en reduksjon på 11 693 millioner kroner fra 2014. Statens innskudd var 100 593 millioner kroner ved utgangen av 2015, en nedgang på 15 039 millioner kroner fra 2014. Innskuddets størrelse varierer gjennom året med inn- og utflyt over statens driftskontoer. Det var sedler og mynt i omløp til en verdi av 53 136 millioner kroner ved utgangen av 2015. Bankenes innskudd på deres konti i Norges Bank var ved utgangen av 2015 på 58 418 millioner kroner, fordelt på folioinnskudd og fastinnskudd. Gjeldsposter til IMF er på nivå med tidligere år på 39 864 millioner kroner.



### **Inntekter**

Netto inntekt fra finansielle instrumenter i 2015 ble 67 037 millioner kroner, 23 255 millioner kroner lavere enn i 2014. Hovedsakelig skyldes nedgangen lavere bidrag fra aksje- og renteinvesteringer. Gevinst knyttet til valuta ble 54 750 millioner kroner i 2015.

Forvaltningsgodtgjøringen fra Finansdepartementet knyttet til forvaltningen av Statens pensjonsfond utland var i 2015 på 3 933 millioner kroner mot 3 202 millioner kroner i 2014.

Øvrige driftsinntekter, bestående av blant annet av husleie, tjenester utført for staten og bankene, var i 2015 126 millioner kroner.

### **Kostnader**

Totale driftskostnader for 2015 var 5 007 millioner kroner mot 4 050 millioner kroner i 2014. Personalkostnader var 1 686 millioner kroner, mens øvrige driftskostnader var 3 149 millioner kroner. Øvrige driftskostnader består i stor del av kostnader knyttet til kapitalforvaltning, herunder depotkostnader, IT-kostnader, analysetjenester samt forvaltningshonorar.

Årets av- og nedskrivninger var på 172 millioner kroner.

### **Egenkapital**

Egenkapitalen består av et kursreguleringsfond og et overføringsfond. Kursreguleringsfondet utgjør bankens bundne egenkapital mens overføringsfondet utgjør grunnlaget for overføring til statskassen. Egenkapitalen er regulert av egne retningslinjer. Total egenkapital ved utgangen av 2015 var 245 356 millioner kroner, hvorav 53 178 millioner kroner tilhører overføringsfondet.

Basert på retningslinjene for egenkapitalen, vil det overføres 26 589 millioner kroner til statskassen i 2016.

### **Statens pensjonsfond utland**

Statens pensjonsfond utland (SPU) forvaltes av Norges Bank på vegne av Finansdepartementet. Finansdepartementet har plassert fondsmidler til forvaltning som et innskudd på egen konto i Norges Bank og Norges Bank bærer ingen finansiell risiko knyttet til forvaltningen av SPU.

Markedsverdien av SPU var ved utgangen av 2015 på 7 475 153 millioner kroner. Eiers kapital (kronekonto) er markedsverdien fratrukket skyldig forvaltningsgodtgjøring på 3 933 millioner kroner. SPU består av 61,2 prosent aksjeinvesteringer, 35,7 prosent renteinvesteringer og 3,1 prosent eiendomsinvesteringer. Avkastningen i 2015, målt i fondets valutakurv, ble 2,7 prosent hvorav 3,8 prosent for aksjeinvesteringene, 0,3 prosent for renteinvesteringene og 10 prosent for eiendomsinvesteringene.

# ÅRSREGNSKAP 2015

<b>RESULTATREGNSKAP</b>	<b>33</b>	
<b>BALANSE</b>	<b>34</b>	
<b>KONTANTSTRØMOPPSTILLING</b>	<b>36</b>	
<b>OPPSTILLING OVER ENDRINGER I EGENKAPITAL</b>	<b>37</b>	
<b>NOTER</b>	<b>38</b>	
Note 1	Generell informasjon	38
Note 2	Regnskapsprinsipper	39
Note 3	Inntekt/kostnad fra aksjer og andeler, obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	43
Note 4	Beholdning av aksjer og andeler, obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	44
Note 5	Valutareserver	45
Note 6	Måling til virkelig verdi	49
Note 7	Risiko	54
Note 8	Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse	63
Note 9	Sikkerhetsstillelse og motregning	66
Note 10	Pensjon	68
Note 11	Personalkostnader	72
Note 12	Forvaltningsgodtgjøring SPU	78
Note 13	Andre ikke-finansielle eiendeler	78
Note 14	Øvrige driftskostnader og driftsinntekter	80
Note 15	Sedler og mynt i omløp	81
Note 16	Det internasjonale valutafondet (IMF)	81
Note 17	Bank for International Settlements (BIS)	85
Note 18	Utlån til banker, innskudd fra banker og innskudd fra statskassen	85
Note 19	Transaksjoner med nærstående parter	88
Note 20	Statens pensjonsfond utland (SPU)	89
	SPU Note 1 Generell Informasjon	93
	SPU Note 2 Regnskapsprinsipper	93
	SPU Note 3 Avkastning per aktivaklasse	93
	SPU Note 4 Inntekt/kostnad fra Aksjer og andeler, Obligasjoner og Finansielle derivater	94
	SPU Note 5 Beholdninger av Aksjer og andeler, Obligasjoner og Finansielle derivater	95
	SPU Note 6 Unotert eiendom	98
	SPU Note 7 Måling til virkelig verdi	100
	SPU Note 8 Risiko	108
	SPU Note 9 Skatt	121
	SPU Note 10 Forvaltningskostnader	122
	SPU Note 11 Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse	124
	SPU Note 12 Sikkerhetsstillelse og motregning	127
	SPU Note 13 Andre eiendeler og annen gjeld	129
	SPU Note 14 Nærstående parter	130
	SPU Note 15 Interesser i andre foretak	130
<b>REVISORS BERETNING</b>	<b>133</b>	
<b>REPRESENTANTSKAPETS VEDTAK OM FASTSETTELSE AV ÅRSREGNSKAPET FOR 2015</b>	<b>135</b>	
<b>REPRESENTANTSKAPETS UTTALELSE OM HOVEDSTYRETS PROTOKOLLER OG TILSYNET MED BANKEN</b>	<b>135</b>	

# RESULTATREGNSKAP

Beløp i millioner kroner

	Note	2015	2014
<b>NETTO INNTEKT FINANSIELLE INSTRUMENTER</b>			
Netto inntekt/kostnad fra:			
-Aksjer og andeler*	3,17	10 243	18 658
-Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer*	3	2 573	13 658
-Finansielle derivater		-29	4
-Utlån med sikkerhetsstillelse*	8,9	69	98
Renteinntekter og -kostnader fra innskudd og innlån i banker		-8	2
Renteinntekter fra utlån til banker	18	68	80
Rentekostnader på innskudd fra banker og statskassen	18	-592	-949
Netto renteinntekt fra fordring/gjeld på IMF	16	7	11
Skattekostnad	3	-42	-47
Andre finansielle inntekter/kostnader		-1	11
<b>Netto inntekt fra finansielle instrumenter før gevinst/tap valuta</b>		<b>12 288</b>	<b>31 526</b>
Gevinst/tap valuta		54 749	58 766
<b>Netto inntekt fra finansielle instrumenter</b>		<b>67 037</b>	<b>90 292</b>
<b>FORVALTNING STATENS PENSJONSFOND UTLAND</b>			
Totalresultat plasseringer for SPU	20	997 984	1 242 691
Trukket/tilført kronekonto SPU	20	-997 984	-1 242 691
Herav forvaltningsgodtgjøring SPU	12	3 933	3 202
<b>Forvaltning Statens pensjonsfond utland</b>		<b>3 933</b>	<b>3 202</b>
<b>ANDRE DRIFTSINTEKTER</b>			
Øvrige driftsinntekter	14	126	128
<b>Sum andre driftsinntekter</b>		<b>126</b>	<b>128</b>
<b>ANDRE DRIFTSKOSTNADER</b>			
Personalkostnader	11	-1 686	-1 151
Øvrige driftskostnader	14	-3 149	-2 776
Av- og nedskrivning	13	-172	-123
<b>Sum andre driftskostnader</b>		<b>-5 007</b>	<b>-4 050</b>
<b>Årsresultat</b>		<b>66 089</b>	<b>89 572</b>
<b>TOTALRESULTAT</b>			
Årsresultat		66 089	89 572
Endring i aktuarmessige gevinster og tap	10	380	-374
<b>Totalresultat</b>		<b>66 469</b>	<b>89 198</b>

\* Utlån med sikkerhetsstillelse består av resultat fra gjensalgsvtaler samt inntekt fra vedipapirutlån gjennom agent. Inntekt fra verdipapirutlån gjennom agent var tidligere presentert som en del av Inntekt/kostnad fra: Aksjer og andeler og Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer. Sammenligningstall for 2014 er omarbeidet.

# BALANSE

Beløp i millioner kroner

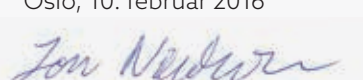
Eiendeler	Note	31.12.2015	31.12.2014
<b>FINANSIELLE EIENDELER</b>			
Innskudd i banker		23 173	32 325
Utlån med sikkerhetsstillelse	8,9	23 304	50 807
Uoppgjorte handler	8,9	9	720
Aksjer og andeler	4,17	164 414	134 021
Utlånte aksjer	4,8,9	5 108	6 404
Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	4	267 466	238 905
Finansielle derivater		9	27
Fordring på IMF	16	49 796	44 041
Utlån til banker	18	716	1
Andre finansielle eiendeler	12	5 474	4 252
<b>Sum finansielle eiendeler</b>		<b>539 469</b>	<b>511 503</b>
<b>PLASSERINGER FOR STATENS PENSJONSFOND UTLAND</b>			
Plasseringer for SPU	20	7 471 220	6 427 537
<b>Sum plasseringer for Statens pensjonsfond utland</b>		<b>7 471 220</b>	<b>6 427 537</b>
<b>IKKE-FINANSIELLE EIENDELER</b>			
Andre ikke-finansielle eiendeler	13	2 425	2 204
<b>Sum ikke-finansielle eiendeler</b>		<b>2 425</b>	<b>2 204</b>
<b>SUM EIENDELER</b>		<b>8 013 114</b>	<b>6 941 244</b>

Beløp i millioner kroner

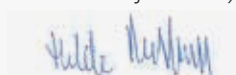
Gjeld og egenkapital	Note	31.12.2015	31.12.2014
<b>FINANSIELL GJELD</b>			
Kortsiktig innlån		-	19
Innlån med sikkerhetsstillelse	8,9	827	762
Uoppgjorte handler	8,9	14 686	13 250
Finansielle derivater		-	1
Annen finansiell gjeld		1 525	1 568
Gjeld til IMF	16	39 864	34 434
Innskudd fra banker m.m.	18	58 418	77 800
Innskudd fra statskassen	18	100 593	115 632
Sedler og mynt i omløp	15	53 136	53 016
<b>Sum finansiell gjeld</b>		<b>269 049</b>	<b>296 482</b>
<b>INNSKUDD KRONEKONTO STATENS PENSJONSFOND UTLAND</b>			
Innskudd kronekonto SPU	20	7 471 220	6 427 537
<b>Sum innskudd kronekonto Statens pensjonsfond utland</b>		<b>7 471 220</b>	<b>6 427 537</b>
<b>ANNEN GJELD</b>			
Pensjoner	10	251	577
Annen gjeld	19	27 238	11 172
<b>Sum annen gjeld</b>		<b>27 489</b>	<b>11 749</b>
<b>Sum gjeld</b>		<b>7 767 758</b>	<b>6 735 768</b>
<b>EGENKAPITAL</b>			
Egenkapital		245 356	205 476
<b>Sum egenkapital</b>		<b>245 356</b>	<b>205 476</b>
<b>SUM GJELD OG EGENKAPITAL</b>		<b>8 013 114</b>	<b>6 941 244</b>

Oslo, 10. februar 2016

  
Øystein Olsen  
(sentralbanksjef/leder)

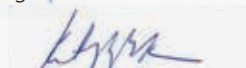
  
Jon Nicolaisen  
(første nestleder)

  
Egil Matsen  
(andre nestleder)


  
Hilde Myrberg

  
Karen Helene Ulltveit-Moe

  
Kjetil Storesletten

  
Kathryn M. Baker

  
Steinar Juel

  
Mona Helen Sørensen  
(representant for de ansatte)

  
Gøril Bjerkholt Havro  
(representant for de ansatte)

# KONTANTSTRØMOPPSTILLING

Beløp i millioner kroner  
innbetaling (+)/ utbetaling (-)

	2015	2014
<b>Operasjonelle aktiviteter</b>		
Innbetaling av utbytte fra aksjer og andeler	3 796	2 934
Innbetaling av renter fra obligasjoner	5 389	4 790
Netto innbetaling av renter og honorar fra innlån og utlån med sikkerhetsstillelse	106	99
<i>Innbetalinger av utbytte, renter og honorar fra beholdninger i aksjer, andeler og obligasjoner</i>	9 291	7 823
Netto innbetaling/utbetaling ved kjøp og salg av aksjer og andeler	-7 351	8 705
Netto innbetaling/utbetaling ved kjøp og salg av obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	300	-13 301
Netto innbetaling/utbetaling fra finansielle derivater	-181	450
Netto innbetaling/utbetaling av renter på innskudd i banker og kassekreditt hos banker	327	-172
Netto innbetaling/utbetaling av innlån og utlån med sikkerhetsstillelse	36 716	-8 082
Netto innbetaling/utbetaling knyttet til andre kostnader, andre eiendeler og annen gjeld	-4 485	-3 907
Innbetaling/utbetaling knyttet til finansielle eiendeler og finansiell gjeld	-20 740	3 891
Netto innbetaling/utbetaling fra statskassen	-15 039	26 168
<i>Herav tilførsel fra statskassen til SPU</i>	-45 836	-150 894
Innbetaling av forvaltningsgodtgjøring fra SPU	3 202	2 889
<b>Netto kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter</b>	<b>2 040</b>	<b>24 464</b>
<b>Investeringsaktiviteter</b>		
Netto utbetalinger til ikke-finansielle eiendeler og gjeld	-359	-250
<b>Netto kontantstrøm fra investeringsaktiviteter</b>	<b>-359</b>	<b>-250</b>
<b>Finansieringsaktiviteter</b>		
Utbetaling til statskassen fra overføringsfondet	-10 419	-
<b>Netto kontantstrøm fra finansieringsaktiviteter</b>	<b>-10 419</b>	<b>-</b>
<b>Netto endring i kontanter</b>		
Kontanter per 1. januar	32 306	6 294
Netto innbetaling/utbetaling av kontanter i perioden	-8 739	24 214
Gevinst/tap valuta på kontanter	-394	1 799
<b>Kontanter ved periodens slutt</b>	<b>23 173</b>	<b>32 307</b>



## REGNSKAPSPRINSIPP

Kontantstrømoppstillingen er utarbeidet etter den direkte metoden. Vesentlige kategorier av kontantinnbetalinger- og utbetalinger er presentert separat. Enkelte kategorier av kontantstrømmer, i hovedsak kjøp og salg av finansielle instrumenter, er presentert på nettobasis. Alle investeringsaktiviteter og forvaltningsgodtgjøringen for SPU presenteres som operasjonelle aktiviteter. Kontanter omfatter *Innskudd i banker* og *Kortsiktig innlån*.

Kontantoverføringer til SPU, i form av tilførsler fra den norske stat, anses som finansieringsaktiviteter i kontantstrømoppstillingen i regnskapet til SPU. I Norges Bank er tilførsler klassifisert som operasjonell aktivitet siden Norges Bank er forvalter av SPU.



# OPPSTILLING OVER ENDRINGER I EGENKAPITAL

Beløp i millioner kroner

	Kursreguleringsfond	Overføringsfond	Sum egenkapital
1. januar 2014	126 697	-	126 697
Totalresultat	57 940	31 258	89 198
Overført til Annen gjeld	-	-10 419	-10 419
<b>31. desember 2014</b>	<b>184 637</b>	<b>20 839</b>	<b>205 476</b>
1. januar 2015	184 637	20 839	205 476
Totalresultat	7 541	58 928	66 469
Overført til Annen gjeld	-	-26 589	-26 589
<b>31. desember 2015</b>	<b>192 178</b>	<b>53 178</b>	<b>245 356</b>



## REGNSKAPSPRINSIPP

Egenkapitalen til Norges Bank består av et kursreguleringsfond og et overføringsfond. Kursreguleringsfondet utgjør bankens bundne egenkapital og overføringsfondet utgjør grunnlaget for overføring til statskassen. Egenkapitalen i Norges Bank er regulert av retningslinjer for avsetning og disponering av Norges Banks resultat, fastsatt i statsråd 7. februar 1986, senest endret ved kgl. res. 6. desember 2002, som følger:

1. Av Norges Banks overskudd avsettes til kursreguleringsfondet inntil dette har nådd 5 prosent av bankens fordringer i norske verdipapirer\* og 40 prosent av bankens netto valutareserver unntatt immuniseringsporteføljen\*\* og de midler som forvaltes for Statens petroleumsfond\*\*\*, andre fordringer på / forpliktelser overfor utlandet\*\*\*\* og eventuelt andre engasjementer som av hovedstyret vurderes å ha ikke ubetydelig kursrisiko. Immuniseringsporteføljen svarer til den del av Norges Banks valutareserver som er skilt ut som egen portefølje der avkastning godskrives/belastes staten i samme års regnskap. Det samme gjelder for porteføljen til Statens petroleumsfond. Dersom kursreguleringsfondet er større enn det som følger av forholdstallene nevnt under punkt 1, første avsnitt, skal det overskytende tilbakeføres til resultatregnskapet.

2. Dersom kursreguleringsfondet faller under 25 prosent av bankens netto valutareserver unntatt immuniseringsporteføljen og de midler som forvaltes for Statens petroleumsfond, og andre fordringer på / forpliktelser overfor utlandet ved utgangen av året, skal det tilbakeføres tilgjengelige midler fra overføringsfondet til Norges Banks regnskap inntil kursreguleringsfondet når full størrelse i henhold til punkt 1.

3. Eventuelt overskudd etter avsetning til, eller tilførsel fra kursreguleringsfondet, avsettes til overføringsfondet.

4. Eventuelle underskudd i Norges Banks regnskap etter disposisjoner nevnt under punkt 2 dekkes ved overføringer fra kursreguleringsfondet.

5. Fra overføringsfondet overføres ved hvert årsoppgjør til statskassen et beløp svarende til en tredjedel av innestående midler i overføringsfondet.

\* Banken har ingen norske verdipapirer per 31. desember 2015

\*\* Immuniseringsporteføljen er ikke i bruk per 31. desember 2015

\*\*\* Statens pensjonsfond utland (SPU)

\*\*\*\* I all hovedsak netto fordring/gjeld mot IMF

# NOTER

## NOTE 1 GENERELL INFORMASJON

### 1. INNLEDNING

Norges Bank er sentralbanken i Norge. Norges Bank utfører viktige samfunnsoppgaver og forvalter store verdier på vegne av fellesskapet. Gjennom sentralbankvirksomheten skal Norges Bank fremme økonomisk stabilitet i landet. Banken skal være et utøvende og rådgivende organ for penge-, kreditt- og valutapolitikken og skal bidra til robuste og effektive betalings-systemer og finansmarkeder. Banken forvalter landets valutareserver og Statens pensjonsfond utland (SPU).

SPU skal støtte statlig sparing for finansiering av fremtidige utgifter og underbygge langsiktige hensyn ved bruk av Norges petroleumsinntekter. Stortinget har fastsatt rammene i lov om Statens pensjonsfond, og Finansdepartementet har det formelle ansvaret for fondets forvaltning. SPU forvaltes av Norges Bank på vegne av Finansdepartementet i henhold til lov om Statens pensjonsfond § 2 annet ledd og mandat for forvaltning av Statens pensjonsfond utland fastsatt av Finansdepartementet. Hovedstyret i Norges Bank har delegert gjennomføringen av forvaltningsoppdraget til Norges Bank Investment Management (NBIM).

Finansdepartementet har plassert fondsmidlene til forvaltning av SPU som et kroneinnskudd på en særskilt konto i Norges Bank (*kronekontoen*). Banken skal i eget navn videreplassere krone-

kontoen i en investeringsportefølje bestående av aksjer, rentepapirer og fast eiendom. SPU er i sin helhet investert utenfor Norge.

I henhold til mandat for forvaltningen foretas overføringer til og fra kronekontoen. Når Statens petroleumsinntekter overstiger Statens oljepengebruk over statsbudsjettet vil det gjøres innskudd på kronekontoen. I motsatte tilfeller vil det kunne gjøres uttak. Overføringer til og fra kronekontoen medfører en tilsvarende endring i *Eiers kapital* i SPU.

Norges Bank bærer ingen økonomisk risiko knyttet til verdiutviklingen i SPU. Den oppnådde avkastningen ved forvaltningen, etter fradrag for godtgjørelse til Norges Bank, blir i sin helhet henført til kronekontoen og påvirker derfor ikke totalresultatet eller egenkapitalen til Norges Bank. Den forvaltede investeringsporteføljen tilsvarer det til enhver tid innstående beløp på kronekontoen. Nettoverdien av investeringsporteføljen presenteres på egen linje som en eiendel i Norges Banks balanse, og kronekontoen presenteres tilsvarende som en forpliktelse til Finansdepartementet.

### 2. GODKJENNING AV ÅRSREGNSKAPET

Årsregnskapet til Norges Bank for 2015, som omfatter regnskapsrapporteringen for SPU, ble godkjent av hovedstyret 10. februar 2016 og fastsatt av representantskapet 3. mars 2016.

## NOTE 2 REGNSKAPSPRINSIPPER

### HENVISNINGER TIL REGNSKAPSPRINSIPP, VESENTLIG ESTIMAT OG SKJØNNMESSIGE VURDERINGER

Denne noten beskriver regnskapsprinsipper, vesentlige estimater og skjønsmessige vurderinger som gjelder hele regnskapet. Øvrige regnskapsprinsipper, vesentlige estimater og skjønsmessige vurderinger er beskrevet i de respektive oppstillingene og notene.

### FORKLARING TIL VESENTLIG ESTIMAT OG SKJØNNMESSIGE VURDERINGER

Utarbeidelsen av regnskapet innebærer bruk av estimater og skjønsmessige vurderinger som kan påvirke eiendeler, forpliktelser, inntekter og kostnader. Estimater og skjønsmessige vurderinger baseres på tidligere erfaringer og forventninger om fremtidige hendelser som anses å være sannsynlige på det tidspunktet regnskapet avlegges. Estimatenes er basert på beste skjønn, men faktisk resultat kan avvike fra estimatet.

### 1. GRUNNLAG FOR UTARBEIDELSE

Årsregnskapet til Norges Bank er i henhold til sentralbankloven § 30, annet ledd, avlagt etter regnskapsloven og forskrift om årsregnskap m.m. for Norges Bank, som er fastsatt av Finansdepartementet.

Forskriften krever at Norges Banks regnskap skal utarbeides i samsvar med International Financial Reporting Standards (IFRS) som fastsatt av EU, men fastsetter særskilte krav til presentasjon av SPU og datterselskaper. Norges Banks regnskap omfatter regnskapsrapportering for SPU, se note 20 *Statens pensjonsfond utland (SPU)*. I henhold til forskrift om årsregnskap m.m. for Norges Bank, skal regnskapsrapportering for SPU utarbeides i samsvar med International Financial Reporting Standards (IFRS), som fastsatt av EU.

Årsregnskapet utarbeides med regnskapsavslutning per 31. desember. Det er presentert i norske kroner og avrundet til nærmeste million.

### 2. ENDRINGER I REGNSKAPSPRINSIPPER OG NYE/ENDREDE STANDARDER OG FORTOLKNINGER

De anvendte regnskapsprinsipper er konsistente med prinsippene i forrige regnskapsår. Det er ingen nye eller endrede IFRS standarder og fortolkninger som har trådt i kraft for regnskapsåret som startet 1. januar 2015 som har hatt vesentlig påvirkning på regnskapet.

### 3. REGNSKAPSPRINSIPPER SOM GJELDER HELE REGNSKAPET

#### 3.1 Datterselskaper

Det er etablert datterselskaper som utelukkende utgjør investeringer som ledd i forvaltningen av SPU. Disse datterselskapene er enheter der SPU har kontroll. Vesentlige datterselskaper er oppført i note 20.15 *Interesser i andre foretak*.

IFRS 10 *Konsernregnskap* er anvendt. IFRS 10 definerer en investeringsenhet og innfører et pliktig unntak fra konsolidering for investeringsenheter.

### ! SKJØNNMESSIG VURDERING

SPU er en investeringsenhet basert på følgende:

- a) SPU mottar midler fra den norske stat, som er en nærstående part og eneste eier, og leverer profesjonelle investeringstjenester i form av forvaltningen av fondet, til den norske stat,
- b) SPU er forpliktet overfor den norske stat til å investere utelukkende for verdistigning og kapitalinntekter,
- c) SPU måler og evaluerer avkastning for alle investeringer utelukkende basert på virkelig verdi.

En investeringsenhet skal ha en strategi som definerer tidshorizonten for realisering av investeringene. SPU har en svært lang tidshorizont. Etter en samlet vurdering er det konkludert med at SPU oppfyller kriteriene i definisjonen av en investeringsenhet.

Datterselskaper som yter investeringsrelaterte tjenester for SPU og som ikke er investeringsenheter konsolideres i regnskapet til SPU. Andre datterselskaper blir målt til virkelig verdi over resultatet i tråd med unntak fra konsolidering for investeringsenheter.

#### **Datterselskaper målt til virkelig verdi over resultatet**

Datterselskaper målt til virkelig verdi over resultatet er presentert i balansen som *Unotert eiendom*. Datterselskapene investerer, gjennom andre selskaper, utelukkende i fast eiendom. For ytterligere informasjon om regnskapsprinsipper for finansielle eiendeler som er anvendt for datterselskaper målt til virkelig verdi over resultatet, se punkt 3.3. Se note 20.6 for regnskapsprinsipper knyttet til unotert eiendom.

#### **Konsoliderte datterselskaper**

Konsoliderte datterselskaper yter investeringsrelaterte tjenester for SPU i forbindelse med forvaltning av unoterte eiendomsinvesteringer. Disse selskapene eier ikke, hverken direkte eller indirekte, investeringer i eiendom. Konserninterne transaksjoner og mellomværende elimineres ved konsolidering.

### 3.2 Valuta

Den funksjonelle valutaen er norske kroner. Valutakursen på transaksjonstidspunktet benyttes ved regnskapsføring av transaksjoner i utenlandsk valuta. Eiendeler og gjeld i utenlandsk valuta omregnes til norske kroner med valutakurser på balansedagen. Regnskapet presenteres i norske kroner.

I resultatregnskapet er valutaelementet knyttet til realiserte og urealiserte gevinster og tap på eiendeler og gjeld skilt ut og presentert på egen linje. Periodens valutakursregulering estimeres basert på opprinnelig kostpris i valuta og endring i valutakurser mellom balansedagen og kjøpstidspunktet, eller forrige balansedag for finansielle instrumenter kjøpt i tidligere perioder. Ved realisasjon legges valutakursen på transaksjonstidspunktet til grunn.

### ! VESENTLIGE ESTIMATER

Gevinster og tap på verdipapirer og finansielle derivater er basert på endringer i verdipapirets/instrumentets kurs (før gevinst/tap valuta) og endringer i valutakurser (gevinst/tap valuta). Disse presenteres separat i resultatregnskapet. Metoden for å fordele total gevinst/tap i norske kroner, til et verdipapirelement og et valutaelement, er et estimat. Forskjellige metoder vil kunne gi forskjellige utslag for fordelingen.

#### *Valutaelement*

Urealisert gevinst/tap som skyldes endringer i valutakurs beregnes basert på beholdningens kostpris i utenlandsk valuta og endringen i valutakurs fra kjøpstidspunktet til balansedagen. Dersom beholdningen er anskaffet i en tidligere periode, vil gevinst/tap for tidligere perioder som allerede er resultatført trekkes fra for å komme frem til periodens gevinst/tap. Tilsvarende benyttes valutakurs på salgstidspunktet i stedet for balansedagens valutakurs, for realiserte gevinster og tap, og tidligere resultatført urealisert gevinst/tap for beholdningen reverseres i gjeldende periode.

#### *Verdipapirelement*

Urealiserte gevinster og tap som skyldes endringer i verdipapirets kurs beregnes basert på endring i verdipapirets kurs fra kjøpstidspunktet til balansedagen og balansedagens valutakurs. Gevinster og tap resultatført i tidligere perioder trekkes fra for å komme frem til periodens gevinst/tap fra endringer i verdipapirkurser. Realiserte gevinster og tap fra endringer i verdipapirkurser baseres på prisen beholdningen blir solgt til, i motsetning til balansedagens kurs, og tidligere resultatførte urealiserte gevinster og tap reverseres.

### 3.3 Finansielle eiendeler og forpliktelser

#### *Innregning og fraregning*

Finansielle eiendeler eller forpliktelser innregnes i balansen ved inngåelse som part i instrumentets kontraktsmessige betingelser, eventuelt når risiko og avkastning overføres dersom dette er et annet tidspunkt. Transaksjoner blir innregnet på handledato i tilfeller hvor kjøp eller salg av instrumentet skjer til vilkår som innebærer oppgjør på normale markedsvilkår.

Finansielle eiendeler fraregnes når de kontraktsmessige rettighetene til kontantstrømmene opphører, eller når den finansielle eiendelen og det vesentligste av risiko og avkastning knyttet til eierskap av eiendelen overføres. Ved fraregning tilordnes gjennomsnittlig anskaffelseskost. Se note 20.11 *Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse* for spesifisering av overførte eiendeler som ikke er fraregnet.

Finansielle forpliktelser blir fraregnet når den kontraktsmessige forpliktelsen har blitt oppgjort, er utgått eller har blitt kansellert.

#### *Klassifisering*

Finansielle eiendeler og forpliktelser måles til virkelig verdi ved førstegangsinnregning og alle finansielle eiendeler og forpliktelser blir klassifisert avhengig av type instrument, kontraktuelle betingelser og hensikten med investeringen i samsvar med IAS 39 *Finansielle instrumenter: Innregning og måling*.

#### *Virkelig verdi over resultatet (virkelig verdi opsjon)*

Finansielle eiendeler og forpliktelser som styres og følges opp på bakgrunn av virkelig verdi i samsvar med en dokumentert risikostyrings- eller investeringsstrategi blir klassifisert ved førstegangsinnregning i kategorien *virkelig verdi over resultatet*. Dette innebærer at det benyttes en virkelig verdi forretningsmodell for porteføljene som omfatter disse finansielle eiendelene og/eller forpliktelsene, og at det overordnede målet er å oppnå gevinster på lengre sikt knyttet til endringer i virkelig verdi. Finansielle eiendeler og forpliktelser blir i all hovedsak klassifisert til virkelig verdi over resultatet.

#### **Holdt for handelsformål**

Finansielle eiendeler og forpliktelser som er finansielle derivater blir klassifisert ved førstegangsinnregning i kategorien *holdt for handelsformål*.

#### **Lån og fordringer**

Finansielle eiendeler og forpliktelser som ikke er klassifisert som *virkelig verdi over resultatet* eller *holdt for handelsformål* blir klassifisert ved førstegangsinnregning som *lån og fordringer*.

### **4. NYE STANDARDER MED VIRKNING FRA 2016 ELLER SENERE**

Vedtatte IASB-standarder og IFRIC-fortolkninger med ikrafttredelsesdato fra 2016 eller senere:

#### **IFRS 9 Finansielle instrumenter**

IFRS 9 inneholder krav for innregning, måling, nedskrivning og fraregning av finansielle instrumenter som erstatter IAS 39 *Finansielle instrumenter: Innregning og måling*.

Etter IFRS 9 skal finansielle eiendeler som inneholder vanlige lånevilkår regnskapsføres til amortisert kost, med mindre forretningsmodellen tilsier at de skal føres til virkelig verdi. Andre finansielle eiendeler skal regnskapsføres til virkelig verdi.

Klassifiserings- og målereglerne for finansielle forpliktelser etter IFRS 9 er en videreføring av IAS 39, med unntak for finansielle forpliktelser utpekt til virkelig verdi over resultat (virkelig verdi opsjon), hvor verdiendringer knyttet til egen kredittrisiko skilles ut og føres over andre inntekter og kostnader (totalresultat).

Det er forventet at finansielle eiendeler og forpliktelser vil kvalifisere for virkelig verdimåling etter IFRS 9 per 31. desember 2015. Unntaket er enkelte poster målt til amortisert kost i balansen. Implementering av IFRS 9 antas på dette tidspunktet imidlertid ikke å medføre vesentlige endringer på disse postene.

Ikrafttredelsestidspunktet satt av IASB for IFRS 9 er perioder som starter 1. januar 2018 eller senere. Det forventes at standarden vil bli anvendt når den er vedtatt og godkjent av EU. Implementering av IFRS 9 forventes ikke å medføre vesentlige endringer i klassifisering, innregning eller måling for regnskapsrapporteringen på overgangstidspunktet.

## NOTE 3 INNTEKT/KOSTNAD FRA AKSJER OG ANDELER, OBLIGASJONER OG ANDRE RENTEBÆRENDE VERDIPAPIRER



### REGNSKAPSPRINSIPP

*Utbytte* innregnes på det tidspunkt utbytte er formelt vedtatt av generalforsamlingen eller tilsvarende beslutningsorgan.

*Realisert gevinst/tap* utgjør beløp realisert når eiendeler eller forpliktelser blir fraregnet. Realiserte gevinster/tap inkluderer transaksjonskostnader som resultatføres når de påløper. Transaksjonskostnader er definert som alle kostnader som er direkte henførbare til den gjennomførte transaksjonen. For investeringer i *Aksjer og andeler* samt *Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer* omfatter dette normalt kurtasje og dokumentavgift.

*Urealisert gevinst/tap* utgjør endringer i virkelig verdi i perioden for den relaterte balansepost som ikke kan tilskrives de tidligere omtalte kategoriene.

Renteinntekter innregnes etter hvert som de opptjenes. Rentekostnader innregnes etter hvert som de påløper.

Tabell 3.1 og 3.2 spesifiserer inntekts- og kostnadselementer, for henholdsvis *Aksjer og andeler* og *Obligasjoner og andre rentebærende*

*verdipapirer*, hvor totalene viser beløpet innregnet i resultatregnskapet for den aktuelle resultatlinjen.

Tabell 3.1 Inntekt/kostnad fra aksjer og andeler

Beløp i millioner kroner

	2015	2014
Utbytte	3 731	3 045
Realisert gevinst/tap	5 948	3 752
Urealisert gevinst/tap	564	11 861
<b>Inntekt/kostnad fra aksjer og andeler før gevinst/tap valuta</b>	<b>10 243</b>	<b>18 658</b>

Tabell 3.2 Inntekt/kostnad fra obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer

Beløp i millioner kroner

	2015	2014
Renter	5 066	5 090
Realisert gevinst/tap	5 504	-692
Urealisert gevinst/tap	-7 997	9 260
<b>Inntekt/kostnad fra obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer før gevinst/tap valuta</b>	<b>2 573</b>	<b>13 658</b>

## SKATTEKOSTNAD

Skattekostnadene består av skatt som omfattes av IAS 12 Inntektsskatt og består av inntektsskatt som Norges Bank ikke får refundert gjennom lokale skatteregler eller skatteavtaler. Dette gjelder kildeskatt på utbytte, som med-

fører skattekostnad tilknyttet valutareservene. Skattekostnaden for 2015 utgjorde 42 millioner kroner mot 47 millioner kroner i 2014.

Regnskapsprinsipper for skatt er spesifisert i note 20.9 Skatt.

## NOTE 4 BEHOLDNING AV AKSJER OG ANDELER, OBLIGASJONER OG ANDRE RENTEBÆRENDE VERDIPAPIRER



### REGNSKAPSPRINSIPP

Investeringer i aksjer, andeler, obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer er klassifisert ved førstegangsinnregning som *virkelig verdi over resultatet* og måles i balansen til *virkelig verdi*.

Opptjente og påløpte utbytter og renter presenteres i balansen på samme linje som den tilhørende finansielle eiendelen eller forpliktelsen og er spesifisert i tabellene 4.1 og 4.2.

Utlånte aksjer, andeler og obligasjoner presenteres separat. For mer informasjon om utlånte instrumenter, se note 8 *Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse*.

For ytterligere informasjon om måling av aksjer, obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer, se note 6 *Måling til virkelig verdi*.

Endringer i virkelig verdi resultatføres og er spesifisert i note 3 *Inntekt/kostnad fra aksjer og andeler, obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer*.

Tabell 4.1 Aksjer og andeler

Beløp i millioner kroner

	31.12.2015		31.12.2014	
	Virkelig verdi inkl. utbytte	Opptjent utbytte	Virkelig verdi inkl. utbytte	Opptjent utbytte
Aksjer og andeler	169 522	195	140 425	260
Herav utlånte aksjer	5 108	-	6 404	-



Tabell 4.2 Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer

Beløp i millioner kroner

	31.12.2015			31.12.2014		
	Nominell verdi*	Virkelig verdi inkl. opp-tjente renter	Opp-tjente renter	Nominell verdi*	Virkelig verdi inkl. opp-tjente renter	Opp-tjente renter
Statsobligasjoner	247 672	267 458	1 676	215 697	236 986	1 999
Selskapsobligasjoner	330	8	-	321	35	-
Pantesikrede obligasjoner	372	-	-	194	-	-
Statskasseveksler	-	-	-	1 884	1 884	-
<b>Sum obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer</b>	<b>248 374</b>	<b>267 466</b>	<b>1 676</b>	<b>218 096</b>	<b>238 905</b>	<b>1 999</b>

\* Nominell verdi er omregnet til norske kroner ved bruk av balansedagens kurs. Nominell verdi består av pålydende verdi av instrumentet eller hovedstol.

Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer på Norges Banks balanse er i sin helhet knyttet til forvaltningen av valutareservene. Norges Bank utsteder statsgjeld og inngår finansielle kontrakter innenfor statsgjeldforvaltningen

i Finansdepartementets navn. Transaksjoner knyttet til statsgjeldforvaltningen regnskapsføres i statsregnskapet og ikke på Norges Banks balanse.

## NOTE 5 VALUTARESERVER

### RAMMEVERK FOR FORVALTNING AV NORGES BANKS VALUTARESERVER

Norges Banks valutareserver skal kunne brukes som ledd i gjennomføringen av pengepolitikken, ut fra hensynet til finansiell stabilitet og for å møte Norges Banks internasjonale forpliktelser overfor IMF og enkeltland. Reservene er delt inn i en langsiktig portefølje, en pengemarkedsportefølje og en petrobufferportefølje. Den langsiktige porteføljen forvaltes av Norges Bank Investment Management, mens pengemarkedsporteføljen og petrobufferporteføljen forvaltes av Norges Bank Markeder og banktjenester.

Valutareservene skal være plassert slik at minst 10 milliarder SDR (internasjonal valuta opprettet av IMF), herunder hele pengemarkedsporteføljen, innen en handledag skal kunne benyttes uten å måtte realisere tap av betydning.

Den langsiktige porteføljen skal plasseres i aksjer og rentebærende papirer. Referanseindeksen for den langsiktige porteføljen er satt sammen av globale indekser for aksjer og

obligasjoner. Aksjeandelen i den strategiske referanseindeksen er 40 prosent.

Pengemarkedsporteføljen skal være mellom 3,5 og 4,5 milliarder SDR og investeres i kortsiktige renteinstrumenter. Referanseindeksen for pengemarkedsporteføljen er satt sammen av overnatten pengemarkedsindekser og statssertifikatindekser for amerikanske dollar og euro.

Petrobufferporteføljen skal motta statens kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten, sørge for en hensiktsmessig håndtering av statens behov for veksling mellom valuta og norske kroner og håndtere overføringer til / fra SPU. Ved beregning av valutatransaksjoner den kommende måneden skal det legges til grunn at forventet størrelse på petrobufferporteføljen ved utgangen av måneden ikke skal være mindre enn 5 milliarder kroner. Petrobufferporteføljen plasseres i kortsiktige renteinstrumenter. Det er ikke fastsatt noen referanseindeks for petrobufferporteføljen.

Tabell 5.1 og 5.2 viser resultat- og balanseoppstilling for valutareservene fordelt per portefølje. Valutareservene presenteres slik de operasjonelt

følges opp av Norges Bank, mindre avvik mot IMF's definisjon kan derfor forekomme.

Tabell 5.1 Valutareserver portefølje fordelt

Beløp i millioner kroner

Resultat	PORTEFØLJER			2015
	Lang-siktig	Penge-marked	Petro-buffer	Sum valuta-reserver
Netto inntekt/kostnad fra:				
- Aksjer og andeler	10 221	-	-	10 221
- Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	2 565	8	-	2 573
- Finansielle derivater	-29	-	-	-29
- Utlån med sikkerhetsstillelse	51	18	-	69
Renteinntekter og -kostnader fra innskudd og innlån i banker	-1	5	-12	-8
Skattekostnad	-42	-	-	-42
Andre finansielle inntekter / kostnader	1	-	-	1
<b>Netto inntekt fra finansielle instrumenter før gevinst/tap valuta</b>	<b>12 766</b>	<b>31</b>	<b>-12</b>	<b>12 785</b>
Gevinst/tap valuta	43 899	6 777	3 023	53 699
<b>Netto inntekt fra finansielle instrumenter</b>	<b>56 665</b>	<b>6 808</b>	<b>3 011</b>	<b>66 484</b>

Beløp i millioner kroner

Resultat	PORTEFØLJER			2014
	Lang-siktig	Penge-marked	Petro-buffer	Sum valuta-reserver
Netto inntekt/kostnad fra:				
- Aksjer og andeler	18 640	-	-	18 640
- Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	13 634	24	-	13 658
- Finansielle derivater	4	-	-	4
- Utlån med sikkerhetsstillelse	63	8	26	97
Renteinntekter og -kostnader fra innskudd og innlån i banker	-	1	1	2
Skattekostnad	-47	-	-	-47
Andre finansielle inntekter / kostnader	1	-	-1	-
<b>Netto inntekt fra finansielle instrumenter før gevinst/tap valuta</b>	<b>32 295</b>	<b>33</b>	<b>26</b>	<b>32 354</b>
Gevinst/tap valuta	41 705	8 013	7 594	57 312
<b>Netto inntekt fra finansielle instrumenter</b>	<b>74 000</b>	<b>8 045</b>	<b>7 620</b>	<b>89 666</b>

Tabell 5.2 Valutareserver porteføljevordelt

Beløp i millioner kroner

Balanse	PORTEFØLJER			31.12.2015
	Langsiktig	Pengemarked	Petrobuffer	Sum valuta-reserver
<b>FINANSIELLE EIENDELER</b>				
Innskudd i banker	40	16 480	6 486	23 006
Utlån med sikkerhetsstillelse	827	14 737	7 740	23 304
Uoppgjorte handler	9	-	-	9
Aksjer og andeler	164 213	-	-	164 213
Utlånte aksjer	5 108	-	-	5 108
Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	240 911	26 555	-	267 466
Finansielle derivater	3	1	5	9
Andre finansielle eiendeler	828	-	-	828
<b>Sum finansielle eiendeler</b>	<b>411 939</b>	<b>57 773</b>	<b>14 231</b>	<b>483 943</b>
<b>FINANSIELL GJELD</b>				
Innlån med sikkerhetsstillelse	827	-	-	827
Uoppgjorte handler	9	7 444	7 232	14 686
Finansielle derivater	-	-	-	-
Annen finansiell gjeld	-	-	248	248
<b>Sum finansiell gjeld</b>	<b>836</b>	<b>7 444</b>	<b>7 481</b>	<b>15 761</b>
<b>Netto valutareserver</b>	<b>411 103</b>	<b>50 329</b>	<b>6 750</b>	<b>468 182</b>

Beløp i millioner kroner

Balanse	PORTEFØLJER			31.12.2014
	Langsiktig	Pengemarked	Petrobuffer	Sum valuta-reserver
<b>FINANSIELLE EIENDELER</b>				
Innskudd i banker	361	5 574	26 286	32 221
Utlån med sikkerhetsstillelse	760	24 548	25 499	50 807
Uoppgjorte handler	720	-	-	720
Aksjer og andeler	133 821	-	-	133 821
Utlånte aksjer	6 404	-	-	6 404
Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	206 634	32 271	-	238 905
Finansielle derivater	8	-	19	27
Andre finansielle eiendeler	121	-	-	121
<b>Sum finansielle eiendeler</b>	<b>348 829</b>	<b>62 393</b>	<b>51 804</b>	<b>463 026</b>
<b>FINANSIELL GJELD</b>				
Innlån med sikkerhetsstillelse	762	-	-	762
Uoppgjorte handler	755	12 495	-	13 250
Finansielle derivater	-	1	-	1
Annen finansiell gjeld	1	-	384	385
<b>Sum finansiell gjeld</b>	<b>1 518</b>	<b>12 496</b>	<b>384</b>	<b>14 398</b>
<b>Netto valutareserver</b>	<b>347 311</b>	<b>49 897</b>	<b>51 420</b>	<b>448 628</b>

Tabell 5.3 viser valutareservene fordelt på årets mest benyttede valutaer.

Tabell 5.3 Valutareserver valutafordelt

Beløp i millioner kroner

	USD	EUR	GBP	JPY	CHF	CAD	Andre	31.12.2015 SUM
<b>FINANSIELLE EIENDELER</b>								
Innskudd i banker	16 305	6 669	13	30	-	-	-11	23 006
Utlån med sikkerhetsstillelse	6 305	16 999	-	-	-	-	-	23 304
Uoppgjorte handler	8	-1	-	2	-	-	-	9
Aksjer og andeler	98 965	19 881	11 861	15 671	6 484	4 496	6 855	164 213
Utlånte aksjer	895	1 055	49	1 919	29	26	1 135	5 108
Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	127 166	92 559	23 740	24 000	-	-	-	267 466
Finansielle derivater	6	3	-	-	-	-	-	9
Andre finansielle eiendeler	1 156	-261	1	140	-213	38	-33	828
<b>Sum finansielle eiendeler</b>	<b>250 807</b>	<b>136 904</b>	<b>35 664</b>	<b>41 762</b>	<b>6 300</b>	<b>4 560</b>	<b>7 946</b>	<b>483 943</b>
<b>FINANSIELL GJELD</b>								
Innlån med sikkerhetsstillelse	827	-	-	-	-	-	-	827
Uoppgjorte handler	2 494	12 190	-	2	-	-	-	14 686
Finansielle derivater	-	-	-	-	-	-	-	-
Annen finansiell gjeld	248	-	-	-	-	-	-	248
<b>Sum finansiell gjeld</b>	<b>3 569</b>	<b>12 190</b>	<b>-</b>	<b>2</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>15 761</b>
<b>Netto valutareserver</b>	<b>247 238</b>	<b>124 714</b>	<b>35 664</b>	<b>41 760</b>	<b>6 300</b>	<b>4 560</b>	<b>7 946</b>	<b>468 182</b>

Beløp i millioner kroner

	USD	EUR	GBP	JPY	CHF	CAD	Andre	31.12.2014 SUM
<b>FINANSIELLE EIENDELER</b>								
Innskudd i banker	7 862	24 062	6	119	-	93	79	32 221
Utlån med sikkerhetsstillelse	44 921	5 886	-	-	-	-	-	50 807
Uoppgjorte handler	655	36	29	-	-	-	-	720
Aksjer og andeler	78 443	14 487	10 785	9 816	4 574	5 192	10 524	133 821
Utlånte aksjer	2 515	657	10	2 193	47	32	950	6 404
Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	116 716	81 863	21 254	19 072	-	-	-	238 905
Finansielle derivater	16	10	-	-	-	-	1	27
Andre finansielle eiendeler	340	-246	-64	-	-42	26	107	121
<b>Sum finansielle eiendeler</b>	<b>251 468</b>	<b>126 755</b>	<b>32 020</b>	<b>31 200</b>	<b>4 579</b>	<b>5 343</b>	<b>11 661</b>	<b>463 026</b>
<b>FINANSIELL GJELD</b>								
Innlån med sikkerhetsstillelse	756	-	6	-	-	-	-	762
Uoppgjorte handler	11 356	1 843	42	18	-	-21	12	13 250
Finansielle derivater	-	1	-	-	-	-	-	1
Annen finansiell gjeld	384	-	1	-	-	-	-	385
<b>Sum finansiell gjeld</b>	<b>12 496</b>	<b>1 844</b>	<b>49</b>	<b>18</b>	<b>-</b>	<b>-21</b>	<b>12</b>	<b>14 398</b>
<b>Netto valutareserver</b>	<b>238 972</b>	<b>124 911</b>	<b>31 971</b>	<b>31 182</b>	<b>4 579</b>	<b>5 364</b>	<b>11 649</b>	<b>448 628</b>

## NOTE 6 MÅLING TIL VIRKELIG VERDI



### REGNSKAPSPRINSIPP

Alle eiendeler og forpliktelser presentert som *Aksjer og andeler, Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer, Finansielle derivater, Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse, Innskudd i banker og Avgitt og mottatt kontantsikkerhet* er holdt til virkelig verdi i balansen.

Virkelig verdi, som definert i IFRS 13 *Måling til virkelig verdi*, er den pris som ville blitt oppnådd ved salg av en eiendel eller betalt for å overføre en forpliktelse i en velordnet transaksjon mellom markedsdeltakere på måletidspunktet.

### 1. INNLEDNING

Virkelig verdi for majoriteten av eiendeler og gjeld er basert på offisielle sluttkurser og observerbare markedspriser. Dersom markedet for et verdipapir eller en eiendel ikke er aktivt, fastsettes virkelig verdi ved hjelp av standard verdsettelsesmodeller. Måling til virkelig verdi innebærer verdsettelsesusikkerhet, hovedsakelig på grunn av ikke-observerbare inndata som brukes i verdsettelsesmodeller. Verdsettelsesrisikoen følges opp av kontrollmiljøet i Norges Bank som regulerer måling til virkelig verdi. Dette er beskrevet i punkt 6 i denne noten.

### 2. VERDSETTELSESUSIKKERHET OG HIERARKIET FOR VIRKELIG VERDI

Alle verdipapirene i valutareservene har blitt inndelt i kategorier for nivået på vurdert verdsettelsesusikkerhet, presentert i tabell 6.1. Inndelingen er basert på vurdert verdsettelsesusikkerhet:

- Nivå 1 består av eiendeler som er verdsatt basert på observerbare priser i aktive markeder og anses å ha svært begrenset verdsettelsesusikkerhet.

- Eiendeler og gjeldsposter som er klassifisert som nivå 2 verdsettes ved bruk av modeller og observerbare markedsdata. Inndata anses som observerbare dersom de kan bli direkte observert fra transaksjoner i et aktivt marked, eller dersom det er klare eksterne tegn på en gjennomførbar salgspris. Investeringer klassifisert som nivå 2 innehar noe verdsettelsesusikkerhet.
- Eiendeler klassifisert som nivå 3 er verdsatt ved bruk av modeller som i vesentlig grad bruker ikke-observerbare inndata. Dette innebærer en betydelig usikkerhet rundt fastsettelsen av virkelig verdi.

En oversikt over modeller og verdsettelsesmetoder med sine respektive observerbare og ikke-observerbare inndata, kategorisert per type instrument er beskrevet i punkt 4 i denne noten.



### VESENTLIG ESTIMAT

Nivå 3 investeringer består av instrumenter holdt til virkelig verdi, men som ikke handles eller prises i et aktivt marked. Virkelig verdi er fastsatt ved bruk av verdsettelsesteknikker som bruker modeller med ikke-observerbare inndata. Dette innebærer en betydelig usikkerhet rundt fastsettelsen av virkelig verdi.

Tabell 6.1 allokerer investeringene i nivåer for vurdert verdsettelsesusikkerhet og inkluderer alle balanselementer verdsatt til virkelig verdi.

Tabell 6.1 Spesifikasjon investeringer på nivåer for prisusikkerhet

Beløp i millioner kroner

	Nivå 1		Nivå 2		Nivå 3		Totalt	
	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014
Aksjer*	168 801	139 759	520	460	-	6	169 321	140 225
Statsobligasjoner	267 457	236 986	-	-	-	-	267 457	236 986
Selskapsobligasjoner	-	7	-	-	8	28	8	35
Statskasseveksler	-	1 884	-	-	-	-	-	1 884
<b>Sum obligasjoner</b>	<b>267 457</b>	<b>238 877</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>8</b>	<b>28</b>	<b>267 465</b>	<b>238 905</b>
Finansielle derivater (eiendeler)	9	27	-	-	-	-	9	27
Finansielle derivater (gjeld)	-	-1	-	-	-	-	-	-1
<b>Sum finansielle derivater</b>	<b>9</b>	<b>26</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>9</b>	<b>26</b>
Annet**	-	-	31 387	69 412	-	-	31 387	69 412
<b>Totalt</b>	<b>436 267</b>	<b>378 662</b>	<b>31 907</b>	<b>69 872</b>	<b>8</b>	<b>34</b>	<b>468 182</b>	<b>448 568</b>
<b>Totalt (prosent)</b>	<b>93,2</b>	<b>84,4</b>	<b>6,8</b>	<b>15,6</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

\* Aksjer inkluderer kun aksjer tilknyttet valutareservene.

\*\* Annet består av andre eiendeler og forpliktelser begrenset til pengemarkedsinstrumenter, herunder gjensalgsvtaler, innskudd i banker, kortsiktig innlån, uoppgjorte handler, avgitt og mottatt kontantsikkerhet og andre eiendeler og gjeld.

Verdsettelsesusikkerheten for valutareservene totalt ved utgangen av 2015 er i hovedsak uendret sammenlignet med utgangen av 2014. Majoriteten av den totale porteføljen er forbundet med lav verdsettelsesrisiko og klassifisert som nivå 1. Nesten alle aksjer (99,7 prosent) er klassifisert som nivå 1. Prisingen av obligasjoner er mer usikker og kompleks enn prising av aksjer. Norges Bank gjør analyser for å avdekke i hvilken

grad det har vært transaksjoner og pristransparens med tilhørende likviditet i markedet for forskjellige typer obligasjoner og for en rekke enkeltpapirer på rapporteringstidspunktene. Alle statsobligasjoner i porteføljen er allokert til nivå 1, og er således verdsatt med observerbare markedskurser.

### 3. BEVEGELSER MELLOM NIVÅER I HIERARKIET

#### Nivå 3 analyse

Tabell 6.2 viser en avstemming av endringer i balansestørrelser for alle nivå 3 beholdninger.

Tabell 6.2 Spesifikasjon endringer i nivå 3 beholdninger

Beløp i millioner kroner

	01.01.2015	Netto gevinst/ tap	Kjøp	Salg	Forfalte og inn- betalte	Overført til nivå 3	Overført fra nivå 3	Gevinst/ tap valuta	31.12.2015
Aksjer	6	-6	-	-	-	-	-	-	-
Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	28	-22	-	-	-	-	-	2	8
<b>Totalt</b>	<b>34</b>	<b>-28</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>2</b>	<b>8</b>

Beløp i millioner kroner

	01.01.2014	Netto gevinst/ tap	Kjøp	Salg	Forfalte og inn- betalte	Overført til nivå 3	Overført fra nivå 3	Gevinst/ tap valuta	31.12.2014
Aksjer	1	-	5	-1	-	1	-	-	6
Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	43	-31	-	-	-16	-	-9	41	28
<b>Totalt</b>	<b>44</b>	<b>-31</b>	<b>5</b>	<b>-1</b>	<b>-16</b>	<b>1</b>	<b>-9</b>	<b>41</b>	<b>34</b>

Beholdninger allokert til nivå 3 i verdsettelses-hierarkiet har gått ned med 26 millioner kroner i løpet av 2015, hvilket er uendret relativt sett med størrelsen på valutareservene. Hovedgrunnen til reduksjonen var netto tap for obligasjoner og aksjer.

#### 4. VERDSETTELSESMETODER

Norges Bank har definert hierarkier for hvilke priskilder som skal brukes i verdsettelsen. Beholdninger som finnes i referanseindeksene verdsettes normalt i henhold til indeksleverandørenes priser, mens de resterende beholdningene av aksjer og obligasjoner verdsettes nesten utelukkende ved bruk av priser fra andre anerkjente eksterne leverandører. I det neste avsnittet presenteres verdsettelsesteknikkene som blir brukt for instrumenter klassifisert som nivå 2 og nivå 3 i verdsettelseshierarkiet. Videre beskrives de vesentligste observerbare og ikke-observerbare inndata som blir brukt i verdsettelsesmodellene og deres sammenheng med

sensitivitetstesting av instrumenter klassifisert som nivå 3.

#### Aksjer og andeler (nivå 2 og nivå 3)

Aksjer og andeler som er verdsatt basert på modeller med observerbar inndata fra leverandører i henhold til prishierarkiet er klassifisert som nivå 2. Disse beholdningene er ofte instrumenter som ikke blir handlet daglig eller noterte aksjer som er suspendert fra handel. Verdsettelsesmodellene hensyntar flere typer observerbar inndata som pris på sammenlignbare aksjer, når aksjen sist var omsatt, volum og bakgrunn for suspensjon.

Unoterte aksjer og andeler verdsettes ved bruk av diskonterte kontantstrømsteknikker som benytter ikke-observerbar inndata som estimert fremtidig inntjening og diskonteringsrenter. Andre nivå 3 beholdninger av aksjer og andeler, som illikvide beholdninger eller aksjer som har vært suspendert for en lengre periode er hoved-

sakelig verdsatt basert på regresjonsanalyse, avhengig av omstendighetene rundt beholdningen.

#### Obligasjoner (nivå 3)

Obligasjoner som er verdsatt av eksterne prisleverandører basert på modeller med utstrakt

bruk av ikke-observerbar inndata som sannsynlighet for fremtidige kontantstrømmer, utdaterte indirekte prisnoteringer på sammenlignbare utstedelser, og differanse mot referansekurver er klassifisert som nivå 3. Disse beholdningene inkluderer misligholdte og illikvide obligasjoner.

## 5. SENSITIVITETSANALYSE FOR NIVÅ 3 BEHOLDNINGER

Tabell 6.3 Ytterligere spesifisering nivå 3 sensitivitet

Beløp i millioner kroner

	Spesifisering nivå 3 per 31.12.2015	Ufordelaktige endringer	2015 Fordelaktige endringer
Aksjer	-	-	-
Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	8	-2	2
<b>Totalt</b>	<b>8</b>	<b>-2</b>	<b>2</b>

Beløp i millioner kroner

	Spesifisering nivå 3 per 31.12.2014	Ufordelaktige endringer	2014 Fordelaktige endringer
Aksjer	6	-1	1
Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	28	-4	3
<b>Totalt</b>	<b>34</b>	<b>-5</b>	<b>4</b>

Norges Banks analyser tyder på at verdsettelsesrisikoen knyttet til nivå 3 investeringer var marginalt redusert i løpet av 2015. Beholdninger har gått noe ned og tilsvarende har utfallsrommet blitt redusert. Omfanget av investeringer klassifisert som nivå 3 er imidlertid relativt sett lite sammenlignet med de totale valutareservene.

## 6. KONTROLLMILJØ

Kontrollmiljøet for måling til virkelig verdi i Norges Bank Investment Management og Norges Bank Marked og banktjenester er organisert rundt en formalisert og dokumentert regnskaps- og verdsettelsespolicy samt retningslinjer som er støttet opp av arbeids- og kontrollprosedyrer. Policydokumentet hos Norges Bank Investment Management fastsetter prinsipper for verdsettelse og angir

behandling i Norges Bank Investment Managements verddivurderingskomité. Porteføljene som forvaltes i Norges Bank Marked og banktjenester inneholder kun korte verdipapirinstrumenter hvor verdsettelsesrisiko er meget lav. Norges Bank Marked og banktjenester har derfor ikke en egen verddivurderingskomité, men eventuelle spørsmål blir avklart i en egen forvaltningskomité.

Verdsettelsesmiljøet er tilpasset i samsvar med markedsstandarder og etablert praksis for verdifastsettelse. I praksis er dette gjennomført i form av en daglig verdifastsettelse av alle beholdninger. Prosessene er skalerbare for markedsendringer og basert på interne og eksterne dataløsninger.



Alle beholdninger og investeringer er som hovedregel verdsatt av eksterne, uavhengige prisleverandører. Disse er valgt på grunnlag av analyser foretatt av avdelingene som er ansvarlig for verdifastsettelsen.

Verdsettelsesleverandørene følges opp løpende gjennom regelmessig dialog, kontroller og forespørsler knyttet til priser på enkeltpapirer. For en stor andel av beholdningene er innhentede priser basert på priser som er direkte observerbare i markedet. For beholdninger hvor det ikke er tilstrekkelig likviditet til at verdsettelsen kan baseres på observerbare priser, anvendes anerkjente modeller. Her benyttes det så langt som mulig observerbare datapunkter, men i noen tilfeller er det grunnet manglende likviditet benyttet ikke-observerbare datapunkter.

På daglig basis er verdifastsettelsen gjenstand for flere kontroller i verdsettelsesavdelingene. Kontrollene er basert på definerte terskler og sensitiviteter som overvåkes og justeres i overensstemmelse med rådende markedsforhold.

Ved månedsslutt for finansielle instrumenter blir det utført mer omfattende kontroller for å sikre at verdsettelsen er i tråd med virkelig verdi. I denne forbindelse gis det spesiell oppmerksomhet til illikvide finansielle instrumenter, det vil si investeringer hvor det vurderes at det eksisterer verdsettelsesutfordringer. Illikvide instrumenter identifiseres ved hjelp av sektor og valuta, kredittvurderingsindikatorer, spredning mellom kjøps- og salgskurser og aktivitet i markedet.

I Norges Bank Investment Management utarbeides et verdsettelsesnotat og en rapport ved hver kvartalsslutt som dokumenterer de utførte kontrollene og som beskriver de største kildene til usikkerhet i verdsettelsene.

Verdivurderingskomiteen, som består av ledergruppen i Norges Bank Investment Management, møtes hvert kvartal i forkant av fremleggelse av regnskapsrapporteringen. Komiteen behandler dokumentasjonen og større prisingsspørsmål, og godkjenner verdifastsettelsen.

## NOTE 7 RISIKO

### RAMMEVERK FOR INVESTERINGSRISIKO

Hovedstyret har etablert prinsipper for risikostyring. Disse er videre detaljert gjennom reglement og retningslinjer. Sammensettingen av porteføljene til valutareservene og den tilhørende risikoen blir i hovedsak bestemt av referanseindeksen som sentralbanksjefen definerer. I forvaltningsmandatet for porteføljene er det gitt flere rammer og avgrensninger for den kombinerte aksje- og obligasjons aktivaklassen, samt innen hver aktivaklasse. Avgrensningene regulerer i hvor stor grad det kan utøves aktiv forvaltning i tillegg til den regelbaserte kapitalallokeringen. Porteføljene består primært av aksjer, statsobligasjoner og -veksler, men kan også inneholde valutaterminer, futureskontrakter, rentebytteavtaler og gjenkjøps-/gjensalgavtaler.

Gjennom forvaltningen av valutareservene er Norges Bank eksponert mot ulike typer finansiell risiko herunder markedsrisiko, kreditt- og motpartsrisiko. I tillegg er banken eksponert mot kreditt risiko knyttet til utlån til banker og IMF.

Risikostyring er definert som styring av markedsrisiko, kreditt risiko, motpartsrisiko, operasjonell risiko og risiko relatert til miljømessige, sosiale og styringsmessige faktorer. De tre førstnevnte er definert som investeringsrisiko. I Norges Bank Investment Management og Norges Bank Markeder og banktjenester har investeringsområdet ansvar for å styre risiko i porteføljen og i det enkelte investeringsmandat, mens risikostyringsområdene på uavhengig basis måler, styrer og rapporterer investeringsrisiko på tvers av portefølje, på aktivaklassenivå og andre nivåer som reflekterer investeringsprosessen.

#### Investeringsrisiko – markedsrisiko

Norges Bank definerer markedsrisiko som risiko for tap eller endring i markedsverdi for porteføljen eller deler av denne på grunn av endring i variabler i finansmarkedene. Markedsrisiko for porteføljene i valutareservene måles etter dimensjonene konsentrasjon absolutt og relativt til referanseindeks, volatilitet og samvariasjonsrisiko, systematisk faktorisiko og likviditetsri-

siko. Markedsrisiko tas aktivt for å generere avkastning i tråd med mål i investeringsmandatene.

#### Investeringsrisiko - kreditt risiko

Norges Bank definerer kreditt risiko som risiko for tap som følge av at en utsteder ikke kan oppfylle sine betalingsforpliktelser. Kreditt risiko blir målt både knyttet til enkeltutstedere der risikomålet tar hensyn til sannsynlighet for mislighold og tap ved mislighold, og kreditt risiko på porteføljenivå der risikomålet tar hensyn til samvariasjon mellom instrumenter og utstedere. Kreditt risiko er knyttet til renteobligasjonene og tas aktivt for å generere avkastning i tråd med mål i investeringsmandatene.

#### Investeringsrisiko - motpartsrisiko

Norges Bank definerer motpartsrisiko som risiko for tap knyttet til at en motpart går konkurs eller på annen måte ikke kan oppfylle sine forpliktelser. Motparter er nødvendig for å sikre effektiv likviditetsstyring og effektiv handel og styring av markeds- og kreditt risiko. Motpartsrisiko oppstår også ved utlån av verdipapirer og både i forbindelse med forvaltningen av aksje- og obligasjonsporteføljen. Motpartsrisiko kontrolleres og begrenses i så stor grad som mulig, gitt investeringsstrategien.

#### Risikostyringsprosessen

Norges Bank benytter flere målemetoder, prosesser og systemer for å kontrollere investeringsrisiko. Robuste, anerkjente risikostyrings-systemer og -prosesser komplementeres av internt utviklede målemetoder og prosesser.

### MARKEDSRISIKO

Norges Bank måler markedsrisiko både for den faktiske porteføljen, og den relative markedsrisikoen for plasseringer i porteføljen.

Kontinuerlig overvåkning, måling og vurdering av markedsrisiko gjøres langs flere risikodimensjoner, og ved bruk av flere metoder og angrepsvinkler. Ved å kombinere forskjellige og utfyllende risikomål får man økt innsikt i risikoprofilen til plasseringene for porteføljen.

### Aktivaklasse per region

Valutareservene er investert på tvers av flere aktivklasser og regioner som vist i tabell 7.1 nedenfor.

Tabell 7.1 Fordeling per aktivaklasse og region

Beløp i millioner kroner

			31.12.2015	
		Markedsverdi i prosent per region	Markedsverdi i prosent per aktivaklasse	Eiendeler minus gjeld
<b>LANGSIKTIG PORTEFØLJE</b>				
Aksjer	Amerika	61,7		
	Europa	25,2		
	Asia og Oseania	13,1		
<b>Aksjer totalt</b>			<b>41,2</b>	<b>169 245</b>
Obligasjoner	Amerika	45,3		
	Europa	44,7		
	Asia og Oseania	10,0		
<b>Obligasjoner totalt</b>			<b>58,8</b>	<b>241 857</b>
<b>PENGEMARKEDSPORTEFØLJEN</b>				
Verdipapirer	Amerika	70,4		18 690
	Europa	29,6		7 866
<b>Verdipapirer totalt</b>			<b>52,8</b>	<b>26 556</b>
Kontanter	Amerika	80,4		19 124
	Europa	19,6		4 649
<b>Kontanter totalt</b>			<b>47,2</b>	<b>23 773</b>
<b>PETROBUFFERPORTEFØLJEN</b>				
Kontanter	Amerika	16,5		260
	Europa	83,5		6 491
<b>Kontanter totalt</b>			<b>100,0</b>	<b>6 751</b>

Beløp i millioner kroner

			31.12.2014	
		Markedsverdi i prosent per region	Markedsverdi i prosent per aktivklasse	Eiendeler minus gjeld
<b>LANGSIKTIG PORTEFØLJE</b>				
Aksjer	Amerika	61,7		
	Europa	23,4		
	Asia og Oseania	14,9		
<b>Aksjer totalt</b>			<b>40,3</b>	<b>139 984</b>
Obligasjoner	Amerika	45,9		
	Europa	44,7		
	Asia og Oseania	9,4		
<b>Obligasjoner totalt</b>			<b>59,7</b>	<b>207 326</b>
<b>PENGEMARKEDSPORTEFØLJEN</b>				
Verdipapirer	Amerika	68,0		
	Europa	32,0		
<b>Verdipapirer totalt</b>			<b>64,7</b>	<b>32 271</b>
Kontanter	Amerika	88,6		
	Europa	11,4		
<b>Kontanter totalt</b>			<b>35,3</b>	<b>17 626</b>
<b>PETROBUFFERPORTEFØLJEN</b>				
Kontanter	Amerika	49,8		
	Europa	50,2		
<b>Kontanter totalt</b>			<b>100,0</b>	<b>51 419</b>

#### Konsentrasjonsrisiko

Valutareservene har vesentlige investeringer i obligasjoner utstedt av stater. Reservene er også investert i private selskaper som utsteder aksjer.

Tabell 7.2 viser de største beholdningene av obligasjoner utstedt av stater. Disse inkluderer nominelle statsobligasjoner utstedt i statens egen valuta, fremmed valuta og realrenteobligasjoner i egen valuta.

Tabell 7.2 Spesifikasjon av posisjoner innenfor obligasjoner utstedt av stater

Beløp i millioner kroner

	Markedsverdi	
	31.12.2015	31.12.2014
USA	127 169	116 721
Frankrike	48 612	39 749
Tyskland	43 944	42 109
Storbritannia	23 740	21 254
Japan	24 001	19 072

Tabell 7.3 Største totalposisjoner utenom stat

Beløp i millioner kroner

		31.12.2015
	Sektor	Aksjer
Apple Inc	Teknologi	3 260
Alphabet Inc	Teknologi	2 434
Microsoft Corp	Teknologi	2 209
Exxon Mobil Corp	Olje og gass	1 802
Johnson & Johnson	Helse	1 572
General Electric Co	Industri	1 554
Wells Fargo & Co	Finans	1 512
Amazon.com Inc	Konsumtjenester	1 385
JPMorgan Chase & Co	Finans	1 341
Berkshire Hathaway Inc	Finans	1 333

Beløp i millioner kroner

		31.12.2014
	Sektor	Aksjer
Apple Inc	Teknologi	2 440
Exxon Mobil Corp	Olje og gass	1 478
Microsoft Corp	Teknologi	1 294
Alphabet Inc*	Teknologi	1 112
Johnson & Johnson	Helse	1 082
Wells Fargo & Co	Finans	1 069
Berkshire Hathaway Inc	Finans	1 041
General Electric Co	Industri	953
Procter & Gamble Co/The	Konsumvarer	923
Nestlé SA	Konsumvarer	909

\*Tidligere Google Inc

#### Volatilitet og samvariasjonsrisiko

Norges Bank benytter modeller for å kvantifisere risiko for verdisingninger i valutaeservene. Volatilitet er et standard risikomål basert på det statistiske målet standardavvik, som hensyntar samvariasjon mellom porteføljens ulike investeringer. Risikomålet gir et estimat på hvor mye man kan forvente at porteføljens verdi endres eller svinger i løpet av et år basert på markedsforhold over de siste tre årene. I to av tre år forventes porteføljens avkastning å være lavere enn det spesifikke måltallet og høyere enn den nega-

tive verdien til måltallet. Forventet volatilitet kan uttrykkes i form av porteføljens absolutte eller relative risiko. For den langsiktige porteføljens vektet modellen ukentlige avkastningsdata likt over de siste tre år og benytter en parametriske beregningsmetode. Samme modell benyttes både for porteføljens risiko og relativ volatilitet. I tillegg til bruk av nevnte modell brukes andre risikomodeller som i større grad hensyntar den siste tids markedsdynamikk samt risikomål som måler såkalt halerisiko.

Tabell 7.4 Spesifikasjon av porteføljerisiko, forventet volatilitet

	Forventet volatilitet, i prosent							
	31.12.2015	Min 2015	Maks 2015	Snitt 2015	31.12.2014	Min 2014	Maks 2014	Snitt 2014
Langsiktig portefølje	10,0	7,7	10,0	9,1	7,7	7,2	8,1	7,7
Aksjer	13,5	11,2	13,6	12,5	11,4	11,2	14,0	12,7
Obligasjoner	10,4	8,6	10,4	9,7	8,9	8,5	10,0	9,4
Pengemarkedsporteføljen	0,04	0,02	0,08	0,05	0,03	0,03	0,09	0,06

	Forventet relativ volatilitet, basispunkter							
	31.12.2015	Min 2015	Maks 2015	Snitt 2015	31.12.2014	Min 2014	Maks 2014	Snitt 2014
Langsiktig portefølje	6	3	18	5	6	5	40	7
Aksjer	16	6	23	10	9	8	101	12
Obligasjoner	4	2	28	6	8	6	13	9
Pengemarkedsporteføljen	3	1	7	4	3	2	7	3

Risiko målt ved risikomodellen viste en oppgang for den langsiktige porteføljen. Målt risiko ved utgangen av året var 10 prosent. Dette betyr at man for porteføljen kan forvente å se årlige verdisvingninger i størrelsesorden 41 milliarder kroner. Porteføljens forventede relative volatilitet var ved slutten av 2015 på 6 basispunkter, samme som ved utgangen av 2014.

Pengemarkedsporteføljen hadde ved årsslutt en målt risiko på 4 basispunkter som var en nedgang fra 3 basispunkter fra året før. Dette betyr at man for porteføljen kan forvente å se årlige verdisvingninger i størrelsesorden 150 millioner kroner. Porteføljens forventede relative volatilitet var ved slutten av 2015 på 3 basispunkter, samme som ved utgangen av 2014.

#### Styrker og svakheter

Styrken ved denne typen risikomodeller er at man kan estimere risiko knyttet til en portefølje på tvers av forskjellige aktivaklasser, markeder, valutaer, verdipapirbeholdninger og derivater, og uttrykke risikoen gjennom ett enkelt tall som hensyntar samvariasjon mellom de forskjellige aktivaklassene, verdipapirene og risikofaktorene.

De modellbaserte risikoestimatene bruker historiske sammenhenger i markedene og vil ha gode prognoseevner i markeder uten nevne-

verdige endringer i volatilitet. Estimatenes er mindre pålitelige i perioder med vesentlige endringer i volatiliteter og samvariasjon. Beregnet volatilitet gir et punkttestimat på risiko, og sier lite om den samlede risikoprofilen og eventuell halerisiko. Annualisering innebærer at det antas at volatilitet og porteføljesammensetning er konstant over tid. For å veie opp for disse svakhetene benyttes komplementære modeller og metoder, som stresstester, og analyse av konsentrasjonsrisiko og realisert avkastning.

#### Etterprøving av modeller

Det gjennomføres jevnlig etterprøving av risikomodellene for å validere modellens evne til å estimere risiko.

#### KREDITTRISIKO

Kredittrisiko er risiko for tap som følge av at utstedere av obligasjoner ikke oppfyller sine betalingsforpliktelser. Obligasjoner i porteføljens referanseindeks er alle kredittvurdert til å inneha lav kredittrisiko av ett av de store kredittvurderingsbyråene. Investeringer i obligasjoner gjøres basert på egne vurderinger med hensyn til forventet avkastning og risikoprofil.

Tabell 7.5 Spesifikasjon obligasjoner og statskassveksler etter kredittvurdering

Beløp i millioner kroner

	31.12.2015				
	AAA	AA	A	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	171 104	72 352	24 001	-	267 457
Selskapsobligasjoner	-	-	-	8	8
Statskassveksler	-	-	-	-	-
<b>Sum obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer</b>	<b>171 104</b>	<b>72 352</b>	<b>24 001</b>	<b>-</b>	<b>267 465</b>

Beløp i millioner kroner

	31.12.2014				
	AAA	AA	A	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	156 642	61 208	19 136	-	236 986
Selskapsobligasjoner	-	-	-	35	35
Statskassveksler	1 884	-	-	-	1 884
<b>Sum obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer</b>	<b>158 526</b>	<b>61 208</b>	<b>19 136</b>	<b>35</b>	<b>238 905</b>

Tabell 7.6 Spesifikasjon obligasjoner og statskassveksler fordelt på kredittvurdering og valuta, i prosent

	31.12.2015				
	AAA	AA	A	Lavere vurdering	Totalt
Amerikanske dollar	47,5	-	-	-	47,5
Euro	16,5	18,2	-	-	34,7
Britiske pund	-	-	9,0	-	9,0
Japanske yen	-	8,8	-	-	8,8
<b>Totalt</b>	<b>64,0</b>	<b>27,0</b>	<b>9,0</b>	<b>-</b>	<b>100,0</b>

	31.12.2014				
	AAA	AA	A	Lavere vurdering	Totalt
Amerikanske dollar	48,8	-	-	-	48,8
Euro	17,7	16,6	-	-	34,3
Britiske pund	-	8,9	-	-	8,9
Japanske yen	-	-	8,0	-	8,0
<b>Totalt</b>	<b>66,5</b>	<b>25,5</b>	<b>8,0</b>	<b>-</b>	<b>100,0</b>

Obligasjonenes kredittkvalitet ble noe redusert i løpet av 2015. Tabell 7.6 viser at andelen av den faktiske porteføljen av AAA obligasjoner gikk ned til 64 prosent ved utgangen av 2015 fra 66,5 prosent ved årsslutt 2014. Andelen av AA obligasjoner har økt til 27 prosent ved årsslutt 2015 fra 25,5 prosent ved utgangen av 2014. Ved utgangen av 2015 var det ingen beholdninger med lavere kredittvurdering enn A.

I tillegg til kredittvurderinger fra kredittvurderingsbyråer komplementeres måling av kreditt risiko med kreditt risikomodeller, hvorav den ene er basert på kredittvurderinger og den andre er basert på observerbare kreditt påslag. Begge disse metodene tar også hensyn til samvariasjon og forventet verdi av obligasjonene i en konkurs situasjon. Modellene benyttes til risikomåling og overvåkning av kreditt risiko i renteporteføljen.

#### **MOTPARTSRISIKO**

Motparter er nødvendig for å sikre effektiv likviditetsstyring og effektiv handel og styring av markeds- og kreditt risiko. Eksponering for motpartsrisiko er knyttet til handel i ikke-børsnoterte derivater og valutakontrakter, gjensalgssavtaler, verdipapirutlån samt verdipapirer stilt som sikkerhet ved derivathandel og verdipapirutlån. Usikrede bankinnskudd er også definert som motpartsrisiko. Slik motpartsrisiko oppstår blant annet i forbindelse med den daglige likviditetsstyringen.

Det er videre eksponering for motpartsrisiko knyttet til motparter i de internasjonale oppgjørs- og depotsystemene der transaksjoner gjøres opp. Dette kan forekomme både ved valuta handel og ved kjøp og salg av verdipapirer. Oppgjørsrisiko og eksponering fra handler med lang oppgjørstid defineres også som motpartsrisiko.

Flere motparter benyttes for å redusere konsentrasjon og det er satt strenge krav til motpartens kredittkvalitet. Krav til kredittverdighet er generelt høyere for motparter til usikrede bankinnskudd enn der det stilles sikkerhet. Endringer i motparters kredittkvalitet følges opp løpende.

For å redusere motpartsrisiko benyttes motregningsavtaler for handler i ikke-børsnoterte derivater, valutakontrakter og gjensalgssavtaler. Ytterligere reduksjon av motpartsrisiko sikres ved krav om sikkerhetsstillelse for positiv markedsverdi av nettoposisjonen mot motparten. For instrumenter hvor det stilles sikkerhet er det satt minimumskrav, blant annet til sikkerhetens kredittkvalitet, løpetid og konsentrasjon. Avtaler om motregning og sikkerhetsstillelse er inngått for samtlige motparter godkjent for denne type handler.

Motpartsrisiko begrenses også ved at det er satt rammer for eksponering mot enkeltmotparter. Eksponering per motpart blir målt på daglig basis mot fastsatte rammer. Metodene benyttet for å beregne motpartsrisiko er i henhold til internasjonalt anerkjente standarder. I all hovedsak er det Baselregelverket for banker som er benyttet for måling av motpartsrisiko, med noen tilpasninger basert på interne analyser. Risikomodellen beregner forventet motpartseksponering ved konkurs for en motpart. For ikke-børsnoterte derivater og valutakontrakter benyttes markedsverdimetoden i Baselregelverket. For hver kontrakt beregnes markedsverdien og en sats for fremtidig forventet eksponering. Motregningsavtaler og sikkerhet blir hensyntatt i beregningen av netto eksponering.

For verdipapirutlån gjennom eksterne agenter og verdipapirer stilt som sikkerhet ved derivathandel, benyttes en metode der det legges til et påslag på markedsverdi for å ta hensyn til volatiliteten i posisjonene. For disse posisjonene er det også justert for motregning og faktisk mottatt og stilt sikkerhet i beregning av netto eksponering.



Eksposering for motpartsrisiko er knyttet til motparter i oppgjørs- og depotsystemene, både ved valutahandel og ved kjøp og salg av verdipapirer. For de aller fleste valutahandler er opp-

gjøringsrisiko lav. Ved å benytte valutaoppgjørssystemet CLS (Continuous Linked Settlement) eller ved å handle direkte med oppgjørsbanken reduseres oppgjøringsrisikoen.

Tabell 7.7 Spesifikasjon motpartsrisiko per type posisjon

Beløp i millioner kroner

	31.12.2015			
	Brutto eksponering	Motregnings-effekter	Sikkerhet og garantier	Netto eksponering
Tidsinnskudd og usikrede bankinnskudd*	22 966	-	-	22 966
Gjensalgsvtaler	7 800	-	8 085	-285
Verdipapirutlånstransaksjoner	637	-	-	637
Kontanter og obligasjoner stilt som sikkerhet ved derivathandel	-	-	-	-
<b>Totalt</b>	<b>31 403</b>	<b>-</b>	<b>8 085</b>	<b>23 318</b>

\* Tidsinnskudd og usikrede bankinnskudd er i all hovedsak innskudd i FED og BIS

Beløp i millioner kroner

	31.12.2014			
	Brutto eksponering	Motregnings-effekter	Sikkerhet og garantier	Netto eksponering
Tidsinnskudd og usikrede bankinnskudd*	32 146	-	-	32 146
Gjensalgsvtaler	37 552	-	39 190	-1 638
Verdipapirutlånstransaksjoner	594	-	552	42
Kontanter og obligasjoner stilt som sikkerhet ved derivathandel	291	-	-	291
<b>Totalt</b>	<b>70 583</b>	<b>-</b>	<b>39 742</b>	<b>30 840</b>

\* Tidsinnskudd og usikrede bankinnskudd er i all hovedsak innskudd i FED og BIS

Motpartsrisiko målt ved brutto risikoeksponering ble redusert i 2015, mens motpartsrisiko målt ved netto risikoeksponering var tilnærmet uendret. Brutto risikoeksponering ble redusert hovedsakelig som følge av lav kontantbeholdning og lav risikoeksponering fra kontanter og obligasjoner stilt som sikkerhet ved derivathandel ved årsslutt 2015. Brutto risikoeksponering fra verdipapirutlån økte noe ved årsslutt,

mens netto risikoeksponering økte betydelig. Økningen i netto risikoeksponering skyldes at verdipapirutlånsagenten reduserte sitt garanti-ansvar ved slutten av tredje kvartal 2015, se kolonnen *Sikkerheter og garantier* for garanti-effekten. Ved årsslutt 2015 var netto risikoeksponering fra verdipapirutlån identisk med brutto risikoeksponering.

Norges Banks motparter har en kredittvurdering fra uavhengige kredittvurderingsbyråer. Kun i tilfeller hvor motpartsrisikoen regnes som svært lav, kan en intern kredittvurdering benyttes som grunnlag for godkjenning av en motpart. Kreditt-

vurderingen for bankens motparter overvåkes og komplementeres av alternative kredittisikoindikatorer. Tabell 7.8 viser Norges Banks motparter (antall) klassifisert per kredittvurderingskategori.

Tabell 7.8 Spesifikasjon av motparter\* fordelt på kredittvurdering

	Norges Bank motparter (ikke meglerhus)		Meglerhus	
	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014
AAA	-	-	-	-
AA	28	22	28	23
A	62	56	70	72
BBB	16	3	24	28
BB	-	-	5	3
B	-	-	15	13
<b>Totalt</b>	<b>106</b>	<b>81</b>	<b>142</b>	<b>139</b>

\* Tabellen inkluderer motparter per juridiske enhet, slik at et konsern kan ha flere motparter inkludert.

## ØVRIG RISIKO

### Likviditetsrisiko

Likviditetsrisiko er risiko for ikke å kunne oppfylle finansielle forpliktelser på avtalt tidspunkt. Norges Bank er som sentralbank ikke eksponert for likviditetsrisiko i egen valuta.

### Valutakursrisiko

Valutakursrisiko er risiko knyttet til at verdien av finansielle instrumenter vil endres som følge av endringer i valutakurser. Norges Bank har, hovedsakelig gjennom valutareservene, investert i verdipapirer som er utstedt i og omsettes i annen valuta enn norske kroner. Som følge av dette vil verdien av Norges Banks investeringer endres positivt eller negativt som følge av

endringer i valutakurs og verdien av disse investeringene er følgelig utsatt for valutakursrisiko. Se note 5 *Valutareserver* tabell 5.3 *Valutareserver valuta fordelt* for en oversikt over valuta-reservene fordelt på de seks største valutaene ved årsslutt.

### Kredittisiko knyttet til utlån til banker

Norges Bank tilbyr bankene lån med fast løpetid (F-lån) og døgnlån (D-lån). D-lån kan ytes gjennom dagen og over natten. Utlån til banker gis med sikkerhet i verdipapirer pantsatt til fordel for Norges Bank, eventuelle F-innskudd i Norges Bank eller pant i form av innskudd gjennom dagen på egne kontoer i Sveriges Riksbank og Danmarks Nationalbank.

Norges Bank fastsetter nærmere vilkår for pantsettelse av verdipapirer som sikkerhet for lån i Norges Bank i henhold til «Forskrift om bankers adgang til lån og innskudd i Norges Bank mv.», jf. § 9. Gjeldende retningslinjer er gitt i Norges Banks rundskriv nr. 1/8. februar 2012.

Regelverket for sikkerhetsstillelse skal begrense Norges Banks risiko ved utlån til bankene og legge til rette for at bankene kan ta opp lån i hensiktsmessig omfang. Risikoen begrenses ved at bare papirer av god kvalitet godtas og ved at låneadgangen er lavere enn markedsverdien på papirene (avkorting).

Per 31. desember 2015 var det ett D-lån utestående på 0,7 milliarder kroner. Bankene har plassert sikkerheter hos Norges Bank tilsvarende et

vesentlig større beløp, og risikoen anses derfor som svært begrenset.

#### **Kredittrisiko knyttet til utlån til IMF**

Norges Banks utlån til IMF er gitt til styrking av IMF's generelle utlånsordninger, som styres etter IMF's retningslinjer. Norges Bank er ikke direkte eksponert for risikoen i utlånsporteføljen som IMF forvalter. IMF har aldri realisert tap på sine utlån under de generelle ordningene. IMF har «preferred creditor status», som innebærer at fondet har prioritet fremfor alle andre långivere. I den grad IMF skulle påføres tap gjennom sine utlån, vil dette i første omgang ramme fondets egne midler og eventuelt innbetalte innskudd. Norges Bank vurderer at risikoen knyttet til IMF lånene er lav og det er ikke foretatt noen nedskrivninger knyttet til utlånene.

## **NOTE 8 UTLÅN OG INNLÅN MED SIKKERHETSSTILLELSE**

Norges Bank er part i gjensalgsavtaler og lignende transaksjoner, samt verdipapirutlånsprogram gjennom ekstern agent. Transaksjoner med sikkerhetsstillelse omtales samlet *Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse*.

#### **GJENSALGSAVTALER**

I forbindelse med plassering av likviditet inngås gjensalgsavtaler. Motparten overfører verdipapirer til Norges Bank og Norges Bank avgir kontantsikkerhet til motparten.

Kontantsikkerhet mottatt gjennom verdipapirutlånsprogram kan reinvesteres i gjensalgsavtaler, hvor formålet er å skape merinntekter.

#### **VERDIPAPIRUTLÅNSPROGRAM**

Det er inngått avtale med en ekstern agent som gir agenten rett til å låne ut verdipapirer som eies av Norges Bank til andre markedsaktører

med lånebehov. Både aksjer og obligasjoner lånes ut. Formålet med utlånene er å skape merinntekter for Norges Bank som følge av verdipapirbeholdningen. En nettoinntekt er generert fra utlånsprogrammet

Agenten opptre på vegne av, og i Norges Banks interesse. Norges Bank er eksponert for motpartsrisiko fra utlån av verdipapirer. Når et verdipapir lånes ut, overfører låntager sikkerheter i form av kontanter eller verdipapirer til agenten. Sikkerhetsstillelse brukes til å redusere tap dersom en låntager misligholder sin forpliktelse. Sikkerhetsstillelsen inneholder en margin og holdes på vegne av utlåner. Hvis det oppstår mislighold hos låntager, vil ikke låntageren levere tilbake utlånte verdipapirer. Norges Bank vil bli utsatt for tap i tilfelle en låntager misligholder og mottatt sikkerhet ikke er tilstrekkelig til å kjøpe tilbake de utlånte verdipapirene i markedet.



## REGNSKAPSPRINSIPP

### *Inntekter og kostnader fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse*

Nettoinntekt fra verdipapirutlånsprogram består av selve utlånsgebyret, fratrukket kostnader knyttet til mottatt kontantsikkerhet, samt renter og realisert avkastning fra reinvesteringer. Agentens andel, som er vederlag for gjennomføring av transaksjonene, er fratrukket. Nettoinntekten innregnes lineært over utlånsperioden til verdipapiret og er presentert i resultatregnskapet som *Inntekt/kostnad fra utlån med sikkerhetsstillelse*.

Netto inntekt/kostnad fra gjenkjøps- og gjensalgavtaler representerer endring i virkelig verdi i perioden for balansepostene, som hovedsakelig er knyttet til renteinntekt/kostnad fra avtalen. Inntekt/kostnad fra gjenkjøps- og gjensalgavtaler er presentert i resultatet som henholdsvis *Inntekt/kostnad fra innlån med sikkerhetsstillelse* og *Inntekt/kostnad fra utlån med sikkerhetsstillelse*.

Tabell 8.1 Inntekt/kostnad fra innlån og utlån med sikkerhetsstillelse

Beløp i millioner kroner

	31.12.2015	31.12.2014
Inntekt/kostnad fra utlån med sikkerhetsstillelse	69	98
Inntekt/kostnad fra innlån med sikkerhetsstillelse	-	-
<b>Netto inntekt/kostnad fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse</b>	<b>69</b>	<b>98</b>



## REGNSKAPSPRINSIPP

### *Overførte finansielle eiendeler*

Ved utlån og innlån med sikkerhetsstillelse, fraregnes ikke det overførte verdipapiret ved inngåelsen av avtalen, da kriteriene for fraregning ikke er oppfylt. Siden motparten har rett til å selge eller pantsette verdipapiret, anses verdipapiret som overført. Utlånte verdipapirer presenteres derfor på egne linjer i balansen, *Utlånte aksjer* og *Utlånte obligasjoner*. I avtaleperioden regnskapsføres de underliggende verdipapirene i samsvar med regnskapsprinsipper for det aktuelle verdipapiret.

### *Utlån med sikkerhetsstillelse*

Kontantsikkerhet overført til motparter i forbindelse med gjensalgavtaler er fraregnet. En tilsvarende fordring på kontantbeløpet som skal returneres er innregnet som en finansiell eiendel, *Utlån med sikkerhetsstillelse*. Denne eiendelen er utpekt ved førstegangsinnregning som finansiell eiendel målt til *virkelig verdi over resultatet*.

### *Innlån med sikkerhetsstillelse*

Kontantsikkerhet mottatt i forbindelse med gjenkjøpsavtaler innregnes i balansen som *Innskudd i banker* med en tilhørende forpliktelse, *Innlån med sikkerhetsstillelse*. Denne forpliktelsen er utpekt ved førstegangsinnregning som finansiell forpliktelse målt til *virkelig verdi over resultatet*.

### *Sikkerhet mottatt i form av verdipapirer*

Sikkerhet mottatt i form av verdipapirer gjennom *Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse*, hvor det foreligger en rett til å selge eller pantsette verdipapiret, innregnes ikke i balansen, med mindre det er reinvestert.

Tabell 8.2 Utlån med sikkerhetsstillelse

Beløp i millioner kroner

	31.12.2015	31.12.2014
Utlån med sikkerhetsstillelse	23 304	50 807
Herav uoppgjorte handler (forpliktelse)	14 677	12 496
Oppgjorte utlån med sikkerhetsstillelse	8 627	38 311
<b>Tilhørende sikkerheter i form av verdipapirer (ikke balanseført)</b>		
Aksjer mottatt som sikkerhet	582	520
Obligasjoner mottatt som sikkerhet	8 389	39 480
Sum sikkerheter mottatt i form av verdipapirer knyttet til utlån	8 971	40 000

Tabell 8.3 Overførte finansielle eiendeler og innlån med sikkerhetsstillelse

Beløp i millioner kroner

	31.12.2015	31.12.2014
<b>Overførte finansielle eiendeler</b>		
Utlånte aksjer	5 108	6 404
Sum overførte finansielle eiendeler	5 108	6 404
<b>Tilhørende kontantsikkerhet, innregnet som forpliktelser</b>		
Innlån med sikkerhetsstillelse	827	762
Oppgjorte innlån med sikkerhetsstillelse	827	762
<b>Tilhørende sikkerheter i form av verdipapirer (ikke balanseført)</b>		
Aksjer mottatt som sikkerhet	3 646	5 522
Obligasjoner mottatt som sikkerhet	1 200	779
Sum sikkerheter mottatt i form av verdipapirer knyttet til overførte finansielle eiendeler	4 846	6 301

Mottatt kontantsikkerhet er i sin helhet reinvestert i gjensalgsvtaler. Ingen verdipapirer mottatt som sikkerheter er reinvestert ved årsslutt i 2015 eller 2014. Verdipapirene er derfor ikke innregnet i balansen.

## NOTE 9 SIKKERHETSSTILLELSE OG MOTREGNING



### REGNSKAPSPRINSIPP

#### *Kontantsikkerhet*

Kontantsikkerhet avgitt i forbindelse med ikke-børsnoterte derivattransaksjoner er fraregnet og en tilsvarende fordring på kontantbeløpet som skal returneres er innregnet som en eiendel i form av *Avgitt kontantsikkerhet*. Kontantsikkerhet mottatt i forbindelse med ikke-børsnoterte derivattransaksjoner innregnes i balansen som *Innskudd i banker* med en tilhørende forpliktelse, *Mottatt kontantsikkerhet*. Både *Avgitt kontantsikkerhet* og *Mottatt kontantsikkerhet* er utpekt ved førstegangsinnregning som finansielle eiendeler/forpliktelser målt til virkelig verdi over resultatet.

#### *Motregning*

Finansielle eiendeler og finansielle forpliktelser motregnes og presenteres netto i balansen dersom det foreligger en juridisk håndhevbar rett til å motregne, samt at man har til hensikt å gjøre opp på netto grunnlag eller å realisere eiendelen og gjøre opp forpliktelsen samtidig, i samsvar med IAS 32 *Finansielle instrumenter: Presentasjon*. Finansielle eiendeler og forpliktelser motregnes ikke fordi de nevnte kriteriene ikke er oppfylt. Dette innebærer at ingen beløp er motregnet og presentert netto i balansen. Av denne grunn inneholder tabell 9.1 ikke en kolonne for beløp motregnet/nettoført i balansen.

### SIKKERHETSSTILLELSE

For flere motparter og transaksjonstyper vil det både avgis og mottas kontantsikkerhet til og fra samme motpart. Derfor vil mottatt kontantsikkerhet kunne nettes mot avgitt kontantsikkerhet, og omvendt, se tabell 9.1. *Avgitt kontantsikkerhet* og *Mottatt kontantsikkerhet* er utelukkende knyttet til ikke-børsnoterte derivattransaksjoner. Se note 8 *Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse* for ytterligere informasjon.

### MOTREGNING

Tabell 9.1 viser en oversikt over finansielle eiendeler og forpliktelser, effekten av juridisk bindende nettingavtaler og relaterte sikkerheter for å redusere kredittrisiko. Kolonnen *Eiendeler/Forpliktelser i balansen som er gjenstand for netting* viser balanseført beløp av finansielle eiendeler og -forpliktelser som er underlagt juridisk bindende nettingavtaler. Disse beløpene er justert for effekten av potensiell netting, mot samme motpart, av balanseførte finansielle eiendeler og -gjeld, samt avgitte eller mottatte sikkerheter, som resulterer i en netto eksponering i kolonnen *Eiendeler/Forpliktelser etter netting og sikkerheter*.

Enkelte nettingavtaler er vurdert som potensielt ikke juridisk bindende. Transaksjoner under slike avtaler vises sammen med uoppgjorte handler i kolonnen *Uoppgjorte handler og eiendeler/forpliktelser som ikke er underlagt bindende nettingavtale*. Uoppgjorte handler kan kanselleres dersom motparten går konkurs før eiendelene som omfattes av handelen er overført.

Ved motparts konkurs vil samlet oppgjør mellom Norges Bank og konkursboet kunne gjennomføres for enkelte grupper av instrumenter, uavhengig av om instrumentene tilhører SPU eller Norges Banks valutareserver. Slik kryssmotregning vil gjøres opp mellom disse porteføljene og er ikke justert for i tabellen.

Tabell 9.1 Motregning

Beløp i millioner kroner

EIEDELER	Beløp som er underlagt bindende nettingavtale						31.12.2015	
	Beskrivelse	Eiendeler i balansen som er gjenstand for netting	Finansielle forpliktelser knyttet til samme motpart	Mottatt kontantsikkerhet (innregnet som gjeld)	Mottatt sikkerhet i verdipapirer (ikke innregnet)	Eiendeler etter netting og sikkerheter	Uoppgjorte handler og eiendeler som ikke er underlagt bindende nettingavtale	Brutto balanseførte finansielle eiendeler
Utlån med sikkerhetsstillelse	8 627	-	365	8 262	-	14 677	23 304	
Derivater	-	-	-	-	-	9	9	
<b>Totalt</b>	<b>8 627</b>	<b>-</b>	<b>365</b>	<b>8 262</b>	<b>-</b>	<b>14 686</b>	<b>23 313</b>	

Beløp i millioner kroner

GJELD	Beløp som er underlagt bindende nettingavtale						31.12.2015	
	Beskrivelse	Forpliktelser i balansen som er gjenstand for netting	Finansielle eiendeler knyttet til samme motpart	Avgitt kontantsikkerhet (innregnet som eiendel)	Avgitt sikkerhet i verdipapirer (ikke fraregnet)	Forpliktelser etter netting og sikkerheter	Uoppgjorte handler og forpliktelser som ikke er underlagt bindende nettingavtale	Brutto balanseførte finansielle forpliktelser
Innlån med sikkerhetsstillelse	827	-	365	462	-	-	827	
Derivater	-	-	-	-	-	-	-	
<b>Totalt</b>	<b>827</b>	<b>-</b>	<b>365</b>	<b>462</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>827</b>	

Beløp i millioner kroner

EIEDELER	Beløp som er underlagt bindende nettingavtale						31.12.2014	
	Beskrivelse	Eiendeler i balansen som er gjenstand for netting	Finansielle forpliktelser knyttet til samme motpart	Mottatt kontantsikkerhet (innregnet som gjeld)	Mottatt sikkerhet i verdipapirer (ikke innregnet)	Eiendeler etter netting og sikkerheter	Uoppgjorte handler og eiendeler som ikke er underlagt bindende nettingavtale	Brutto balanseførte finansielle eiendeler
Utlån med sikkerhetsstillelse	38 311	-	384	37 923	-	12 496	50 807	
Derivater	-	-	-	-	-	27	27	
<b>Totalt</b>	<b>38 311</b>	<b>-</b>	<b>384</b>	<b>37 923</b>	<b>-</b>	<b>12 523</b>	<b>50 834</b>	

Beløp i millioner kroner

GJELD	Beløp som er underlagt bindende nettingavtale						31.12.2014	
	Beskrivelse	Forpliktelse i balansen som er gjenstand for netting	Finansielle eiendeler knyttet til samme motpart	Avgitt kontantsikkerhet (innregnet som eiendel)	Avgitt sikkerhet i verdipapirer (ikke fraregnet)	Forpliktelser etter netting og sikkerheter	Uoppgjorte handler og forpliktelser som ikke er underlagt bindende nettingavtale	Brutto balanseførte finansielle forpliktelser
Innlån med sikkerhetsstillelse	762	-	384	378	-	-	762	
Derivater	-	-	-	-	-	1	1	
<b>Totalt</b>	<b>762</b>	<b>-</b>	<b>384</b>	<b>378</b>	<b>-</b>	<b>1</b>	<b>763</b>	

## NOTE 10 PENSJON



### REGNSKAPSPRINSIPP

Pensjoner og utbetalingsforpliktelser blir regnskapsmessig behandlet i samsvar med IAS 19 Ytelser til ansatte. Fondsbaserte ordninger gjennom Norges Banks pensjonskasse bygger på aktuarmessige forutsetninger om levealder, forventet lønnsvekst og grunnbeløpsregulering. Netto pensjonsforpliktelse er forskjellen mellom nåverdien av pensjonsforpliktelsene og verdien av pensjonsmidler som er avsatt for utbetaling av ytelsene.

Pensjonsmidlene blir vurdert til virkelig verdi. Måling av pensjonsforpliktelse og pensjonsmidler gjøres på balansedagen. Arbeidsgiveravgift er inkludert og utregnet av netto faktisk underfinansiering. Beregning av pensjonskostnader bygger på lineær fordeling av pensjonsopptjening og består av opptjente pensjoner gjennom året, fratrukket avkastning på midler avsatt til pensjoner. Resultatført pensjonskostnad er i sin helhet presentert under linjen *Personalkostnader*. Endringer i aktuarmessige gevinster og tap innregnes gjennom totalresultat.

Norges Bank har sikrede og usikrede pensjons- og utbetalingsforpliktelser. Alle sikrede og usikrede ordninger er med i bankens aktuaroppgjør.

Norges Banks sikrede pensjonsforpliktelser blir dekket gjennom Norges Banks pensjonskasse, som er organisert som en egen juridisk enhet. Pensjonsytelsene utgjør 2/3 av lønn på pensjo-

neringstidspunktet. Full pensjon blir opptjent ved 30 års tjeneste. De ansatte betaler inn 2 prosent av brutto årslønn som innskudd til pensjonskassen. Tilskudd fra Norges Bank dekkes ved kontant innbetaling eller belastning av premiefond. Norges Banks pensjonsordning ansees som en offentliglik ordning, ytelser fra pensjonskassen er derfor samordningspliktige.

Tabell 10.1 Antall medlemmer i pensjonsordningen (sikret ordning)

	31.12.2015	31.12.2014
Medlemmer med fast pensjonsutbetaling	933	959
Aktive medlemmer (inkludert alle i omstilling)	713	662
Medlemmer som har sluttet med oppsatte rettigheter	781	744
<b>Totalt antall medlemmer i pensjonsordningen</b>	<b>2 427</b>	<b>2 365</b>



Grunnlaget for pensjonsytelsene i sikret ordning er avgrenset til 12 ganger grunnbeløpet (G) i folketrygden. For den delen av pensjongsivende lønn som overstiger 12 G, er det fra og med 2007 etablert en usikret pensjonsordning over driften for de som allerede hadde en avtale om pensjon utover denne grensen. For ansatte etter 1. januar 2007 er det en avgrensning i grunnlag for pensjon på 12 G. Pensjonsordningen tilfredsstiller kravene til offentlig tjenstepensjon.

#### **NORGES BANKS PENSJONS- OG UTBETALINGSFORPLIKTELSE**

Norges Bank har sikrede pensjonsordninger knyttet til medlemskap i Norges Banks pensjons-

kasse. I tillegg har banken usikrede ordninger som blir finansiert direkte over driften. De usikrede ordningene omfatter spesielle og tildelte pensjoner, driftspensjon for lønn over 12 G opptjent etter 1. desember 2007, AFP beregnet basert på en påregnelig uttakstilbøyelighet på 15 prosent og avtalte førtidspensjoner- og ventelønnsavtaler knyttet til omstillinger. I utbetalingsforpliktelsene knyttet til omstillinger er nåverdien av alle stadfestede avtaler medregnet, inkludert avtaler som starter utbetaling i 2015 eller senere.

#### **! ESTIMAT**

Nåverdien av Norges Banks pensjonsforpliktelse avhenger av fastsettelse av økonomiske og aktuariemessige forutsetninger. Endringer i disse forutsetningene påvirker både pensjonskostnad og balanseført pensjonsforpliktelse. Norges Bank følger veiledningen fra Norsk Regnskapsstiftelse ved fastsettelse av forutsetninger, hvor veiledende forutsetninger vurderes opp mot faktiske forhold i Norges Bank før de besluttes anvendt.

Tabell 10.2 Økonomiske og demografiske forutsetninger

	31.12.2015	31.12.2014
Diskonteringsrente	2,70 %	2,30 %
Renter på eiendeler	2,70 %	2,30 %
Forventet lønnsvekst	2,50 %	2,75 %
Pensjonsregulering etter 67 år	1,50 %	1,75 %
G-regulering og reg. oppsatte rettigheter	2,25 %	2,50 %
Forventet årlig avgang	2% opp til 50 år, deretter 0	2% opp til 50 år, deretter 0
Arbeidsgiveravgift	14,10 %	14,10 %
Dødelighetstabell	K2013 FT	K2013 FT
Uføretabell	KU	KU

Tabell 10.3 Netto pensjonsforpliktelse i balansen

Beløp i millioner kroner

	31.12.2015	31.12.2014
<b>ENDRINGER PENSJONSFORPLIKTELSE INKL. ARBEIDSGIVERAVGIFT</b>		
Pensjonsforpliktelse ved periodens begynnelse	4 187	3 789
Årets pensjonsopptjening	154	124
Rentekostnad	95	144
Planendring	-	-179
AGA av innbetalinger til pensjonsmidler	-13	-15
Pensjonsutbetalinger	-150	-152
Aktuarielt tap (gevinst)	-426	476
<b>Pensjonsforpliktelse ved periodens slutt</b>	<b>3 847</b>	<b>4 187</b>
<b>ENDRING PENSJONSMIDLER</b>		
Pensjonsmidler ved periodens begynnelse	3 611	3 423
Renteinntekt	78	115
Innbetalinger inkl. arbeidsgiveravgift	103	123
AGA av innbetalinger til pensjonsmidler	-13	-15
Pensjonsutbetalinger	-136	-136
Aktuarielt (tap) gevinst	-46	101
<b>Pensjonsmidler ved periodens slutt</b>	<b>3 597</b>	<b>3 611</b>
Pensjonsordning ikke hensyntatt i aktuarberegningen	1	1
<b>Netto balanseført pensjonsforpliktelse</b>	<b>-251</b>	<b>-577</b>

Tabell 10.4 Fordeling sikret og usikrede ordninger

Beløp i millioner kroner

	31.12.2015			31.12.2014		
	Sikret ordning	Usikrede ordninger	Sum	Sikret ordning	Usikrede ordninger	Sum
Påløpte pensjonsforpliktelser	3 649	199	3 848	4 001	187	4 188
Pensjonsmidler	-3 597	-	-3 597	-3 611	-	-3 611
<b>Netto pensjonsforpliktelse</b>	<b>52</b>	<b>199</b>	<b>251</b>	<b>390</b>	<b>187</b>	<b>577</b>

Tabell 10.5 Sammensetning av pensjonsmidler for sikret (ytelsesbasert) ordning

Beløp i millioner kroner

	31.12.2015	31.12.2014
Obligasjoner	2 133	2 149
Aksjer	1 083	1 098
Eiendom	381	364
<b>Sum</b>	<b>3 597</b>	<b>3 611</b>

## PENSJONSKOSTNADER FOR ANSATTE I NORGE

Pensjonskostnadene er beregnet i samsvar med IAS 19 *Ytelser til ansatte*. Pensjonskostnadene inkluderer opptjening, rentekostnader og forventet avkastning på pensjonsmidlene.

Endringen i de usikrede spesielle og tildelte pensjonene er med i den samlede pensjonskostnaden til banken.

Tabell 10.6 Årets pensjonskostnad

	2015	2014
<b>Årets pensjonsopptjening og endringer i opptjening</b>	<b>158</b>	<b>-51</b>
Årets pensjonsopptjening og endring i opptjening inkl. rente og arbeidsgiveravgift	154	124
Administrasjonskostnad inkl. arbeidsgiveravgift	4	4
Effekt av planendringer inkl. arbeidsgiveravgift	-	-179
<b>Finanskostnader (inntekter)</b>	<b>13</b>	<b>27</b>
Netto kostnad (inntekt) inkl. arbeidsgiveravgift	13	7
Forvaltningskostnader inkl. arbeidsgiveravgift	-	20
<b>Resultatført pensjonskostnad (inntekt)*</b>	<b>171</b>	<b>-24</b>
<b>Analyse av aktuarielt tap (gevinst) i perioden</b>		
Tap/(-)gevinst – endring i diskonteringsrenten	-349	1 667
Tap/(-)gevinst – endring i andre økonomiske forutsetninger	-223	-1 065
Tap/(-)gevinst – opplevd pensjonsforpliktelse	146	-127
Tap/(-)gevinst – opplevd pensjonsmidler	30	-118
Forvaltningskostnader	16	17
<b>Aktuarielt tap/(-) gevinst i perioden</b>	<b>-380</b>	<b>374</b>

\* Stortinget vedtok i 2009 flere endringer i offentlige pensjonsordninger, herunder levealderjustering av pensjonene. Effekten av levealderjustering er hensyntatt i regnskapet som en planendring i 2014, med tilhørende resultatføring.

## PENSJONSORDNINGER FOR LOKALT ANSATTE VED UTENLANDSKONTORENE

Lokalt ansatte ved Norges Banks kontorer i London og New York har en innskuddsbasert pensjonsordning i samsvar med lokale bestemmelser i tillegg til det som er fastsatt av myndighetene. I tråd med markedspraksis bidrar Norges Bank til ordningen med inntil 8 prosent av fast lønn for ansatte i New York og inntil 10 prosent av fast lønn for ansatte i London. Ordningene blir forvaltet eksternt og innenfor regler fastsatt av Norges Bank. Kostnadsførte utgifter for ordningene for de ansatte i London og New York

utgjorde 20,6 millioner kroner i 2015 og 12,5 millioner kroner i 2014. Lokalt ansatte ved Norges Banks kontorer i Singapore og Shanghai har ingen pensjonsordning utover det som er fastsatt av myndighetene, som er i tråd med markedspraksis.

## SENSITIVITETSANALYSE

Sensitivitetsanalysen er utarbeidet på bakgrunn av mulige endringer i diskonteringsrente og generell lønnsvekst. De øvrige aktuariemessige forutsetningene forholder seg uendret i sensitivitetsanalysen.

Tabell 10.7 Sensitivitetsanalyse

Beløp i millioner kroner

	31.12.2015			
	Diskonterings- rente	Generell lønnsvekst	Pensjons- forpliktelse	Endring*
Benyttede forutsetninger per 31.12.2015	2,70 %	2,50 %	3 847	I/A
Diskonteringsrente + 0,5 %	3,20 %	2,50 %	3 508	-8,81 %
Diskonteringsrente - 0,5 %	2,20 %	2,50 %	4 261	10,76 %
Generell lønnsvekst + 0,5 %	2,70 %	3,00 %	4 273	11,07 %
Generell lønnsvekst - 0,5 %	2,70 %	2,00 %	3 499	-9,05 %

\* Prosentvis endring i pensjonsforpliktelsen

## NOTE 11 PERSONALKOSTNADER

Tabell 11.1 Personalkostnader

Beløp i millioner kroner

	2015	2014
Lønn og honorarer	1 115	875
Arbeidsgiveravgift	142	112
Pensjonskostnader/(inntekter), se note 10	171	-24
Andre personalkostnader	258	188
<b>Personalkostnader</b>	<b>1 686</b>	<b>1 151</b>

Tabell 11.2 Antall ansatte/årsverk

	2015	2014
Antall ansatte per 31.12	856	763
Antall årsverk per 31.12	851	755

## YTELSER TIL STYRENDE ORGANER OG LEDENDE ANSATTE

### Representantskapet

For godtgjørelse til direktøren for tilsynssekretariatet, vises det til representantskapets rapport til Stortinget for 2015.

Tabell 11.3 Godtgjørelse til Representantskapet og Den faste komité

Beløp i hele kroner

	2015		
	Samlet per medlem	Representantskapet	Den faste komité
Leder	136 000	54 000	82 000
Nestleder	88 000	34 000	54 000
3 øvrige medlemmer i Den faste komité	80 500	26 500	54 000
10 medlemmer i representantskapet for øvrig	26 500	26 500	-
15 varamedlemmer*	4 400	4 400	-

\* I tillegg mottok varamedlemmer til representantskapet 2 550 kroner for hvert møte og varamedlemmer i Den faste komité 3 150 kroner for hvert møte.

Beløp i hele kroner

	2014		
	Samlet per medlem	Representantskapet	Den faste komité
Leder	136 000	54 000	82 000
Nestleder	88 000	34 000	54 000
3 øvrige medlemmer i Den faste komité	80 500	26 500	54 000
10 medlemmer i representantskapet for øvrig	26 500	26 500	-
15 varamedlemmer*	4 400	4 400	-

\* I tillegg mottok varamedlemmer til representantskapet 2 550 kroner for hvert møte og varamedlemmer i Den faste komité 3 150 kroner for hvert møte.

Samlet utbetalt godtgjørelse i 2015 var 839 700 kroner. Herav utbetalt fast godtgjørelse 796 500 kroner og godtgjørelse ved oppmøte som varamedlem 43 200 kroner. Satsene for honorar i 2015 ble fastsatt av Stortinget fra 1. januar 2014, jf. Innst. 56 S (2013–2014). Samlet utbetalt godtgjørelse i 2014 var 832 200 kroner.

#### Hovedstyret – eksterne medlemmer

Godtgjørelse til medlemmer og varamedlemmer av hovedstyret blir fastsatt av Finansdepartementet.

Tabell 11.4 Godtgjørelse til Hovedstyret

Beløp i hele kroner

	2015					
Navn	Sum godtgjørelse	Hovedstyret*	Revisjonsutvalg	Kompensasjonsutvalg*	Eierskapsutvalg**	Risiko- og investeringsutvalg**
Liselott Kilaas	315 000	212 000	61 000	-	42 000	-
Egil Matsen	323 500	212 000	72 500	-	-	39 000
Hilde Myrberg	223 200	212 000	-	11 200	-	-
Kjetil Storesletten	223 200	212 000	-	11 200	-	-
Karen Helene Ulltveit-Moe	312 000	212 000	61 000	-	-	39 000
Espen Moen (varamedlem)	182 000	140 000	-	-	42 000	-
Hege Sjo (varamedlem)***	11 667	11 667	-	-	-	-
Kathryn M. Baker (varamedlem)***	74 773	74 773	-	-	-	-

\* Arbeidet i Hovedstyret godtgjøres med en fast årlig sats. Godtgjørelse knyttet til kompensasjonsutvalget er 5 600 kroner for hvert møte. Øvrige utvalg godtgjøres ved faste årlige satser.

\*\* Utvalg etablert i 2015

\*\*\* Hege Sjo ble løst fra vervet som varamedlem 1. februar 2015 og Kathryn M. Baker kom inn som varamedlem 19. juni 2015

Beløp i hele kroner

Navn	Sum godtgjørelse	Hovedstyret	Revisjonsutvalg	2014	
				Kompensasjonsutvalg*	
Liselott Kilaas	264 000	205 000	59 000	-	-
Egil Matsen	275 000	205 000	70 000	-	-
Hilde Myrberg	226 600	205 000	-	-	21 600
Kjetil Storsletten	226 600	205 000	-	-	21 600
Karen Helene Ulltveit-Moe	264 000	205 000	59 000	-	-
Espen Moen (varamedlem)	135 000	135 000	-	-	-
Hege Sjø (varamedlem)	135 000	135 000	-	-	-

\* Godtgjørelse kompensasjonsutvalg er 5 400 kroner for hvert møte.

Samlet godtgjørelse til medlemmer og varamedlemmer av hovedstyret og underutvalg er 1 665 340 kroner i 2015 mot 1 526 200 kroner i 2014. I tillegg har Egil Matsen og Kjetil Storeletten mottatt 22 400 kroner hver for koordinering av i en midlertidig ekspertgruppe i 2015.

#### Sentralbanksjef og visesentralbanksjef

Lønn til sentralbanksjef og visesentralbanksjef blir fastsatt av Finansdepartementet. I tillegg har de fri telefon, fri avis, og fordel ved arbeidsgivers

dekning av forsikringer. Sentralbanksjefen har fri bil. Sentralbanksjef Øystein Olsen og visesentralbanksjef Jon Nicolaisen er medlem av Norges Banks pensjonskasse. Pensjonsvilkårene fremgår av de til enhver tid gjeldende vilkår for pensjonskassen. Visesentralbanksjef Jon Nicolaisen har videreførte pensjonsrettigheter fra tidligere arbeidsforhold i Norges Bank. Sentralbanksjef og visesentralbanksjef mottar ikke prestasjonsbasert eller annen variabel godtgjørelse.

Tabell 11.5 Godtgjørelse til sentralbanksjefen og visesentralbanksjefen

Beløp i hele kroner

	Navn	Brutto lønn	Verdi av andre fordeler	Pensjonsopptjening	2015	
					Personallån	
Sentralbanksjef	Øystein Olsen	2 188 218	136 692	379 826	-	-
Visesentralbanksjef	Jon Nicolaisen	1 795 603	7 865	407 589	303 333	-

Beløp i hele kroner

	Navn	Brutto lønn	Verdi av andre fordeler	Pensjonsopptjening	2014	
					Personallån	
Sentralbanksjef	Øystein Olsen	2 131 355	146 157	397 514	-	-
Visesentralbanksjef	Jon Nicolaisen*	1 329 281	6 813	274 883	100 000	-
Visesentralbanksjef	Jan F. Qvigstad**	429 330	30 089	400 811	1 640 000	-

\* Jon Nicolaisen tiltrådte stillingen som visesentralbanksjef 1.4.2014. Godtgjørelse vises fra tiltredelestidspunkt.

\*\* Jan F. Qvigstad fratrådte stillingen som visesentralbanksjef 31.3.2014. Godtgjørelse vises frem til fratredelsestidspunkt.

## LØNN OG PENSJONSFORHOLD FOR ØVRIGE LEDENDE ANSATTE I NORGES BANK

Ledende ansatte har de samme pensjonsordninger og lånevilkår som gjelder for alle ansatte i Norges Bank. Pensjonsordningene er omtalt i Note 10 *Pensjon* og lån til ansatte er omtalt under eget avsnitt i denne noten.

**Ytelser til ledende ansatte i sentralbankvirksomheten i Norges Bank**  
Hovedstyret fastsetter lønnstak for lønn til avdelingslederne i sentralbankvirksomheten. Sentralbanksjefen fastsetter årlig lønn innenfor dette lønnstaket. Ledende ansatte i sentralbankvirksomheten mottar ikke prestasjonsbasert eller annen variabel godtgjørelse.

Tabell 11.6 Godtgjørelse til ledende ansatte i sentralbankvirksomheten i Norges Bank

Beløp i hele kroner

						2015
	Navn	Brutto lønn	Verdi av andre fordeler	Pensjonsopptjening	Personallån	
Leder av Finansiell stabilitet	Ida Wolden Bache*	1 319 914	12 599	256 955	-	
Leder av Pengepolitikk	Birger Vikøren	1 588 113	16 997	349 700	906 054	
Leder av Markeder og banktjenester	Kristin Gulbrandsen	1 607 457	7 017	390 871	1 911 749	
Leder av Konsern- og fellesfunksjoner	Jannecke Ebbesen	1 548 539	13 151	355 939	-	
Direktør Internrevisjonen	Ingunn Valvatne	1 592 547	9 402	394 168	1 064 259	
Kommunikasjonsdirektør	Hilde Singasaas**	1 396 737	7 021	374 750	-	
Juridisk direktør	Marius Ryel	1 616 468	16 244	399 262	-	

\* Ida Wolden Bache tiltrådte stillingen som leder av Finansiell stabilitet 10.02.2015. Godtgjørelse vises fra tiltredelsestidspunkt.

\*\* Hilde Singasaas fratradte stillingen som kommunikasjonsdirektør 31.10.2015. Godtgjørelse vises frem til fratredelsestidspunkt.

Beløp i hele kroner

						2014
	Navn	Brutto lønn	Verdi av andre fordeler	Pensjonsopptjening	Personallån	
Leder av Finansiell stabilitet	Amund Holmsen	1 514 729	9 084	251 694	2 665 000	
Leder av Pengepolitikk	Birger Vikøren	1 536 252	11 263	289 830	968 542	
Leder av Markeder og banktjenester	Kristin Gulbrandsen	1 558 532	7 044	364 262	1 984 635	
Leder av Konsern- og fellesfunksjoner	Jannecke Ebbesen	1 499 485	10 875	321 491	2 500 000	
Leder av Stab	Jon Nicolaisen*	337 500	2 271	91 628	-	
Direktør Internrevisjonen	Ingunn Valvatne	1 532 534	14 230	366 804	1 120 129	
Kommunikasjonsdirektør	Hilde Singasaas	1 295 269	9 084	429 451	-	
Juridisk direktør	Marius Ryel	1 565 217	14 751	362 645	-	

\* Jon Nicolaisen tiltrådte stillingen som visesentralbanksjef 01.04.2014. Godtgjørelse vises frem til tiltredelsestidspunkt som visesentralbanksjef.

### Ytelser til ledende ansatte i Norges Bank Investment Management

Hovedstyret fastsetter et intervall for lønn til leder av Norges Bank Investment Management. Sentralbanksjefen fastsetter årlig lønn innenfor dette intervall. Lønn til øvrige medlemmer av ledergruppen i Norges Bank Investment Management er fastsatt av leder av Norges Bank Investment Management (Chief Executive Officer) i samsvar med hovedstyret og etter årlige vurderinger. Oppgitte ytelser gjelder for

perioden den ansatte har vært medlem av ledergruppen. Ledende ansatte i Norges Bank Investment Management opptjener ikke prestasjonsbasert eller annen variabel godtgjørelse. Ledende ansatte som tidligere har hatt stillinger som var berettiget prestasjonslønn vil ikke opptjene ytterligere rettigheter, men vil få utbetalt gjenværende prestasjonslønn i henhold til Norges Bank Investment Management Long-term Performance Plan.

Tabell 11.7 Godtgjørelse til ledende ansatte Norges Bank Investment Management

Beløp i hele kroner

						2015
	Navn	Brutto lønn	Prestasjonslønn***	Verdi av andre fordeler	Pensjonsopptjening	Personal-lån
<b>Norges Bank Investment Management</b>						
Chief Executive Officer	Yngve Slyngstad	6 285 184	-	7 860	528 943	402 709
Deputy CEO and CAO	Trond Grande	4 281 238	-	7 599	369 071	-
Chief Compliance and Control Officer	Stephen A. Hirsch*	283 333	-	655	22 037	-
Chief Investment Officer Equity Strategies	Petter Johnsen**	8 424 354	-	94 904	842 435	-
Chief Investment Officer Asset Strategies	Øyvind Gjærevoll Schanke	4 655 131	1 157 664	177 741	578 934	-
Chief Investment Officer Allocation Strategies	Ole Christian Bech-Moen	4 044 819	959 224	179 870	312 798	2 520 000
Chief Risk Officer	Dag Huse	4 298 316	1 318 655	7 860	565 898	-
Chief Operating Officer	Age Bakker	3 283 862	-	7 599	402 712	-
<b>Norges Bank Real Estate Management</b>						
Chief Investment Officer	Karsten Kallevig	4 257 705	-	7 860	356 189	-
Chief Administrative Officer	Mie Caroline Holstad	1 711 938	-	7 860	271 409	1 983 914
Chief Operating Officer	Nina Kathrine Hammerstad	2 514 702	-	7 860	376 992	2 108 986
Chief Risk Officer	Lars Oswald Dahl	3 075 042	-	7 860	331 987	-
Chief Compliance and Control Officer	Jan Thomsen	3 446 713	-	7 860	352 581	-

\* Tiltrådte sin stilling 01.12.2015. Godtgjørelse vises fra tiltredelsestidspunkt.

\*\* Mottar lønn i britiske pund, tall inkluderer derfor valutaeffekt ved omregning til norske kroner.

\*\*\* Ledergruppen i Norges Bank Investment Management mottar kun fastlønn. Nye medlemmer av ledergruppen som tidligere hadde prestasjonsbasert lønn har ikke denne ordningen lenger, men vil i årene som kommer få utbetalt den tilbakeholdte prestasjonslønnen.



Beløp i hele kroner

		2014				
	Navn	Brutto lønn	Prestasjonslønn**	Verdi av andre fordeler	Pensjonsopp-tjening	Personal-lån
Chief Executive Officer	Yngve Slyngstad	6 247 170	-	9 084	479 580	503 387
Deputy CEO and CAO	Trond Grande	4 027 805	-	9 084	330 432	-
Chief Compliance Officer	Jan Thomsen	3 446 715	-	9 084	324 387	-
Chief Investment Officer	Petter Johnsen***	6 884 774	-	87 769	688 477	-
Chief Investment Officer	Øyvind Gjærevoll Schanke*	1 062 500	-	66 204	123 457	-
Chief Investment Officer	Ole Christian Bech-Moen*	937 500	-	84 204	68 547	2 520 000
Chief Risk Officer	Dag Huse*	1 062 500	-	2 271	123 473	-
Chief Operating Officer	Age Bakker	3 182 418	-	9 137	370 546	-
Chief Investment Officer	Karsten Kallevig	4 241 414	-	9 084	315 124	-
Chief Administrative Officer	Mie Caroline Holstad*	437 500	-	2 346	57 473	2 052 899
Chief Operating Officer	Nina Kathrine Hammerstad*	625 000	-	2 371	85 161	2 166 138

\* Tiltrådte sin stilling 1.10.2014. Godtgjørelse vises fra tiltredeledestidspunkt.

\*\* Ledergruppen i Norges Bank Investment Management mottar kun fastlønn. Nye medlemmer av ledergruppen som tidligere hadde prestasjonsbasert lønn har ikke denne ordningen lenger, men vil i årene som kommer få utbetalt den tilbakeholdte prestasjonslønnen.

\*\*\* Mottar lønn i britiske pund, tall inkluderer derfor valutaeffekt ved omregning til norske kroner.

### Prestasjonslønn

I 2011 ble det etablert ordning om variabel lønn innenfor bestemmelsene i Forskrift 1. desember 2010 nr. 1507 om godtgjørelsesordninger i finansinstitusjoner, verdipapirforetak og forvaltningsselskap for verdipapirfond.

Norges Banks hovedstyre fastsetter prinsippene for lønnsystemet til Norges Bank Investment Management. I tillegg til fastlønn kan ansatte som jobber direkte med investeringsbeslutninger, og enkelte andre medarbeidere, ha prestasjonsbasert lønn. Prestasjonslønnen beregnes ut fra oppnådde resultater i forhold til avtalte mål for fondets resultat, gruppens resultat og det individuelle resultatet. Opptjent prestasjonslønn utbetales over flere år. Dette gjøres ved at 50 prosent utbetales i året etter at prestasjonslønnen er opptjent, og de resterende 50 prosentene tilbakeholdes og utbetales over de tre neste årene. Beløpet som holdes tilbake justeres for fondets avkastning.

Norges Banks hovedstyret og sentralbanksjefen fastsetter henholdsvis prinsipper og retningslinjer for prestasjonsbasert lønn i øvrige deler av Norges Bank. I tillegg til fastlønn kan ansatte

som jobber direkte med investeringsbeslutninger for valutaresservene, ha prestasjonslønn. Prestasjonslønnen beregnes ut fra oppnådde resultater i forhold til avtalte mål for forvaltningen. Opptjent prestasjonslønn utbetales over flere år. To tredjedeler utbetales i året etter at prestasjonslønnen er opptjent, og den resterende tredjedel tilbakeholdes og utbetales over de 2 neste årene.

### Lån til ansatte

Bankens låneordning for egne ansatte i Norge omfatter boliglån og forbrukslån. Boliglån blir gitt i samsvar med retningslinjer gitt av Representantskapet, begrenset til 80 prosent av takst med maksimalt 2 680 000 kroner og med maksimal avdragstid 30 år. Forbrukslån blir gitt med maksimalt fire ganger brutto månedslønn, begrenset oppad til 350 000 kroner. Låneordningene gjelder for alle ansatte. Renten følger normalrentesatsen for rimelige lån i arbeidsforhold som fastsettes av Finansdepartementet 6 ganger i året.

Totale lån til ansatte i 2015 var 544 millioner kroner, mot 763 millioner kroner i 2014.

## NOTE 12 FORVALTNINGSGODTGJØRING SPU



### REGNSKAPSPRINSIPP

Forvaltningsgodtgjøring inntektsføres løpende gjennom regnskapsåret, men blir først gjort opp i påfølgende år. Utestående forvaltningsgodtgjøring er en finansiell eiendel og måles til amortisert kost.

Totale driftskostnader i Norges Bank tilknyttet forvaltningen av SPU godtgjøres av Finansdepartementet som oppdragsgiver. Forvaltningsgodtgjøringen tilsvare faktiske kostnader påløpt i Norges Bank, inkludert avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere. Forvaltningsgodtgjøring belastes resultatreg-

skapet til SPU som en kostnad og fremkommer som en inntekt i Norges Banks resultatregnskap, på linjen *Herav forvaltningsgodtgjøring SPU*. Forvaltningsgodtgjøringen utgjorde 3 933 millioner kroner i 2015 og 3 202 millioner kroner i 2014. Se note 20.10 *Forvaltningskostnader* for spesifisering og ytterligere beskrivelse.

## NOTE 13 ANDRE IKKE-FINANSIELLE EIENDELER



### REGNSKAPSPRINSIPP

Varige driftsmidler blir innregnet til anskaffelseskost og avskrives lineært over forventet levetid.

#### *Gullbeholdning:*

Norges Bank har en beholdning av gullmynter og gullbarrer som del av bankens historiske samlinger. Samlingen er målt til virkelig verdi på tidspunktet da gullet ble omklassifisert fra internasjonale reserver til langsiktige eiendeler.

#### *Kunst og numismatisk samling:*

Norges Bank har en samling av kunst- og numismatiske objekter som medaljer, sedler og mynt. Samlingen er innregnet til estimert anskaffelseskost i henhold til siste taksering.

#### *Nedskrivningsvurderinger:*

Dersom det foreligger indikasjoner på verdifall på eiendelene blir det foretatt en verdifallstest. Dersom bokført verdi overskrider virkelig verdi blir det foretatt nedskrivning til virkelig verdi. Verdien av gullet blir ikke oppskrevet ved økt metallverdi på gull.

Tabell 13.1 Andre ikke-finansielle eiendeler

Beløp i millioner kroner

	31.12.2015	31.12.2014
Varige driftsmidler	1 974	1 787
Gullbeholdning	291	291
Kunst og numismatisk samling	84	83
Andre eiendeler	76	43
<b>Andre ikke-finansielle eiendeler</b>	<b>2 425</b>	<b>2 204</b>

## VARIGE DRIFTSMIDLER

Tabell 13.2 viser spesifikasjon av varige driftsmidler fordelt på immaterielle og materielle driftsmidler.

Tabell 13.2 Varige driftsmidler

Beløp i millioner kroner

	2015					Sum
	Immaterielle driftsmidler	Materielle driftsmidler			Anlegg under utførelse	
		Programvare	Bygg	Tomter		
Anskaffelseskost per 01.01.	401	2 659	60	188	187	3 495
+ Tilgang	99	140	-	16	103	358
- Avgang	14	-	-	2	-	16
<b>Anskaffelseskost per 31.12.</b>	<b>486</b>	<b>2 799</b>	<b>60</b>	<b>202</b>	<b>290</b>	<b>3 837</b>
- Samlede av- og nedskrivninger	280	1 441	-	142	-	1 863
<b>Bokført verdi per 31.12.</b>	<b>206</b>	<b>1 358</b>	<b>60</b>	<b>60</b>	<b>290</b>	<b>1 974</b>
Avskrivning inneværende år	65	78	-	29	-	172
Nedskrivning i år	-	-	-	-	-	-
Avskrivningsplan, antall år	3-6	5-75	ingen	4-10	ingen	-

Beløp i millioner kroner

	2014					Sum
	Immaterielle driftsmidler	Materielle driftsmidler			Anlegg under utførelse	
		Programvare	Bygg	Tomter		
Anskaffelseskost per 01.01.	268	2 583	60	177	175	3 263
+ Tilgang	138	76	-	24	12	250
- Avgang	5	-	-	13	-	18
<b>Anskaffelseskost per 31.12.</b>	<b>401</b>	<b>2 659</b>	<b>60</b>	<b>188</b>	<b>187</b>	<b>3 495</b>
- Samlede av- og nedskrivninger	230	1 363	-	115	-	1 708
<b>Bokført verdi per 31.12.</b>	<b>171</b>	<b>1 296</b>	<b>60</b>	<b>73</b>	<b>187</b>	<b>1 787</b>
Avskrivning inneværende år	43	54	-	26	-	123
Nedskrivning i år	-	-	-	-	-	-
Avskrivningsplan, antall år	3-6	5-75	ingen	4-10	ingen	-

## BYGG

Bankplassen 4 er bortfestet til staten i 80 år, fra november 1986. Bygget er fullt ut avskrevet og balanseførte verdi er null per 31.12.2015.

## NOTE 14 ØVRIGE DRIFTSKOSTNADER OG DRIFTSINNTEKTER

### ØVRIGE DRIFTSKOSTNADER

Tabell 14.1 Øvrige driftskostnader

Beløp i millioner kroner

	2015	2014
Kostnader til depot	413	480
IT-tjenester, systemer og data	831	673
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	361	264
Øvrige kostnader	351	265
Faste honorarer til eksterne forvaltere	615	445
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	578	649
<b>Sum øvrige driftskostnader</b>	<b>3 149</b>	<b>2 776</b>

Tabell 14.2 Honorar ekstern revisor

Beløp i tusen kroner, inkl. mva

	Norges Bank		Datterselskap*	
	2015	2014	2015	2014
Lovpålagt revisjon	17 374	17 044	3 707	3 731
Andre attestasjonstjenester**	5 186	3 572	-	-
Skatte- og avgiftsrådgivning	104	123	49	157
Andre tjenester	-	-	155	185
<b>Sum honorar ekstern revisor</b>	<b>22 664</b>	<b>20 739</b>	<b>3 911</b>	<b>4 073</b>

\* Norges Bank har etablert datterselskaper som utelukkende utgjør investeringer som ledd i Norges Banks forvaltning av investeringsportefølje til SPU.

\*\* Ekstern revisor har i 2015 bistått Tilsynsekretariatet i flere av deres tilsynsgjennomganger. Honorarene for dette er presentert under Andre attestasjonstjenester.

### ØVRIGE DRIFTSINNTEKTER

Tabell 14.3 Spesifikasjon øvrige driftsinntekter

Beløp i millioner kroner

	2015	2014
Tjenester til banker	59	59
Tjenester til staten (se note 19 <i>nærstående parter</i> )	37	37
Husleie (se note 19 <i>nærstående parter</i> )	25	26
Andre inntekter	5	8
<b>Sum øvrige driftsinntekter</b>	<b>126</b>	<b>128</b>

#### Tjenester til banker

Norges Bank utfører oppgjørstjenester for bankene gjennom Norges Banks oppgjørssystem (NBO). Kostnadene til kontoholds- og oppgjørstjenester dekket gjennom årlige priser i NBO. Det er lagt til grunn at inntektene skal dekke to tredjedeler

av de samlede kostnadene for innføring og drift av oppgjørssystemet. En tredjedel av kostnadene henføres til sentralbankoppgaver og dekkes av Norges Bank.

## NOTE 15 SEDLER OG MYNT I OMLØP



### REGNSKAPSPRINSIPP

Sedler og mynt blir innregnet til pålydende verdi når disse settes i omløp, og fraregnet når de tas ut av omløp og senest ved utløpet av 10-årsfristen for innløsningsplikt i henhold til Sentralbankloven § 15. Sedler og mynt som ikke innløses innen 10-årsfristen blir inntektsført på resultatlinjen *Andre finansielle inntekter/kostnader*. Sedler og mynt kan innløses etter 10-årsfristen og blir da kostnadsført på samme resultatlinje. Utgifter til produksjon av sedler og mynt blir kostnadsført på resultatlinjen *Øvrige driftskostnader* når de påløper.

Det er ingen inntektsføring av utløpte sedler og mynt i 2015 eller 2014. I 2015 ble det innløst tidli-

gere utgåtte sedler og mynter tilsvarende 19,9 millioner kroner, mot 12,9 millioner kroner i 2014.

## NOTE 16 DET INTERNASJONALE VALUTAFONDET (IMF)



### REGNSKAPSPRINSIPP

#### *Tildelte spesielle trekkrettigheter (SDR):*

Beholdning av SDR innregnes som eiendel i balansen. Verdien av SDR blir regnet ut fra en valutakurv bestående av amerikanske dollar, euro, britiske pund og japanske yen. Motverdi til de tildelte spesielle trekkrettighetene i IMF viser de samlede tildelingene til Norges Bank og blir innregnet som gjeld i balansen. Norges Banks beholdning av SDR måles til amortisert kost.

#### *Reservetransjepisjon:*

Reservetransjepisjonen består av den tildelte kvoten Norges Bank har i IMF, fratrukket IMF's kroneinnskudd i Norges Bank. Mellomværende med IMF innregnes brutto i balansen. Kvoten i IMF og kronegjelden til IMF måles til amortisert kost.

#### *Lån til IMF og internasjonale forpliktelser i regi av IMF:*

Lån og internasjonale forpliktelser blir innregnet i balansen til virkelig verdi ved førstegangsinregning. Etterfølgende måling gjøres til amortisert kost.

Norges Bank forvalter, i henhold til sentralbankloven § 25, Norges rettigheter og oppfyller de tilsvarende forpliktelser som følger av landets deltagelse i det internasjonale valutafondet IMF. IMF har som mål å fremme samarbeid om det internasjonale monetære systemet, bidra til finansiell stabilitet, understøtte internasjonal handel, samt å bidra til høy sysselsetting, bærekraftig økonomisk vekst og redusert fattigdom verden rundt. Hovedaktiviteter for IMF er å overvåke den økonomiske utviklingen, gi råd til medlemslandene og yte midlertidig finansiering ved betalingsbalanseproblemer.

Norge bidrar til finansieringen av IMF på følgende måte:

1. Gjennom Norges medlemsinnskudd i IMF
2. Gjennom ulike låneavtaler med IMF:
  - a. Den multilaterale låneordningen New Arrangements to Borrow (NAB)
  - b. Bilaterale utlån til IMF
  - c. Finansieringen av Poverty Reduction and Growth Trust (PRGT)

Tabell 16.1 Fordringer og gjeld – IMF

Beløp i millioner kroner

					31.12.2015
	Forpliktet lånetilsagn*	Trekk på låne- tilsagn	Kapital- innskudd**	SDR	Sum balanseført
<b>Finansielle eiendeler</b>					
Medlemsinnskudd i IMF (kvoten)	-	-	23 072	-	23 072
Beholdning av spesielle trekkrettigheter (SDR)	-	-	-	18 449	18 449
Låneordning med IMF - NAB	47 411	4 619	-	-	4 619
Låneordning med IMF - Bilateralt utlån	73 486	-	-	-	-
Låneordning med IMF - PRGT	3 674	3 656	-	-	3 656
<b>Fordringer på IMF</b>	<b>124 571</b>	<b>8 275</b>	<b>23 072</b>	<b>18 449</b>	<b>49 796</b>
<b>Finansiell gjeld</b>					
Kronegjeld til IMF	-	-	20 719	-	20 719
Motverdien av tildelte spesielle trekkrettigheter	-	-	-	19 145	19 145
<b>Gjeld til IMF</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>20 719</b>	<b>19 145</b>	<b>39 864</b>
<b>Netto posisjoner mot IMF</b>	<b>124 571</b>	<b>8 275</b>	<b>2 353</b>	<b>-696</b>	<b>9 932</b>

\* Forpliktende avtaler som gir IMF låneadgang hos Norges bank opp til avtalt beløp. Kun trukket andel blir balanseført. Endring i forpliktet lånetilsagn er i sin helhet tilknyttet valutakursendringer.

\*\* Netto kapitalinnskudd betegnes som reservetranseposisjon og er Norges kvote fratrukket kronegjeld til IMF. Norges Bank kan ved behov uten videre kreve å få låne et beløp tilsvarende størrelsen på reservetranseposisjonen fra IMF.

Beløp i millioner kroner

					31.12.2014
	Forpliktet lånetilsagn*	Trekk på låne- tilsagn	Kapital- innskudd**	SDR	Sum balanseført
<b>Finansielle eiendeler</b>					
Medlemsinnskudd i IMF (kvoten)	-	-	20 421	-	20 421
Beholdning av spesielle trekkrettigheter (SDR)	-	-	-	16 064	16 064
Låneordning med IMF - NAB	41 961	5 021	-	-	5 021
Låneordning med IMF - Bilateralt utlån	65 041	-	-	-	-
Låneordning med IMF - PRGT	3 252	2 535	-	-	2 535
<b>Fordringer på IMF</b>	<b>110 254</b>	<b>7 556</b>	<b>20 421</b>	<b>16 064</b>	<b>44 041</b>
<b>Finansiell gjeld</b>					
Kronegjeld til IMF	-	-	17 489	-	17 489
Motverdien av tildelte spesielle trekkrettigheter	-	-	-	16 945	16 945
<b>Gjeld til IMF</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>17 489</b>	<b>16 945</b>	<b>34 434</b>
<b>Netto posisjoner mot IMF</b>	<b>110 254</b>	<b>7 556</b>	<b>2 932</b>	<b>-881</b>	<b>9 607</b>

\* Forpliktende avtaler som gir IMF låneadgang hos Norges bank opp til avtalt beløp. Kun trukket andel blir balanseført. Endring i forpliktet lånetilsagn er i sin helhet tilknyttet valutakursendringer.

\*\* Netto kapitalinnskudd betegnes som reservetranseposisjon og er Norges kvote fratrukket vår kronegjeld til IMF. Norges Bank kan ved behov uten videre kreve å få låne et beløp tilsvarende størrelsen på reservetranseposisjonen fra IMF.

IMF har skapt en internasjonal reservefordring omtalt som Spesielle trekkrettigheter (SDR). Alle rettigheter og forpliktelser med IMF er i valutaen SDR. Verdien av SDR blir regnet ut fra en valutakurv bestående av amerikanske dollar, euro, britiske pund og japanske yen. Valutaandelene fastsettes hvert år og varierer med utviklingen i bilaterale valutakurser. Per 31. desember 2015 var 1 SDR lik 12,22 norske kroner.

Sammensetningen av SDR vurderes hvert femte år og vurderingen gjennomført i 2015 førte til at kinesiske renminbi blir inkludert i valutakurven fra 1. oktober 2016.

Norges Banks potensielle kreditteksponering overfor IMF er betydelig. Sikkerheten for lån til IMF vurderes imidlertid som meget god, blant annet på grunn av betingelsene for økonomiske tilpasnings- og stabiliseringsprogram for låntakerne. I tillegg er det presedens for at IMF får tilbakebetalt sine fordringer før andre kreditorer. IMF har aldri realisert tap på utlån under de generelle utlånsordningene. Norges Bank har ikke kredittrisiko overfor tredjeland i forbindelse med lån da alle fordringene er mot IMF.

De ulike rettigheter, forpliktelser, fordringer og gjeld er beskrevet nedenfor.

#### **Norges Banks medlemsinnskudd i IMF (kvoten)**

IMF eies og styres av sine medlemsland og fungerer som en kredittunion hvor hvert medlemsland betaler inn et medlemsinnskudd, også kalt kvote. Disse innskuddene er IMF's viktigste finansieringskilde for utlån. Størrelsen på kapitalinnskuddene reflekterer medlemslandets relative størrelse i verdensøkonomien. Kvoten danner grunnlaget for antall stemmer et land har i IMF's styre, hvor store lån det kan få dersom det får betalingsbalanseproblemer samt hvor mange SDR medlemslandet får ved tildeling av SDR. Norges medlemsinnskudd per 31. desember 2015 utgjør 1 883,7 millioner SDR, og er uendret fra 2014.

Den 14. kvotereformen, vedtatt i 2010 av IMF, trer i kraft i januar 2016. Medlemsinnskuddene i IMF vil da om lag doubles og Norges innskudd vil øke fra 1 883,7 millioner SDR til 3 754,7 millioner

SDR. Ved innbetaling av økt innskudd vil Norges forpliktelse til å stille midler til disposisjon i NAB låneordning reduseres fra 3 871 millioner SDR til 1 967 millioner SDR.

#### **Beholdning av Spesielle trekkrettigheter (SDR)**

SDR blir periodisk tildelt medlemslandene i IMF, senest i 2009. *Motverdi av tildelte SDR* viser hvor mye SDR Norge har blitt tildelt fra ordningen ble etablert. Per 31. desember 2015 er Norge tildelt i alt 1 563,1 millioner SDR, uendret fra 2014. Norges beholdning av SDR er plassert som innskudd i IMF og utgjorde 1 506,2 millioner SDR i 2015, mot 1 481,8 millioner SDR i 2014.

*Beholdningen av SDR* kan benyttes til innbetaling av medlemsinnskudd, øvrige transaksjoner med IMF eller kjøp og salg av SDR med andre medlemsland. SDR kan imidlertid ikke benyttes ved direkte kjøp av varer og tjenester.

#### **Norges Banks utlån til IMF**

I tillegg til medlemsinnskuddene er låneordningene viktige finansieringskilder for IMF. Norge har inngått to låneavtaler med IMF, i tillegg til en egen låneordning for lavinntektsland.

#### **1) New Arrangements to Borrow (NAB-ordningen)**

NAB-ordningen benyttes til utlån dersom IMF har behov for midler utover innskuddene fra medlemslandene. Norges Banks utlån til IMF gjennom NAB-ordningen per 31. desember 2015 utgjør 377,1 millioner SDR som tilsvarer 4 619 millioner kroner. Lånetilsagn til NAB er totalt på 3 871 millioner SDR.

#### **2) Bilateralt utlån**

IMF og Norges Bank har inngått en bilateral låneavtale som innebærer at IMF har en låneadgang i form av en trekkrettighet på inntil 6 milliarder SDR. Avtalen er en del av en større internasjonal innsats for å sikre at IMF har nok ressurser til å kunne møte medlemslandenes mulige behov for kriselån. Per 31. desember 2015 har IMF ikke trukket på dette lånet.

### 3) Poverty Reduction and Growth Trust (PRGT-ordningen)

Norge deltar i finansieringen av IMF's subsidierte utlånsordning. Utlån til PRGT utgjør per 31. desember 2015 298 millioner SDR som tilsvarer 3 656 millioner kroner. Tilsvarende utlån for 2014 var 234 millioner SDR som da utgjorde 2 535 millioner kroner. Lånetilsagn til PRGT er totalt på 300 millioner SDR.

### IMF's innskudd i Norges Bank

IMF har plassert hele sin beholdning av norske kroner i Norges Bank. I balansen kalles dette Kronegjeld til IMF. Verdien av innskuddet blir imidlertid regulert slik at IMF ikke har risiko knyttet til endringer i valutakursen mellom norske kroner og SDR. Kroneinnskuddet fra IMF per 31. desember 2015 utgjør 1 691,5 millioner SDR mot 1 613,2 millioner SDR i 2014.

## NETTO RENTEINNTekt FRA FORDRINGER PÅ OG GJELD TIL IMF

Tabell 16.2 Netto renteinntekter fra fordringer og gjeld IMF

Beløp i millioner kroner

	2015			
	Trekk på lånetilsagn	Kapitalinnskudd	SDR	Sum
Renteinntekter IMF	7	9	8	24
Rentekostnader IMF	-	-8	-9	-17
<b>Netto renteinntekt fra fordringer og gjeld på IMF</b>	<b>7</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>	<b>7</b>

Beløp i millioner kroner

	2014			
	Trekk på lånetilsagn	Kapitalinnskudd	SDR	Sum
Renteinntekter IMF	10	14	12	36
Rentekostnader IMF	-	-12	-13	-25
<b>Netto renteinntekt fra fordringer og gjeld på IMF</b>	<b>10</b>	<b>2</b>	<b>-1</b>	<b>11</b>

### Spesielle trekkrettigheter (SDR)

Norges Bank opptjener renteinntekter fra IMF på sin beholdning av spesielle trekkrettigheter, og belastes for rentekostnader på motverdien av tildelte spesielle trekkrettigheter. Rentene beregnes månedlig og avregnes kvartalsvis. Rentesatsen oppdateres ukentlig av IMF.

### Renter av medlemsinnskudd i IMF og Renter av krongjeld til IMF

Reservetransjeposisjonen (slik definert i fotnote til tabell 16.1) renteberegnes av IMF. Rente-

beregningen foretas netto av IMF, men vises brutto hos Norges Bank under renteinntekter og rentekostnader fra kapitalinnskudd. Rentene beregnes månedlig og avregnes kvartalsvis. Rentesatsen oppdateres ukentlig av IMF.

### Renter på låneordninger med IMF

Rentene beregnes månedlig og avregnes kvartalsvis (NAB) og halvårlig (PRGT). Rentesatsen oppdateres ukentlig av IMF.



## NOTE 17 BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS)



### REGNSKAPSPRINSIPP

Aksjene er bokført til virkelig verdi under *Aksjer og andeler*. BIS har ved utstedelsen av aksjer kun innkrevd innbetaling på 25 prosent av aksjenes pålydende, resterende 75 prosent er kommitert kapital som ikke er bokført i balansen.

BIS fungerer som en bank for sentralbankene, og skal i tillegg bistå sentralbanker ved å bidra til internasjonalt samarbeid og i arbeidet med pengepolitikk og finansiell stabilitet.

BIS er et aksjeselskap eid av sentralbanker. Norges Bank har 8 000 stemmeberettigede aksjer (pålydende 5 000 SDR) i BIS, i tillegg til 564 ikke-stemmerettsberettigede aksjer (pålydende 5 000 SDR), totalt 8 564 aksjer.

Tabell 17.1 Aksjer i BIS

Beløp i millioner kroner

	31.12.2015	31.12.2014
Aksjer i BIS	200	200
Kommitert kapital, ikke bokført i balansen	441	348
Mottatt utbytte fra BIS	21	18

## NOTE 18 UTLÅN TIL BANKER, INNSKUDD FRA BANKER OG INNSKUDD FRA STATSKASSEN



### REGNSKAPSPRINSIPP

Utlån til banker blir innregnet i balansen til virkelig verdi ved førstegangsinnregning. Det er ingen etableringsgebyrer eller andre direkte transaksjonskostnader. Etterfølgende måling gjøres til amortisert kost, hvor den effektive renten resultatføres. Dersom det foreligger indikasjoner på at et tap ved verdifall har påløpt, måles tapet som forskjellen mellom regnskapsført verdi i balansen og nåverdien av estimerte fremtidige kontantstrømmer. Nedskrivning reduserer engasjementets regnskapsførte verdi i balansen og periodenes nedskrivning blir resultatført.

Renteinntekter innregnes etter hvert som de opptjenes. *Rentekostnader* innregnes etter hvert som de påløper.

Tabell 18.1 Utlån til banker

Beløp i millioner kroner

	31.12.2015	31.12.2014
D-lån til banker	716	1
<b>Utlån til banker</b>	<b>716</b>	<b>1</b>

Se Note 7 *Risiko* for omtale av kredittrisiko knyttet til utlånene.

Tabell 18.2 Innskudd fra banker m.m

Beløp i millioner kroner

	31.12.2015	31.12.2014
Folioinnskudd fra banker	35 190	34 271
F-innskudd fra banker	23 002	43 391
Andre innskudd	226	138
<b>Innskudd fra banker m.m.</b>	<b>58 418</b>	<b>77 800</b>

Tabell 18.3 Renteinntekter fra utlån til banker

Beløp i millioner kroner

	2015	2014
Renter D-lån innenlandske banker	-	-
Renter F-lån innenlandske banker	68	80
<b>Sum renteinntekter fra utlån til banker</b>	<b>68</b>	<b>80</b>

### RENTEVILKÅR FOR UTLÅN TIL BANKER

F-lån er det instrumentet som primært blir brukt for å tilføre likviditet til banksystemet. F-lån er lån mot sikkerhet i verdipapirer til fast rente og gitt løpetid. Løpetiden på F-lån varierer og avhenger av likviditetssituasjonen i banksystemet. Gjennomsnittlig løpetid for F-lån til banker var 0,2 måneder både i 2015 og 2014.

Rentene på F-lån fastsettes normalt ved flerprisauksjon. Flerprisauksjon innebærer at bankene legger inn bud på ønsket beløp og rente. Ved

tildeling bestemmer Norges Bank samlet beløp. Budene rangeres fra høyeste til laveste rente. Budene som ligger innenfor samlet beløp, vil bli tildelt med det beløp og den rente som ble budt.

D-lån kan benyttes av bankene hvis de ønsker å låne penger av Norges Bank gjennom dagen og over natten. D-lån er lån mot sikkerhet i verdipapirer til styringsrenten (foliorenten) pluss ett prosentpoeng og renteberegnes neste virkedag hvis pengene ikke er betalt tilbake samme dag som de er lånt.

Tabell 18.4 Rentekostnader på innskudd fra banker og statskassen

Beløp i millioner kroner

	2015	2014
Rentekostnader på folioinnskudd fra banker	-349	-511
Rentekostnader på fastinnskudd fra banker	-232	-422
Rentekostnader på bankdrevne depoter	-11	-16
<b>Sum rentekostnad på innskudd fra banker og statskassen</b>	<b>-592</b>	<b>-949</b>

#### RENTEVILKÅR FOR INNSKUDD FRA BANKER

Folioinnskudd: Bankene kan plassere ubegrenset med reserver i Norges Bank via den stående innskuddsfasiliteten. Innskudd mindre enn eller lik bankens kvote forrentes til styringsrenten (foliorenten). Innskudd utover kvoten forrentes til en lavere rente, reserverenten. Reserverenten er 1 prosentpoeng lavere enn styringsrenten.

F-innskudd: Norges Bank reduserer mengden reserver i banksystemet ved å gi bankene F-innskudd. Renten fastsettes normalt ved flerprisauksjon. Løpetiden på F-innskudd bestemmes av Norges Bank og varierer avhengig av prognosene for den strukturelle likviditeten. Norges Bank kan gi bankene F-innskudd til flytende rente, det vil si at renten på F-innskudd avhenger av en referanserente i pengemarkedet.

Gjennomsnittlig løpetid for F-innskudd fra banker var 0,2 måneder både i 2015 og i 2014.

#### RENTEVILKÅR FOR INNSKUDD FRA STATSKASSEN

Rentevilkårene for innskudd fra staten er fastsatt i en særskilt avtale mellom Norges Bank og Finansdepartementet. Beregning av innskuddsrenten er basert på pengemarkedsrenter som vektet mellom norske og utenlandske renter i forhold til investeringene i balansen til Norges Bank (ekskl. Plasseringer for SPU og Innskudd kronekonto SPU).

Innskudd fra staten er forrentet med 0 prosent p.a. i hele 2015 og 2014.

## NOTE 19 TRANSAKSJONER MED NÆRSTÅENDE PARTER



### REGNSKAPSPRINSIPP

Norges Bank er eiet av staten og benytter seg av unntaksregelen i IAS 24.25 vedrørende opplysninger om transaksjoner og mellomværende, inkludert forpliktelser, med staten som nærstående part. Dette inkluderer transaksjoner med andre enheter som er nærstående parter, fordi staten har kontroll over, felles kontroll over, eller betydelig innflytelse over både Norges Bank og de andre enhetene.

Norges Bank, inkludert SPU, er et eget rettssubjekt som er heleid av staten ved Finansdepartementet. Se note 1 *Generell informasjon* for informasjon om forholdet mellom Finansdepartementet, Norges Bank og SPU. Norges Bank gjennomfører alle transaksjoner i eget navn og til markedspriser.

For informasjon om transaksjoner med styrende organer og ledende ansatte i Norges Bank, se note 11 *Personalkostnader*.

### FORVALTNING AV SPU

Finansdepartementet plasserer midler til forvaltning av SPU som et kroneinnskudd på en særskilt konto i Norges Bank. Fondsmidlene videreplasseres i en investeringsportefølje bestående av aksjer, rentepapirer og fast eiendom. Se informasjon om periodens tilførsel i note 20 *Statens pensjonsfond utland (SPU) – oppstilling over endring i eiers kapital*.

Norges Bank belaster Finansdepartementet en forvaltningsgodtgjørelse knyttet til forvaltningen av SPU, som utgjorde 3 933 millioner kroner i 2015 og 3 202 millioner kroner i 2014. Se ytterligere informasjon i note 20.10 *Forvaltningskostnader*.

### TRANSAKSJONER MELLOM NORGES BANK OG SPU

Interne transaksjoner i form av pengemarkedsutlån eller -innlån og gjenkjøpsavtaler mellom SPU og Norges Banks langsiktige portefølje presenteres som netto mellomværende mellom de to rapporteringsenhetene, på balanselinjene *Andre finansielle eiendeler* og *Annen finansiell gjeld*. Tilhørende resultatposter presenteres brutto i det respektive resultatregnskapet, som

enten renteinntekter eller rentekostnader. Alle transaksjoner utføres til markedspriser.

### ANDRE TRANSAKSJONER MED STATEN

Norges Bank utfører etter avtaler med Finansdepartementet oppgaver i forbindelse med:

- Statsgjeldsforvaltningen
- Administrering av statens konsernkontoordning
- Håndtering av minnemynt

Finansdepartementet dekker Norges Banks kostnader for disse oppgavene, som utgjorde 37 millioner kroner for 2015 og 37 millioner kroner for 2014.

I tråd med retningslinjer for avsetning og disponering av Norges Banks resultat pkt. 5 skal det; «*Fra overføringsfondet overføres ved hvert årsoppgjør til statskassen et beløp svarende til en tredjedel av inntøddende midler i overføringsfondet.*» Dette utgjorde 26,6 milliarder kroner for 2015 og 10,4 milliarder kroner for 2014.

Basert på avlagt årsregnskap finner utbetalingen sted i påfølgende år, mens skyldig beløp fremkommer som *Annen gjeld* i balansen per 31.12.

### TRANSAKSJONER MED ANDRE NÆRSTÅENDE PARTER

Norges Bank har transaksjoner med andre statlige avdelinger og organer. Disse transaksjonene er hovedsakelig knyttet til husleieinntekter ved utleie av bygg, og utgjorde 25 millioner kroner både i 2015 og 2014.

## NOTE 20 STATENS PENSJONSFOND UTLAND (SPU)

### RESULTATREGNSKAP

Beløp i millioner kroner

	Note	2015	2014
<b>Resultat fra porteføljen før gevinst/tap valuta</b>			
Inntekt/kostnad fra:			
- Aksjer og andeler*	4	284 414	385 943
- Obligasjoner*	4	36 160	158 006
- Unotert eiendom	6	14 537	7 160
- Finansielle derivater	4	-1 984	-8 208
- Utlån med sikkerhetsstillelse*	11	3 266	2 758
- Innlån med sikkerhetsstillelse	11	50	-35
Skattekostnad	9	-2 628	-2 026
Renteinntekter/kostnader		-18	39
Andre kostnader		-18	-3
<b>Porteføljeresultat før gevinst/tap valuta</b>		<b>333 779</b>	<b>543 634</b>
Gevinst/tap valuta		668 138	702 259
<b>Porteføljeresultat</b>		<b>1 001 917</b>	<b>1 245 893</b>
Forvaltningsgodtgjøring	10	-3 933	-3 202
<b>Periodens resultat og totalresultat</b>		<b>997 984</b>	<b>1 242 691</b>

\* *Utlån med sikkerhetsstillelse* består av resultat fra gjensalgsvtaler samt inntekt fra verdipapirutlån gjennom agent. Inntekt fra verdipapirutlån gjennom agent var tidligere presentert som en del av *Inntekt/kostnad fra: Aksjer og andeler* og *Obligasjoner*. Sammenligningstall for 2014 er omarbeidet.

## BALANSE

Beløp i millioner kroner

	Note	31.12.2015	31.12.2014*
<b>EIENDELER</b>			
Innskudd i banker		2 543	11 731
Utlån med sikkerhetsstillelse	11,12	123 385	45 536
Avgitt kontantsikkerhet	12	2 231	1 289
Uoppgjorte handler		18 404	1 376
Aksjer og andeler	5	4 287 606	3 790 853
Utlånte aksjer	5,11	312 662	166 842
Obligasjoner	5	2 476 729	2 324 626
Utlånte obligasjoner	5,11	241 518	25 163
Unotert eiendom	6	180 021	106 431
Finansielle derivater	5,12	8 829	5 777
Andre eiendeler	13	2 265	3 847
<b>SUM EIENDELER</b>	<b>7,8</b>	<b>7 656 193</b>	<b>6 483 471</b>
<b>GJELD OG EIERS KAPITAL</b>			
<b>Gjeld</b>			
Innlån med sikkerhetsstillelse	11,12	149 735	39 975
Mottatt kontantsikkerhet	12	2 570	543
Uoppgjorte handler		22 438	4 001
Finansielle derivater	5,12	5 266	7 895
Annen gjeld	13	1 031	318
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	10	3 933	3 202
<b>Sum gjeld</b>		<b>184 973</b>	<b>55 934</b>
Eiers kapital		7 471 220	6 427 537
<b>SUM GJELD OG EIERS KAPITAL</b>	<b>7,8</b>	<b>7 656 193</b>	<b>6 483 471</b>

\* Avgitt kontantsikkerhet er presentert på en egen linje i balansen fra 2015. Dette var tidligere inkludert i *Andre eiendeler*. *Innlån med sikkerhetsstillelse* inkluderer mottatt kontantsikkerhet gjennom verdipapirutlånsprogram, tidligere presentert som mottatt kontantsikkerhet. Sammenligningstall for 2014 er omarbeidet.



## REGNSKAPSPRINSIPP

Kontantstrømoppstillingen er utarbeidet etter den direkte metoden. Vesentlige kategorier av kontantinnbetalinger og -utbetalinger er presentert separat. Enkelte kategorier av kontantstrømmer, i hovedsak kjøp og salg av finansielle instrumenter, er presentert på netto basis. Alle investeringsaktiviteter og forvaltningsgodtgjøringen til Norges Bank som belastes SPU presenteres som operasjonelle aktiviteter. Kontanter omfatter *Innskudd i banker*.

Kontantoverføringer til SPU, i form av tilførsler fra den norske stat, anses som finansieringsaktiviteter. Disse overføringer er gjort opp i perioden (kontantprinsippet). Tilførsel i *Oppstilling av endringer i eiers kapital* er basert på oppjent tilførsel.

Forvaltningsgodtgjøring som fremkommer i *Kontantstrømoppstillingen* for en periode er oppgjør av godtgjøring påløpt og resultatført i forrige år.

## KONTANTSTRØMOPPSTILLING

Beløp i millioner kroner, innbetaling (+) / utbetaling (-)

	2015	2014
<b>Operasjonelle aktiviteter</b>		
Innbetaling av utbytte fra aksjer og andeler	108 904	82 623
Innbetaling av renter fra obligasjoner	75 283	63 309
Innbetaling av renter og utbytte fra unotert eiendom	3 532	1 966
Netto innbetaling av renter og honorar fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse	3 324	2 515
<i>Innbetalinger av renter, utbytte og honorar fra beholdninger i aksjer og andeler, obligasjoner og unotert eiendom</i>	<i>191 043</i>	<i>150 413</i>
Netto innbetaling/utbetaling ved kjøp og salg av aksjer og andeler	-89 916	-144 448
Netto innbetaling/utbetaling ved kjøp og salg av obligasjoner	-140 103	-62 878
Netto innbetaling/utbetaling ved kjøp og salg av unotert eiendom	-44 946	-37 711
Netto innbetaling/utbetaling fra finansielle derivater	-3 165	-1 204
Netto innbetaling/utbetaling av kontantsikkerhet ved derivattransaksjoner	730	-336
Netto innbetaling/utbetaling av renter på innskudd i banker og kassekreditt hos banker	-6	-1 137
Netto innbetaling/utbetaling ved utlån og innlån med sikkerhetsstillelse	33 708	-40 012
Netto utbetaling av skatt	-1 499	-2 740
Netto innbetaling/utbetaling knyttet til andre kostnader, andre eiendeler og annen gjeld	1 309	-2 625
Utbetaling forvaltningshonorar til Norges Bank	-3 202	-2 889
<b>Netto utbetaling fra operasjonelle aktiviteter</b>	<b>-56 047</b>	<b>-145 567</b>
<b>Finansieringsaktiviteter</b>		
Tilførsel fra den norske stat	45 836	150 894
<b>Netto innbetaling fra finansieringsaktiviteter</b>	<b>45 836</b>	<b>150 894</b>
<b>Netto endring i kontanter</b>		
Innskudd i banker per 1. januar	11 731	3 953
Netto innbetaling/utbetaling av kontanter i perioden	-10 211	5 327
Netto gevinst/tap valuta på kontanter	1 023	2 451
<b>Innskudd i banker per periodens slutt</b>	<b>2 543</b>	<b>11 731</b>



#### REGNSKAPSPRINSIPP

*Eiers kapital* for SPU består av innskutt kapital i form av tilførsler fra den norske stat og opptjent kapital i form av totalresultat. *Sum eiers kapital* tilsvarer Finansdepartementets innskudd på kronkontoen i Norges Bank.

#### OPPSTILLING AV ENDRINGER I EIERS KAPITAL

Beløp i millioner kroner

	Tilført fra eier	Opptjente resultater	Sum eiers kapital*
1. januar 2014	3 298 941	1 735 905	5 034 846
Totalresultat	-	1 242 691	1 242 691
Tilførsel i perioden*	150 000	-	150 000
<b>31. desember 2014</b>	<b>3 448 941</b>	<b>2 978 596</b>	<b>6 427 537</b>
1. januar 2015	3 448 941	2 978 596	6 427 537
Totalresultat	-	997 984	997 984
Tilførsel i perioden*	45 700	-	45 700
<b>31. desember 2015</b>	<b>3 494 640</b>	<b>3 976 580</b>	<b>7 471 220</b>

\* Av totale tilførsler til kronkontoen til SPU i 2015 ble 3,2 milliarder kroner benyttet til å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2014, mens 42,5 milliarder kroner gikk til investeringsporteføljens plasseringer. Tilsvarende beløp for 2014 var henholdsvis 2,9 milliarder kroner og 147,1 milliarder kroner.



## SPU NOTE 1 GENERELL INFORMASJON

Generell informasjon for regnskapsrapporteringen til Statens pensjonsfond utland fremgår av note 1 *Generell informasjon*.

## SPU NOTE 2 REGNSKAPSPRINSIPPER

Regnskapsprinsipper for regnskapsrapporteringen til Statens pensjonsfond utland fremgår av note 2 *Regnskapsprinsipper*.

## SPU NOTE 3 AVKASTNING PER AKTIVAKLASSE

Tabell 3.1 Avkastning per aktivaklasse

	2015	2014	4. kvartal 2015	3. kvartal 2015	2. kvartal 2015	1. kvartal 2015
<b>Avkastning målt i fondets valutakurv</b>						
Aksjeinvesteringenes avkastning (prosent)	3,83	7,90	5,84	-8,56	-0,23	7,53
Renteinvesteringenes avkastning (prosent)	0,33	6,88	0,07	0,90	-2,22	1,63
Eiendomsinvesteringenes avkastning (prosent)	10,00	10,42	1,61	2,97	1,96	3,10
Fondets avkastning (prosent)	2,74	7,58	3,56	-4,93	-0,87	5,28
Aksje- og renteinvesteringenes avkastning (prosent)	2,52	7,53	3,61	-5,15	-0,95	5,33
Avkastning på referanseindeksene for aksjer og obligasjoner (prosent)	2,07	8,30	3,51	-4,93	-1,33	5,13
Aksje- og renteinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	0,45	-0,77	0,11	-0,22	0,38	0,19
Aksjeinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	0,83	-0,82	0,12	-0,07	0,40	0,39
Renteinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	-0,24	-0,70	0,17	-0,64	0,34	-0,14
<b>Avkastning målt i norske kroner (prosent)</b>						
Aksjeinvesteringenes avkastning	16,77	24,61	8,65	-2,29	-1,17	11,29
Renteinvesteringenes avkastning	12,83	23,43	2,73	7,82	-3,14	5,17
Eiendomsinvesteringenes avkastning	23,71	27,51	4,32	10,03	1,00	6,70
Fondets avkastning	15,54	24,23	6,31	1,59	-1,81	8,95
Aksje- og renteinvesteringenes avkastning	15,30	24,18	6,37	1,35	-1,89	9,00

Avkastningen i tabell 3.1 er en gjengivelse av avkastningsinformasjon i tabell 1 i SPU's årsrapport kapittel *Resultater for 2015*. Den anvendte metodikken beregner tidsvektet avkastning på månedlig basis. Beholdningenes virkelige verdi fastsettes på tidspunkter for kontantstrømmer inn i og ut av aktivaklassene, og det benyttes geometrisk kobling av periodenes avkastning. Avkastning beregnes etter fradrag for ikke refun-

derbar kildeskatt på utbytte, renter og skatt på gevinster. Avkastning rapporteres målt i fondets valutakurv, samt i norske kroner, der valutakurven er vektet etter sammensetningen av valutaene i referanseindeksen for aksjer og obligasjoner. Avkastningen målt i fondets valutakurv beregnes som den geometriske differansen mellom fondets avkastning målt i norske kroner og valutakurvets avkastning. Avkastningen på

referanseindeksene for aksjer og obligasjoner beregnes ved å vekte sammen månedlig avkastning til referanseindeksene for hver av de to aktivklassene. Som vektor brukes hver av

aktivklassenes vekt i faktisk referanseindeks ved inngangen til måneden. Eiendomsinvesteringenes avkastning inkluderer avkastning på investeringer i notert og unotert eiendom.

## SPU NOTE 4 INNTEKT/KOSTNAD FRA AKSJER OG ANDELER, OBLIGASJONER OG FINANSIELLE DERIVATER



### REGNSKAPSPRINSIPP

Følgende regnskapsprinsipper er knyttet til de respektive inntekts- og kostnadselementer:

*Renteinntekter* innregnes etter hvert som de opptjenes. *Rentekostnader* innregnes etter hvert som de påløper.

*Utbytte* innregnes på det tidspunkt utbytte er formelt vedtatt av generalforsamlingen eller tilsvarende beslutningsorgan.

*Realisert gevinst/tap* utgjør beløp realisert når eiendeler eller forpliktelser blir fraregnet. Realiserte gevinster/tap inkluderer transaksjonskostnader, som resultatføres når de påløper. Transaksjonskostnader er definert som alle kostnader som er direkte henførbare til den gjennomførte transaksjonen. For investeringer i *Aksjer og andeler* samt *Obligasjoner* omfatter dette normalt kurtasje og dokumentavgift.

*Urealisert gevinst/tap* utgjør endringer i virkelig verdi i perioden for den relaterte balansepost som ikke kan tilskrives de tidligere omtalte kategoriene.

Tabell 4.1 til 4.3 spesifiserer inntekts- og kostnadselementer, for henholdsvis *Aksjer og andeler*, *Obligasjoner* og *Finansielle derivater*,

hvor linjen *Inntekt/kostnad* viser beløpet innregnet i resultatregnskapet for den aktuelle resultatlinjen.

Tabell 4.1 Spesifisering Inntekt/kostnad fra aksjer og andeler

Beløp i millioner kroner

	2015	2014
Utbytte	107 383	87 962
Realisert gevinst/tap	132 240	75 832
Urealisert gevinst/tap	44 791	222 149
<b>Inntekt/kostnad fra aksjer og andeler før gevinst/tap valuta</b>	<b>284 414</b>	<b>385 943</b>

Tabell 4.2 Spesifisering Inntekt/kostnad fra obligasjoner

Beløp i millioner kroner

	2015	2014
Renter	78 243	65 472
Realisert gevinst/tap	21 098	14 831
Urealisert gevinst/tap	-63 181	77 703
<b>Inntekt/kostnad fra obligasjoner før gevinst/tap valuta</b>	<b>36 160</b>	<b>158 006</b>

Tabell 4.3 Spesifisering Inntekt/kostnad fra finansielle derivater

Beløp i millioner kroner

	2015	2014
Utbytte	21	-
Renter	-869	-285
Realisert gevinst/tap	-2 422	-4 226
Urealisert gevinst/tap	1 286	-3 697
Inntekt/kostnad fra finansielle derivater før gevinst/tap valuta	-1 984	-8 208

## SPU NOTE 5 BEHOLDNINGER AV AKSJER OG ANDELER, OBLIGASJONER OG FINANSIELLE DERIVATER



### REGNSKAPSPRINSIPP

Investeringer i aksjer, andeler og obligasjoner er klassifisert ved førstegangsinnregning som *virkelig verdi over resultatet* og måles i balansen til virkelig verdi. Opptjente og påløpte utbytter og renter presenteres i balansen på samme linje som den tilhørende finansielle eiendelen eller forpliktelsen og er spesifisert i tabellene 5.1 og 5.2 for *Aksjer og andeler* og *Obligasjoner*. Utlånte aksjer, andeler og obligasjoner presenteres separat. For mer informasjon om utlånte instrumenter, se note 20.11 *Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse*.

Finansielle derivater er klassifisert som *holdt til handelsformål* og måles i balansen til virkelig verdi. Variation margin for børsnoterte futures anses som oppgjort og verdier er presentert i balansen som *Innskudd i banker*. Norges Bank benytter ikke sikringsbøkføring, og ingen finansielle instrumenter er derfor utpekt som sikringsinstrumenter.

For ytterligere informasjon om måling til virkelig verdi av *Aksjer og andeler*, *Obligasjoner* og *Finansielle derivater*, se note 20.7 *Måling til virkelig verdi*. Endringer i virkelig verdi resultatføres og er spesifisert i note 20.4 *Inntekt/kostnad fra Aksjer og andeler, Obligasjoner og Finansielle derivater*.

Tabell 5.1 Aksjer og andeler

Beløp i millioner kroner

	31.12.2015		31.12.2014	
	Virkelig verdi inkl. utbytte	Opptjent utbytte	Virkelig verdi inkl. utbytte	Opptjent utbytte
Aksjer og andeler	4 600 268	5 491	3 957 695	7 012
Sum aksjer og andeler	4 600 268	5 491	3 957 695	7 012
Herav utlånte aksjer	312 662		166 842	

Tabell 5.2 Obligasjoner

Beløp i millioner kroner

	31.12.2015			31.12.2014		
	Nominell verdi*	Virkelig verdi inkl. opptjente renter	Opptjente renter	Nominell verdi*	Virkelig verdi inkl. opptjente renter	Opptjente renter
<b>Statsobligasjoner</b>						
Statsobligasjoner utstedt i statens egen valuta	1 326 895	1 493 128	11 803	1 095 771	1 296 796	9 832
<b>Sum statsobligasjoner</b>	<b>1 326 895</b>	<b>1 493 128</b>	<b>11 803</b>	<b>1 095 771</b>	<b>1 296 796</b>	<b>9 832</b>
<b>Statsrelaterte obligasjoner</b>						
Obligasjoner utstedt av stater i fremmed valuta	21 935	23 045	385	19 094	20 867	359
Obligasjoner utstedt av lokale myndigheter	89 363	96 508	743	71 470	82 793	721
Obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner	66 665	72 351	737	59 365	64 904	680
Obligasjoner utstedt av føderale utlånsinstitusjoner	189 712	194 925	1 409	166 567	175 207	1 548
<b>Sum statsrelaterte obligasjoner</b>	<b>367 675</b>	<b>386 829</b>	<b>3 274</b>	<b>316 496</b>	<b>343 771</b>	<b>3 308</b>
<b>Realrente obligasjoner</b>						
Realrente obligasjoner utstedt av statlige myndigheter	103 152	120 275	522	52 788	63 715	222
<b>Sum realrente obligasjoner</b>	<b>103 152</b>	<b>120 275</b>	<b>522</b>	<b>52 788</b>	<b>63 715</b>	<b>222</b>
<b>Selskapsobligasjoner</b>						
Obligasjoner utstedt av energiselskaper	40 639	42 951	545	32 421	35 994	443
Obligasjoner utstedt av finansinstitusjoner	200 160	202 030	2 203	144 974	149 846	1 743
Obligasjoner utstedt av industriselskaper	298 979	302 901	3 386	252 622	268 718	2 747
<b>Sum selskapsobligasjoner</b>	<b>539 778</b>	<b>547 882</b>	<b>6 134</b>	<b>430 017</b>	<b>454 559</b>	<b>4 933</b>
<b>Pantesikrede obligasjoner</b>						
Obligasjoner med fortrinnsrett	158 708	168 925	2 284	173 114	189 208	2 760
Commercial mortgage-backed securities	2 544	1 208	5	2 165	1 740	7
<b>Sum pantesikrede obligasjoner</b>	<b>161 252</b>	<b>170 133</b>	<b>2 289</b>	<b>175 279</b>	<b>190 948</b>	<b>2 767</b>
<b>Sum obligasjoner</b>	<b>2 498 752</b>	<b>2 718 247</b>	<b>24 022</b>	<b>2 070 351</b>	<b>2 349 789</b>	<b>21 062</b>
<i>Herav utlånte obligasjoner</i>		241 518			25 163	

\* Nominell verdi består av hovedstol omregnet til norske kroner ved bruk av balansedagens kurs.

Finansielle derivater benyttes i forvaltningen for å justere eksponeringen innenfor forskjellige porteføljer, som et kostnadseffektivt alternativ til handel i de underliggende verdipapirer. Dette

kan være for å justere eksponeringen mot aksjer eller obligasjoner og rentemarkedet.

Tabell 5.3 spesifiserer finansielle derivater. Pålydende verdier (de nominelle verdiene av den underliggende) er grunnlaget for beregning av eventuelle betalingsstrømmer og gevinster/tap

for kontraktene. Pålydende verdier vises brutto som summen av verdiene for kjøpte og solgte posisjoner. Dette gir informasjon om i hvilken grad ulike typer finansielle derivater benyttes.

Tabell 5.3 Finansielle derivater

Beløp i millioner kroner

	31.12.2015			31.12.2014		
	Pålydende verdi	Virkelig verdi		Pålydende verdi	Virkelig verdi	
		Eiendel	Gjeld		Eiendel	Gjeld
Valutaderivater	351 186	4 352	1 521	204 179	5 275	3 141
Rentederivater	37 123	553	3 745	37 194	112	4 754
Aksjederivater*	4 846	3 924	-	1 596	390	-
<b>Sum finansielle derivater</b>	<b>393 155</b>	<b>8 829</b>	<b>5 266</b>	<b>242 969</b>	<b>5 777</b>	<b>7 895</b>

\* Aksjederivater inneholder rights og warrants (tidligere presentert som opsjoner), og deltagelsessertifikater.

#### IKKE-BØRSNOTERTE FINANSIELLE DERIVATER (OTC)

##### Valutaderivater

Dette omfatter valutahandler (terminkontrakter) som er avtaler om å kjøpe eller selge en spesifisert mengde av utenlandsk valuta på et avtalt tidspunkt i fremtiden.

##### Rentederivater

Rentebytteavtaler er avtaler mellom to motparter om å bytte rentebetalinger basert på forskjellige renteberegninger, hvor en part betaler flytende rente og den andre fast rente.

##### Aksjederivater

Aksjederivater er derivater med eksponering mot underliggende enkeltaksjer. Aksjederivater

inkluderer instrumenter med et opsjonselement, som warrants og rights. Disse instrumentene gir kjøperen rett til å kjøpe en aksje til en avtalt pris innenfor en viss tidsramme. Aksjederivater inneholder også deltagelsessertifikater som er et instrument som gir eksponering mot kursutviklingen til en underliggende aksje.

#### BØRSNOTERTE FUTURES KONTRAKTER

Futureskontrakter er børsnoterte avtaler om å kjøpe eller selge en spesifikk eiendel (verdipapir, indeks, rentesats eller lignende) til en avtalt pris en gang i fremtiden. Normalt foretas oppgjør i kontanter på kjøpstidspunktet og deretter med daglig marginoppgjør av gevinst og tap.

## SPU NOTE 6 UNOTERT EIENDOM



### REGNSKAPSPRINSIPP

Eiendomsinvesteringer utføres gjennom datterselskaper utelukkende etablert som en del av forvaltningen av SPU. Disse datterselskapene er ikke konsolidert i regnskapet til SPU fordi SPU er en investeringsenhet. Se note 2 *Regnskapsprinsipper* for mer informasjon. Investeringene i datterselskap, som består av egenkapital og langsiktig lånefinansiering, presenteres i balansen som *Unotert eiendom*. Datterselskapene blir utpekt ved førstegangsinnregning til *virkelig verdi over resultatet*. Endringer i virkelig verdi i perioden resultatføres.

Følgende regnskapsprinsipper er knyttet til de respektive inntekts- og kostnadselementer:

*Utbytte* innregnes på det tidspunkt utbyttet er formelt vedtatt av generalforsamlingen, tilsvarende beslutningsorgan eller utbetales som følge av selskapets vedtekter.

*Renteinntekter* innregnes etter hvert som de opptjenes. *Rentekostnader* innregnes etter hvert som de påløper.

*Urealisert gevinst/tap* utgjør endringer i virkelig verdi i perioden for den relaterte balansepost som ikke kan tilskrives de tidligere omtalte kategoriene.

Tabell 6.1 spesifiserer linjen *Inntekt/kostnad fra unotert eiendom* i resultatregnskapet, før

gevinst/tap valuta. Tabell 6.2 viser endringer i perioden for balanselinjen *Unotert eiendom*.

Tabell 6.1 Inntekt/kostnad fra unotert eiendom

Beløp i millioner kroner

	2015	2014
Utbytte	1 931	598
Renteinntekter	1 601	1 368
Urealisert gevinst/tap	11 005	5 194
<b>Inntekt/kostnad fra unotert eiendom før gevinst/tap valuta</b>	<b>14 537</b>	<b>7 160</b>

Tabell 6.2 Balanseendringer unotert eiendom

Beløp i millioner kroner

	31.12.2015	31.12.2014
Unotert eiendom, inngående balanse for perioden	106 431	51 032
Tilgang nye investeringer	44 946	37 711
Urealisert gevinst/tap	11 005	5 194
Valutaeffekt ved omregning til norske kroner	17 639	12 494
<b>Unotert eiendom, utgående balanse for perioden</b>	<b>180 021</b>	<b>106 431</b>

#### UNDERLIGGENDE EIENDOMSSKAPER

Datterselskapene har investeringer i andre ikke-konsoliderte unoterte selskaper. Se note 20.15 *Interesser i andre foretak* for en oversikt over sentrale enheter. Disse enhetene har videre investert i eiendom, primært bygninger. Virkelig verdi av eiendom anses å være summen av alle underliggende eiendeler og forpliktelser målt til virkelig verdi, justert for SPUs eierandel. Eiendelene og forpliktelsene er spesifisert i tabell 6.4. For ytterligere informasjon angående måling av eiendommeiendeler og -forpliktelser til virkelig verdi, se note 20.7 *Måling til virkelig verdi*.

Regnskapsprinsipper for inntekts- og kostnadselementer spesifikke for underliggende eiendomsselskaper, ikke omtalt tidligere, er følgende:

*Leieinntekter* innregnes som inntekt lineært over leieperioden, hensyntatt eventuelle incentivordninger.

*Transaksjonskostnader* påløper som en engangskostnad ved kjøp eller salg av eiendommer. Transaksjonskostnader inkluderer dokumentavgift, tinglysningsgebyr, due diligence kostnader (utgifter til rådgivere, herunder advokater og verdsettere mv.) og forsikringer. Transaksjonskostnadene resultatføres etter hvert som de påløper.

Tabell 6.3 gir en spesifisering av SPUs andel av inntekter og kostnader generert i de underliggende eiendomsselskapene. Inntekter generert gjennom leieinntekter, med fradrag for kostnader, kan distribueres til SPU i form av renter og utbytte som angitt i tabell 6.1. Urealisert

gevinst/tap presentert i tabell 6.1 inkluderer overskudd som ikke er utdelt, og vil derfor ikke tilsvare virkelig verdiendringer i tabell 6.3, som kun omfatter virkelig verdiendringer av eiendommer og gjeld.

Tabell 6.3 Inntekt fra underliggende eiendomsselskaper

	Beløp i millioner kroner	
	2015	2014
Netto leieinntekter*	6 921	3 747
Realisert gevinst/tap	320	-
Virkelig verdiendringer – bygninger	9 265	5 464
Virkelig verdiendringer – gjeld	435	-395
Transaksjonskostnader	-320	-586
Rentekostnader ekstern gjeld	-666	-354
Betalbar skatt	-100	-81
Endring utsatt skatt	-452	-292
Faste honorarer til eiendomsforvaltere**	-308	-165
Variable honorarer til eiendomsforvaltere**	-343	-16
Driftskostnader innenfor rammen fra Finansdepartementet***	-86	-83
Andre driftskostnader	-129	-79
<b>Netto inntekt underliggende eiendomsselskaper</b>	<b>14 537</b>	<b>7 160</b>

\* *Netto leieinntekter* består i all hovedsak av opptjente leieinntekter med fradrag for kostnader til drift og vedlikehold av bygningene.

\*\* Faste og variable honorarer til eksterne eiendomsforvaltere er direkte relatert til de underliggende bygningene og er primært knyttet til drift og utvikling av bygninger og leieforhold.

\*\*\* Se tabell 10.2 for spesifisering av driftskostnader som måles mot rammen for forvaltningsgodtgjøring fra Finansdepartementet.

Tabell 6.4 gir en spesifikasjon av SPUs andel av eiendeler og forpliktelser som inngår i de underliggende eiendomsselskapene.

Tabell 6.4 Spesifikasjon eiendeler og forpliktelser eiendomsselskaper

Beløp i millioner kroner

	31.12.2015	31.12.2014
Innskudd i banker	2 491	1 170
Bygninger	197 549	118 515
Ekstern gjeld	-17 432	-11 985
Betalbar skatt	-215	-98
Netto utsatt skatt	-1 048	-520
Netto andre eiendeler og forpliktelser	-1 324	-651
<b>Sum eiendeler og forpliktelser eiendomsselskaper</b>	<b>180 021</b>	<b>106 431</b>

I tillegg til direkte eiendomsinvesteringer presentert på regnskapslinjen *Unotert eiendom*, inngår børsnoterte eiendomsinvesteringer i aktivaklassen eiendom. Børsnoterte eiendoms-

investeringer er presentert på balanselinjen *Aksjer og andeler*, og utgjør 54 134 millioner kroner ved årsslutt sammenlignet med 33 238 millioner kroner ved årsslutt 2014.

## SPU NOTE 7 MÅLING TIL VIRKELIG VERDI



### REGNSKAPSPRINSIPP

Alle eiendeler og forpliktelser presentert som *Aksjer og andeler*, *Obligasjoner*, *Unotert eiendom*, *Finansielle derivater*, *Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse*, *Innskudd i banker* og *Avgitt- og mottatt kontantsikkerhet* er holdt til virkelig verdi i balansen.

Virkelig verdi, som definert i IFRS 13 *Måling til virkelig verdi*, er den pris som ville blitt oppnådd ved salg av en eiendel eller betalt for å overføre en forpliktelse i en velordnet transaksjon mellom markedsdeltakere på måletidspunktet.

### 1. INNLEDNING

Virkelig verdi for majoriteten av eiendeler og gjeld er basert på offisielle sluttkurser og observerbare markedspriser. Dersom markedet for et verdipapir eller en eiendel ikke er aktivt, fastsettes virkelig verdi ved hjelp av standard verdsettelsesmodeller. Måling til virkelig verdi innebærer verdsettelsesusikkerhet, hovedsakelig på grunn av ikke-observerbare inndata som brukes i verdsettelsesmodeller. Verdsettelsesrisikoen blir adressert av kontrollmiljøet i Norges Bank

Investment Management som regulerer måling til virkelig verdi. Dette er beskrevet i punkt 6 i denne noten.

### 2. VERDSETTELSESUSIKKERHET OG HIERARKIET FOR VIRKELIG VERDI

Alle eiendeler og gjeldsposter som måles til virkelig verdi har blitt inndelt i de tre kategoriene i hierarkiet for virkelig verdi, presentert i tabell 7.1. Inndelingen er basert på vurdert verdsettelsesusikkerhet:



- Nivå 1 består av eiendeler som er verdsatt basert på observerbare priser i aktive markeder og anses å ha svært begrenset verdsettelsesusikkerhet.
- Eiendeler og gjeldsposter som er klassifisert som nivå 2 verdsettes ved bruk av modeller og observerbare markedsdata. Inndata anses som observerbare dersom de kan bli direkte observert fra transaksjoner i et aktivt marked, eller dersom det er klare eksterne tegn på en gjennomførbar salgspris. Investeringer klassifisert som nivå 2 innehar noe verdsettelsesusikkerhet.
- Eiendeler klassifisert som nivå 3 er verdsatt ved bruk av modeller som i vesentlig grad bruker ikke-observerbare inndata. Dette innebærer en betydelig usikkerhet rundt fastsettelsen av virkelig verdi.

En oversikt over modeller og verdsettelsesmetoder med sine respektive observerbare og ikke-observerbare inndata, kategorisert per type instrument er beskrevet i punkt 4 i denne noten.

#### ! VESENTLIG ESTIMAT

Nivå 3 investeringer består av instrumenter holdt til virkelig verdi, men som ikke handles eller prises i et aktivt marked. Virkelig verdi er fastsatt ved bruk av verdsettelsesteknikker som bruker modeller med ikke-observerbare inndata. Dette innebærer en betydelig usikkerhet rundt fastsettelsen av virkelig verdi.

Tabell 7.1 allokere investeringene i nivåer fordelt etter verdsettelsesusikkerhet og inkluderer alle balanselementer verdsatt til virkelig verdi.

Tabell 7.1 Investeringer på nivåer for verdsettelsesusikkerhet

Beløp i millioner kroner

	Nivå 1		Nivå 2		Nivå 3		Totalt	
	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014
Aksjer og andeler	4 564 401	3 925 476	32 260	30 236	3 607	1 983	4 600 268	3 957 695
Statsobligasjoner	1 380 928	1 141 268	112 200	155 528	-	-	1 493 128	1 296 796
Statsrelaterte obligasjoner	331 310	308 397	54 477	27 424	1 042	7 950	386 829	343 771
Realrenteobligasjoner	108 484	55 613	11 791	8 102	-	-	120 275	63 715
Selskapsobligasjoner	512 577	246 887	34 824	192 266	481	15 406	547 882	454 559
Pantesikrede obligasjoner	160 797	172 332	8 128	16 703	1 208	1 913	170 133	190 948
<b>Sum obligasjoner</b>	<b>2 494 096</b>	<b>1 924 497</b>	<b>221 420</b>	<b>400 023</b>	<b>2 731</b>	<b>25 269</b>	<b>2 718 247</b>	<b>2 349 789</b>
Finansielle derivater (eiendeler)	359	-	8 470	5 777	-	-	8 829	5 777
Finansielle derivater (gjeld)	-	-	-5 266	-7 895	-	-	-5 266	-7 895
<b>Sum finansielle derivater</b>	<b>359</b>	<b>-</b>	<b>3 204</b>	<b>-2 118</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>3 563</b>	<b>-2 118</b>
Unotert eiendom	-	-	-	-	180 021	106 431	180 021	106 431
Annet*	-	-	-26 946	18 942	-	-	-26 946	18 942
<b>Totalt</b>	<b>7 058 856</b>	<b>5 849 973</b>	<b>229 938</b>	<b>447 083</b>	<b>186 359</b>	<b>133 683</b>	<b>7 475 153</b>	<b>6 430 739</b>
<b>Totalt (prosent)</b>	<b>94,4</b>	<b>91,0</b>	<b>3,1</b>	<b>6,9</b>	<b>2,5</b>	<b>2,1</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

\* Annet består av ikke-investerings eiendeler og forpliktelser begrenset til pengemarkedsinstrumenter som utlån og innlån med sikkerhetsstillelse, innskudd i banker, uoppgjorte handler, avgitt og mottatt kontantsikkerhet og andre eiendeler og gjeld.

Verdsettelsesusikkerheten for SPU totalt ved utgangen av 2015 er i hovedsak uendret sammenlignet med utgangen av 2014. Majoriteten av den totale porteføljen er forbundet med lav verdsettelsesusikkerhet og klassifisert som nivå 1 eller 2 (97,5 prosent ved årsslutt 2015 mot 97,9 prosent ved årsslutt 2014).

#### *Aksjer og andeler*

Prisingsusikkerheten forbundet med aksjer og andeler er i hovedsak uendret gjennom året, og aksjer og andeler verdsettes nesten utelukkende (99,2 prosent) på offisielle sluttkurser fra børser eller sist omsatte børskurser. Dette er således observerbare markedskurser og er klassifisert som nivå 1. Andel aksjer klassifisert som nivå 2 utgjør 0,7 prosent av den totale aksjeporteføljen, og består hovedsakelig av forholdsvis illikvide beholdninger. Endringer i nivå 2 er nærmere omtalt i punkt 3 i denne noten. Aksjer klassifisert som nivå 3 består av et fåtall beholdninger hvor prisfastsettelsen er spesielt usikker grunnet manglende aktivitet i markedet, suspenderte selskaper, samt unoterte aksjer hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke børsnøtering. Disse utgjorde 0,1 prosent av aksjeporteføljen ved årsslutt.

#### *Obligasjoner*

Verdsettelsesusikkerheten for obligasjoner har gått ned sammenlignet med forrige årsslutt. Bevegelser mellom nivåene er videre omtalt nedenfor. Majoriteten (91,8 prosent) av obligasjonsbeholdningene er verdsatt ved bruk av observerbare markedskurser i aktive markeder og er klassifisert som nivå 1. Dette er gjeldende i alle kategorier av obligasjoner. Totalt sett var 8,1 prosent av obligasjonsbeholdningene klassifisert som nivå 2, og 0,1 prosent som nivå 3 ved årsslutt 2015.

Enkelte statsobligasjoner og et mindretall statsrelaterte obligasjoner, i hovedsak utstedt i fremvoksende markeder, er klassifisert som nivå 2. Ingen statsobligasjoner er klassifisert som nivå 3. Enkelte statsrelaterte obligasjoner er klassifisert som nivå 3.

Ingen realrenteobligasjoner er klassifisert som nivå 3 og mindretallet som er klassifisert som nivå 2 stammer fra fremvoksende markeder. En liten andel av pantesikrede obligasjoner er klassifisert som nivå 2 og enkelte som nivå 3. De har lav grad av observerbare markedspriser og noen av disse verdipapirene er modellpriset.

Majoriteten av selskapsobligasjonene er ved årsslutt ansett som likvide med observerbare markedspriser, og er således klassifisert som nivå 1. De resterende selskapsobligasjonene er nesten utelukkende klassifisert som nivå 2. Disse består av mindre likvide obligasjoner utstedt i amerikanske dollar, med noe grad av usikkerhet rundt virkelig verdi. Enkelte selskapsobligasjoner er illikvide utstedelser hvor virkelig verdi er usikker, og de er følgelig klassifisert som nivå 3.

#### *Unotert eiendom*

Alle unoterte eiendomsinvesteringer er klassifisert som nivå 3, da modeller er brukt for å verdsette de underliggende eiendelene og forpliktelsene med utstrakt bruk av ikke-observerbare inndata. Alle unoterte eiendomsinvesteringer er målt til verdien fastsatt av eksterne verdsetterne, med unntak av nyinnkjøpte eiendommer hvor kostpris eksklusive transaksjonskostnader er ansett som det beste anslaget på virkelig verdi. Verdsettelsesusikkerheten knyttet til unoterte eiendomsinvesteringer vurderes i hovedsak å være uendret sammenlignet med forrige årsslutt.

#### *Finansielle derivater*

Noen aksjederivater (rights og warrants) som aktivt handles på børser, er klassifisert som nivå 1. Øvrige derivater har blitt klassifisert som nivå 2, da verdsettelsen av disse er basert på standard modeller, hvor det er benyttet observerbare inndata. Hovedandelen av derivatene på eiendelssiden av balansen er ikke-børsnøterte valutahandler med positiv markedsverdi. På gjeldssiden utgjør valutahandler med negativ markedsverdi noe over en tredjedel av den totale verdien, og rentebytteavtaler de resterende to tredjedelene.

Andre eiendeler og forpliktelser er klassifisert som nivå 2.

### 3. BEVEGELSER MELLOM NIVÅER I HIERARKIET

#### Reklassifisering mellom nivå 1 og nivå 2

Det har ikke vært signifikante endringer mellom nivåene i aksjeporteføljen siden forrige årsslutt. Gjennom året har det vært små bevegelser mellom nivå 1 og 2, spesielt knyttet til russiske og kinesiske aksjer. For førstnevnte marked har de fleste beholdninger blitt reklassifisert fra nivå 2 til nivå 1 i takt med at det russiske markedet stabiliserte seg og at noen beholdninger ble flyttet ettersom aksjeprisene kunne baseres på direkte observerbare kurser. Enkelte kinesiske aksjer, som nylig har blitt suspendert fra handel, har blitt reklassifisert fra nivå 1 til nivå 2. I tillegg var andelen illikvide aksjer, mottatt i form av utbytte i aksjer, noe høyere ved utgangen av 2015. Beholdningene klassifisert som nivå 2 er derfor marginalt høyere sammenlignet med årsslutt 2014.

Innenfor samtlige kategorier av obligasjoner, foruten statsrelaterte obligasjoner, er usikkerheten rundt verdsettelse redusert, og 10 prosentpoeng av obligasjonsporteføljen har blitt reklassifisert. I løpet av første kvartal 2015 ble en signifikant andel av obligasjoner reklassifisert fra nivå 2 til nivå 1. Hovedårsaken til denne reklassifiseringen var et bredere informasjonsgrunnlag som ga økt markedstransparens og innsikt i likviditet gjennom ytterligere tilgang på detaljert markedsinformasjon, herunder omfanget av gjennomførte handler i markedet over en lengre periode. Grunnen til at statsrelaterte obligasjoner klassifisert som nivå 2 har økt er at fondet foretok en signifikant investering i to illikvide obligasjoner mot slutten av året. Disse verdsettes på bakgrunn av mer likvide sammenlignbare obligasjoner og har dermed noe høyere verdsettesusikkerhet.

Tabell 7.2 Endringer i nivå 3 beholdninger

Beløp i millioner kroner

	01.01.2015	Kjøp	Salg	Forfalte og innbetalte	Netto gevinst/tap	Overført til nivå 3	Overført fra nivå 3	Gevinst/tap valuta	31.12.2015
Aksjer og andeler	1 983	418	-298	16	-397	3 021	-1 231	95	3 607
Obligasjoner	25 269	2 859	-971	-243	-1 003	418	-24 188	589	2 731
Unotert eiendom	106 431	44 946	-	-	11 005	-	-	17 639	180 021
<b>Totalt</b>	<b>133 683</b>	<b>48 223</b>	<b>-1 269</b>	<b>-227</b>	<b>9 605</b>	<b>3 439</b>	<b>-25 419</b>	<b>18 323</b>	<b>186 359</b>

Beløp i millioner kroner

	01.01.2014	Kjøp	Salg	Forfalte og innbetalte	Netto gevinst/tap	Overført til nivå 3	Overført fra nivå 3	Gevinst/tap valuta	31.12.2014
Aksjer og andeler	1 753	180	-138	19	-548	417	-67	367	1 983
Obligasjoner	1 571	9 247	-173	-230	68	10 455	-96	4 427	25 269
Unotert eiendom	51 032	37 711	-	-	5 194	-	-	12 494	106 431
<b>Totalt</b>	<b>54 356</b>	<b>47 138</b>	<b>-311</b>	<b>-211</b>	<b>4 714</b>	<b>10 872</b>	<b>-163</b>	<b>17 288</b>	<b>133 683</b>

SPUs samlede eksponering som er vurdert spesielt usikker med hensyn til verdsettelse (nivå 3) økte med 52 676 millioner kroner i 2015, til en eksponering ved slutten av året på 186 359 millioner kroner.

Aksje- og obligasjonsbeholdninger klassifisert som nivå 3 ble redusert med 20 914 millioner kroner i løpet av 2015. Ved utgangen av 2015 utgjorde dette nivået 6 338 millioner kroner, som tilsvarer 0,1 prosent av den totale aksje- og obligasjonsporteføljen. Aksjebeholdninger med størst grad av verdsettelsesusikkerhet økte med 1 624 millioner kroner, primært på grunn av kinetiske aksjer som har vært suspendert fra handel over lengre tid. Obligasjonsbeholdninger klassifisert som nivå 3 ble redusert med 22 538 millioner kroner i løpet av 2015. Gjennom året har beholdninger i spesielt selskapsobligasjoner og statsrelaterte obligasjoner blitt reklassifisert til høyere nivå. Dette skyldes i stor grad reklassifiseringer i første kvartal. Årsaken til denne reklassifiseringen er omtalt ovenfor.

Alle unoterte eiendomsinvesteringer er klassifisert som nivå 3, og økningen på 73 590 millioner kroner i 2015 skyldes i hovedsak nye investeringer på 44 946 millioner kroner, samt verdiøkninger og valutaeffekter.

#### 4. VERDSETTELSESMETODER

Norges Bank Investment Management har definert hierarkier for hvilke priskilder som skal brukes i verdsettelsen. Beholdninger som finnes i referanseindeksene verdsettes normalt i henhold til indeksleverandørenes priser, mens de resterende beholdningene av aksjer og obligasjoner verdsettes nesten utelukkende ved bruk av priser fra andre anerkjente eksterne leverandører. I det neste avsnittet presenteres verdsettelsesteknikkene som blir brukt for instrumenter klassifisert som nivå 2 og nivå 3 i verdsettelseshierarkiet. Videre beskrives de vesentligste observerbare og ikke-observerbare inndata som blir brukt i verdsettelsesmodellene og deres sammenheng med sensitivitetstestingen av instrumenter klassifisert som nivå 3.

#### *Unoterte eiendomsinvesteringer (nivå 3)*

Virkelig verdi av unotert eiendom er fastsatt basert på summen av de underliggende eiendelene og forpliktelsene som presentert i note 20.6 *Unotert eiendom*. Eiendeler og forpliktelser består i det vesentligste av bygninger og eksternt gjeld. Bygninger verdsettes hver rapporteringsdato av eksterne uavhengige verdsettelses-spesialister ved bruk av verdsettelsesmodeller. Verdsettelse av eiendomsinvesteringer er av natur disponert mot fremtidsrettede skjønnsmessige vurderinger. Vurderingene inkluderer viktige forutsetninger og estimater for hver individuell eiendomstype, beliggenhet, fremtidig inntektsstrøm og relevante diskonteringsrenter. Disse forutsetningene representerer i hovedsak ikke-observerbar inndata og *Unotert eiendom* er derfor klassifisert som nivå 3 i verdsettelseshierarkiet. Estimater som er brukt reflekterer nylig gjennomførte sammenlignbare transaksjoner med tilsvarende beliggenhet, tilstand og kvalitet og er basert på markedsbetingelser. Verdsettelsene reflekterer det beste estimat på markedsverdi på verdsettelsesdato og er sensitiv mot svingninger i inndata. Endring i nøkkelforutsetninger kan ha en vesentlig effekt på verdsettelsen av eiendomsporteføljen.

Verdsettelse av kommersiell eiendom i det europeiske og amerikanske markedet er basert på varianter av neddiskonterte kontantstrøms modeller.

Avkastningskrav og forutsetning om vekst i fremtidig markedsleienivå benyttet i estimering av fremtidige kontantstrømmer er de viktigste variablene som påvirker sensitivitet mot endringer i virkelig verdi. I tillegg er det en rekke andre forutsetninger som også påvirker sensitivitet til utvikling i virkelig verdi. Disse forutsetningene inkluderer, men er ikke begrenset til:

- Inflasjonsforventning (marked, konsumprisindeks, kostnader osv.)
- Faktorer som påvirker forventet kontantstrøm (for eksempel sannsynlighet for fornyelse, forventet ledig utleieareal, utleieincentiver og ombygningskostnader)
- Forventet ledighet og kredittap, enten på porteføljenivå eller per individuelle leietaker

- Endringer i kredittspread og diskonteringsrente på eiendoms lån.

Sensitivitetsanalysen for unoterte eiendomsinvesteringer begrenses til endring i avkastningskrav og endring i vekstforutsetningene til markedsløse. Sensitivitetsanalysen er basert på en statistisk relevant populasjon, representativ for eiendomsporteføljen. Et oppside og nedside scenario er benyttet for å reflektere både fordelaktige og ufordelaktige endringer.

#### *Aksjer og andeler (nivå 2 og nivå 3)*

Aksjer og andeler som er verdsatt basert på modeller med observerbar inndata fra leverandører, i henhold til prishierarkiet, er klassifisert som nivå 2. Disse beholdningene er ofte instrumenter som ikke blir handlet daglig eller noterte aksjer som er suspendert fra handel. Verdsettelsesmodellene hensyntar flere typer observerbar inndata som pris på sammenlignbare aksjer, når aksjen sist var omsatt, volum og bakgrunn for suspensjon.

Unoterte aksjer og andeler verdsettes ved bruk av diskonterte kontantstrøms teknikker som benytter ikke-observerbar inndata som estimert fremtidig inntjening og diskonteringsrenter. Andre nivå 3 beholdninger av aksjer og andeler, som illikvide beholdninger eller aksjer som har vært suspendert over en lengre periode, er verdsatt enten på siste markedspris, ved bruk av regresjonsanalyse eller basert på sammenlignbare selskaper.

Virkelig verdi av aksjer klassifisert som nivå 3 er sensitivt mot hvorvidt handel blir gjenopptatt og hvordan markedet har beveget seg siden handel ble suspendert, samt spesifikke faktorer knyttet til hvert enkelt selskap, herunder finansiell situasjon og fremtidig inntjeningspotensial.

#### *Obligasjoner (nivå 2 og nivå 3)*

Obligasjoner som er verdsatt basert på indikative priser eller sammenlignbare likvide utstedel-

ser er klassifisert som nivå 2. Disse beholdningene består som regel av obligasjoner som er mindre likvide enn de som handles på aktive markeder.

Obligasjoner som er verdsatt av eksterne prisleverandører basert på modeller med utstrakt bruk av ikke-observerbar inndata som sannsynlighet for fremtidige kontantstrømmer, utdaterte indirekte prisnoteringer på sammenlignbare utstedelser, og differanse mot referansekurver er klassifisert som nivå 3. Disse beholdningene inkluderer misligholdte og illikvide obligasjoner.

Virkelig verdi av obligasjoner klassifisert som nivå 3 er sensitivt mot endringer i risikopremie og påslag for manglende likviditet, samt i tilfelle ved mislighold, hvorvidt noe vil bli utbetalt i fremtiden. Sensitivitetsanalyse utføres i noen tilfeller på den underliggende diskonteringsrenten og spredning mot diskonteringskurven.

#### *Derivater (nivå 2)*

Valutaderivater, som hovedsakelig består av valutaterminkontrakter, er verdsatt ved bruk av markedsstandardiserte modeller som hovedsakelig benytter markedsobserverbar inndata som fremtidige renter.

Rentederivater, som i sin helhet består av rentebytteavtaler, er verdsatt ved bruk av markedsstandardiserte modeller som hovedsakelig benytter markedsobserverbar inndata som renter fra handlede rentebytteavtaler.

Aksjederivater, som opsjoner og warrants er hovedsakelig verdsatt basert på priser mottatt fra leverandører i henhold til prishierarkiet. I de få tilfeller et aksjederivat ikke handles, benyttes observerbar input som konverteringsfaktor, tegningspris og avtalt fremtidig kjøps-/salgskurs for å verdsette instrumentene. Deltagessertifikater er verdsatt basert på prisnoteringen for den underliggende aksjen, justert for observerbar inndata knyttet til kreditt- og likviditetsrisiko.

## 5. SENSITIVITETSANALYSE FOR NIVÅ 3 BEHOLDNINGER

Tabell 7.3 Ytterligere spesifisering nivå 3 og sensitiviteter

Beløp i millioner kroner

	Spesifisering av nivå 3 per 31.12.2015	Sensitiviteter 31.12.2015		Spesifisering av nivå 3 per 31.12.2014	Sensitiviteter 31.12.2014	
		Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer		Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer
Aksjer og andeler	3 607	-1 227	1 190	1 983	-843	587
Statsrelaterte obligasjoner	1 042	-104	104	7 950	-781	780
Selskapsobligasjoner	481	-78	78	15 406	-1 884	1 640
Pantesikrede obligasjoner	1 208	-121	121	1 913	-191	287
Sum obligasjoner	2 731	-304	304	25 269	-2 856	2 707
Unotert eiendom	180 021	-7 801	8 637	106 431	-5 532	6 071
Totalt	186 359	-9 332	10 131	133 683	-9 231	9 365

Det er usikkerhet forbundet med virkelig verdi av investeringer klassifisert som nivå 3, og den totale nedside verdsettelsesusikkerheten har økt med 101 millioner kroner til 9 332 millioner kroner ved årsslutt 2015. Oppside verdsettelsesusikkerhet har økt med 766 millioner kroner til 10 131 millioner kroner. Økningene skyldes hovedsakelig nye eiendomsinvesteringer, delvis motvirket av reduksjon i beholdningsverdien på statsrelaterte- og selskapsobligasjoner innen nivå 3.

Eiendomsverdiene er spesielt sensitive til endringer i avkastning (diskonteringsrente) og forutsetninger som påvirker fremtidige inntekter. Under et ufordelaktig scenario er det beregnet at en endring i diskonteringsrenten på +0,2 prosentpoeng, og en reduksjon i fremtidige leieinntekter på -2 prosent vil redusere eiendomsporteføljens verdi med om lag 4,3 prosent (5,2 prosent i 2014) eller 7 801 millioner kroner. Under et fordelaktig scenario vil en tilsvarende endring i diskonteringsrenten på -0,2 prosentpoeng og en økning i fremtidige leieinntekter på 2 prosent øke eiendomsporteføljens verdi med 4,8 prosent (5,7 prosent i 2014) eller 8 637 millioner kroner. Sensitivitet i virkelig verdi for unotert eiendom er i hovedsak redusert i forhold til forrige årsslutt, men verdien i absolutte tall i nivå 3 har økt som følge av nye eiendomsinvesteringer. Årsaken til reduksjon i usikkerhet er sammensatt, men skyldes hovedsakelig endring

i faktisk porteføljesammensetning som gjen-speiles i utvalget som sensitivitetsanalysen er basert på. En hovedårsak er at logistikeiendom nå er inkludert i utvalget og disse har relativt sett lavere sensitivitet til hovedparameterne avkastningskrav og endring i vekstforutsetningene til markedsleie. I tillegg er det store endringer i sammensetningen av den amerikanske porteføljen og denne viser også lavere sensitivitet.

Sensitivitet i absolutte tall for aksje- og obligasjonsporteføljen har gått ned i takt med at beholdningene klassifisert som nivå 3 er redusert. Sensitivitet i virkelig verdi for obligasjoner er noe lavere enn for aksjer, spesielt for papirer med kortere løpetid.

## 6. KONTROLLMILJØ

Kontrollmiljøet for måling til virkelig verdi av finansielle instrumenter og investeringer i unotert eiendom er organisert rundt en formalisert og dokumentert regnskaps- og verdsettelsespolicy samt retningslinjer som er støttet opp av arbeids- og kontrollprosedyrer. Policydokumentet fastsetter prinsipper for verdsettelse og angir behandling i Norges Bank Investment Managements verddivurderingskomité.

Verdsettelsesmiljøet er tilpasset i samsvar med markedsstandarder og etablert praksis for verdi-fastsettelse. I praksis er dette gjennomført i

form av en daglig verdifastsettelse av alle beholdninger, med unntak for unoterte eiendomsinvesteringer hvor verdsettelsene gjøres kvartalsvis. Prosessene er skalerbare i forhold til markedsendringer og basert på interne og eksterne dataløsninger.

Alle beholdninger og investeringer er som hovedregel verdsatt av eksterne, uavhengige prisleverandører. Disse er valgt på grunnlag av analyser foretatt av avdelingene som er ansvarlige for verdifastsettelsen.

Verdsettelsesleverandørene følges opp løpende gjennom regelmessig dialog, kontroller og forespørsler knyttet til priser på enkeltpapirer. For en stor andel av beholdningene er innhentede priser basert på priser som er direkte observerbare i markedet. For beholdninger hvor det ikke er tilstrekkelig likviditet til at verdsettelsen kan baseres på observerbare priser, anvendes anerkjente modeller. Her benyttes det så langt som mulig observerbare datapunkter, men i noen tilfeller er det grunnet manglende likviditet benyttet ikke-observerbare datapunkter.

På daglig basis er verdifastsettelsen gjenstand for flere kontroller i verdsettelsesavdelingene.

Kontrollene er basert på definerte terskler og sensitiviteter, som overvåkes og justeres i overensstemmelse med rådende markedsforhold. Ved månedsslutt for finansielle instrumenter og ved kvartalsslutt for unoterte eiendomsinvesteringer, blir det utført mer omfattende kontroller for å sikre at verdsettelsen er i tråd med virkelig verdi. I denne forbindelse gis det spesiell oppmerksomhet til illikvide finansielle instrumenter samt unoterte eiendomsinvesteringer, det vil si investeringer hvor det vurderes at det eksisterer verdsettelsesutfordringer. Illikvide instrumenter identifiseres ved hjelp av sektor og valuta, kredittvurderingsindikatorer, spredning mellom kjøps- og salgskurser og aktivitet i markedet.

Det utarbeides et verdsettelsesnotat og en rapport ved hver kvartalsslutt som dokumenterer de utførte kontrollene og som beskriver de største kildene til usikkerhet i verdsettelsene.

Verdivurderingskomitéen, som består av ledergruppen i Norges Bank Investment Management, møtes hvert kvartal i forkant av fremleggelse av regnskapsrapporteringen. Komitéen behandler dokumentasjonen og større prisings-spørsmål, og godkjenner verdifastsettelsen.

## SPU NOTE 8 RISIKO

### FORVALTNINGSMANDAT FOR SPU

Se note 1 *Generell informasjon* for en beskrivelse av rammeverket for forvaltning av SPU.

SPU skal søke å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader målt i valutakurven til faktisk referanseindeks, innenfor de rammer som gjelder for forvaltningen. Finansdepartementets strategiske referanseindeks er fordelt på tre aktivaklasser, med en allokering på 60 prosent til aksjer, opptil 5 prosent i eiendom og resterende til obligasjoner. Referanseindeksen for aksjer er satt sammen etter markeds kapitalisering for aksjene i de land som inngår i indeksen. Referanseindeksen for obligasjoner angir en fast fordeling mellom statsobligasjoner og selskapsobligasjoner. Valutafordelingen følger av disse vektingsprinsippene. Investeringsporteføljen kan ikke investere i verdipapirer utstedt av norske foretak eller som er utstedt i norske kroner. Slike verdipapirer er heller ikke med i referanseindeksen. Investeringsporteføljen kan heller ikke investere i eiendom lokalisert i Norge.

### NORGES BANKS STYRINGSSTRUKTUR

Hovedstyret i Norges Bank har delegert ansvaret for forvaltningen av SPU til leder for bankens område for kapitalforvaltning, Norges Bank Investment Management.

Leder i Norges Bank Investment Management er gitt fullmakter i form av en stillingsbeskrivelse og et investeringsmandat. Hovedstyret har vedtatt prinsipper for risikostyring, ansvarlige investeringer og godtgjøring til ansatte i Norges Bank Investment Management. Internasjonalt anerkjente standarder må legges til grunn innen verdivurdering, avkastningsmåling og styring, måling og kontroll av risiko. Rapportering til hovedstyret gjøres månedlig og mer utfyllende kvartalsvis. Sentralbanksjefen og hovedstyret gjøres oppmerksom på spesielle hendelser eller vesentlige forhold uten opphold.

### STYRINGSSTRUKTUR

I Norges Bank Investment Management er investeringsansvaret delegert videre gjennom investeringsmandater. Ansvar for prosesser og

personale er delegert gjennom stillingsbeskrivelser, mens krav til prosesser er detaljert gjennom reglement og retningslinjer. Sammenstillingen av ledergruppen og delegeringen av myndighet skal sikre ansvarsdeling mellom investering, verdipapirhandel, drift, risikostyring og etterlevelse (compliance). Eiendom er organisert som en egen enhet med egen ledergruppe der leder for Eiendom rapporterer til leder for Norges Bank Investment Management.

Investeringsrisikokomiteén komplementerer delegeringen ved å gi råd om styring av investeringsrisiko, i tillegg til at investeringsuniverskomiteén gir råd om hvilket investeringsunivers porteføljen skal ha.

Krav til intern risikorapportering er gitt av leder i Norges Bank Investment Management i stillingsbeskrivelser innenfor risikoområdet. Rapportering til leder gjøres daglig, ukentlig og månedlig. Leder skal gjøres oppmerksom på spesielle hendelser eller alvorlige avvik fra investeringsmandatet uten opphold. Tilsvarende rapporteringskrav er innarbeidet i eiendomsenheten.

### RAMMEVERK FOR INVESTERINGSRISIKO

I forvaltningsmandatet for SPU er det gitt flere rammer og begrensninger for den kombinerte aksje- og obligasjons aktivaklassen, samt innen hver aktivaklasse. Eiendomsinvesteringer er omhandlet i investeringsmandatet med egne rammer for forvaltningen. Rammene understøtter hvordan en diversifisert eksponering mot globale eiendomsmarkeder skal etableres og forvaltes.

Deling av roller og ansvar er et grunnprinsipp i utforming av prosesser i Norges Bank Investment Management. Endringer av investeringsmandater, porteføljehierarkiet eller nye motparter følges opp og krever godkjenning av Chief Risk Officer (CRO), eller den CRO har bemyndiget.

Hovedstyrets prinsipper for risikostyring er videre detaljert gjennom reglement og retningslinjer. Ansvar for effektive prosesser knyttet til



risikostyring er delegert til CRO og Chief Compliance Officers (CCO). Risikostyring knyttet til unoterte eiendomsinvesteringer er delegert til CRO og CCO i Eiendom.

Risikostyring er definert som styring av markedsrisiko, kredittrisiko, motpartsrisiko, operasjonell risiko og risiko relatert til miljømessige, sosiale og styringsmessige faktorer. De tre førstnevnte er definert som investeringsrisiko. I Norges Bank Investment Management har investeringsområdet ansvar for å styre risiko i porteføljen og i det enkelte mandat, mens risikostyringsområdene på uavhengig basis måler, styrer og rapporterer investeringsrisiko på tvers av portefølje, på aktivaklassenivå og andre nivåer som reflekterer investeringsprosessen. I Eiendom er det krav til uavhengige risikovurderinger i forkant av nye unoterte investeringer.

#### *Investeringsrisiko – markedsrisiko*

Norges Bank Investment Management definerer markedsrisiko som risiko for tap eller endring i markedsverdi for porteføljen eller deler av denne på grunn av endring i variabler i finansmarkedene og eiendomsverdier. Markedsrisiko for investeringsporteføljen måles etter dimensjonene konsentrasjon absolutt og relativt til referanseindeks, volatilitet og samvariasjonsrisiko, systematisk faktorrisiko og likviditetsrisiko. For eiendom omfatter dette måling av andel eiendom under utvikling, utleiegrad og leietakerkonsentrasjon. Markedsrisiko tas aktivt for å generere avkastning i tråd med mål i investeringsmandatene.

#### *Investeringsrisiko – kredittrisiko*

Norges Bank Investment Management definerer kredittrisiko som risiko for tap som følge av at en utsteder ikke kan oppfylle sine betalingsforpliktelser. Kredittrisiko blir målt både knyttet til enkeltutstedere der risikomålet tar hensyn til sannsynlighet for mislighold og tap ved mislighold, og kredittrisiko på porteføljenivå der risiko-

målet tar hensyn til samvariasjon mellom instrumenter og utstedere. Kredittrisiko er knyttet til renteobligasjonene og tas aktivt for å generere avkastning i tråd med mål i investeringsmandatene.

#### *Investeringsrisiko – motpartsrisiko*

Norges Bank Investment Management definerer motpartsrisiko som risiko for tap knyttet til at en motpart går konkurs eller på annen måte ikke kan oppfylle sine forpliktelser. Motparter er nødvendig for å sikre effektiv likviditetsstyring og effektiv handel og styring av markeds- og kredittrisiko. Motpartsrisiko oppstår også ved utlån av verdipapirer og både i forbindelse med forvaltningen av aksje- og obligasjonsporteføljen samt eiendomsporteføljen. Motpartsrisiko kontrolleres og begrenses i så stor grad som mulig, gitt investeringsstrategien.

#### *Risikostyringsprosessen*

Norges Bank Investment Management benytter flere målemetoder, prosesser og systemer for å kontrollere investeringsrisiko. Robuste anerkjente risikostyringssystemer og -prosesser komplementeres av internt utviklede målemetoder og prosesser.

### **MARKEDSRISIKO**

Norges Bank Investment Management måler markedsrisiko både for den faktiske porteføljen og den relative markedsrisikoen for plasseringer for SPU.

Kontinuerlig overvåkning, måling og vurdering av markedsrisiko gjøres langs flere risikodimensjoner, og ved bruk av flere metoder og angrepsvinkler. Ved å kombinere forskjellige og utfyllende risikomål får man økt innsikt i risikoprofilen til plasseringene for SPU.

#### *Aktivaklasse per land/valuta*

Porteføljen er investert på tvers av flere aktivaklasser, land og valutaer som vist i tabell 8.1.

Tabell 8.1 Fordeling per aktivaklasse, land og valuta

Beløp i millioner kroner

Aktivaklasse	Marked	Markedsverdi i prosent per land og valuta*		Markedsverdi i prosent per aktivaklasse		Eiendeler minus gjeld før forvaltningsgodtgjøring		
		31.12.2015	Marked	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014
Aksjer	Utviklet	91,0	Utviklet	90,2				
	USA	35,5	USA	33,7				
	Storbritannia	11,3	Storbritannia	12,5				
	Japan	9,3	Japan	7,4				
	Tyskland	5,7	Tyskland	6,1				
	Sveits	5,5	Frankrike	5,8				
	Sum andre	23,7	Sum andre	24,7				
	<b>Fremvoksende</b>	<b>9,0</b>	<b>Fremvoksende</b>	<b>9,8</b>				
	Kina	2,9	Kina	2,9				
	Taiwan	1,4	Taiwan	1,5				
	India	1,1	India	1,0				
	Sør-Afrika	0,5	Brasil	0,9				
	Brasil	0,5	Sør-Afrika	0,6				
	Sum andre	2,6	Sum andre	2,9				
<b>Sum aksjer</b>					<b>61,2</b>	<b>61,3</b>	<b>4 571 807</b>	<b>3 939 923</b>
Obligasjoner	Utviklet	87,6	Utviklet	87,2				
	Amerikanske dollar	42,0	Amerikanske dollar	41,4				
	Euro	25,5	Euro	24,5				
	Japanske yen	6,5	Japanske yen	7,4				
	Britiske pund	5,4	Britiske pund	5,3				
	Kanadiske dollar	3,0	Kanadiske dollar	3,3				
	Sum andre	5,2	Sum andre	5,3				
	<b>Fremvoksende</b>	<b>12,4</b>	<b>Fremvoksende</b>	<b>12,8</b>				
	Meksikanske peso	1,9	Meksikanske peso	1,8				
	Sørkoreanske won	1,6	Brasilianske real	1,5				
	Tyrkiske lira	1,0	Sørkoreanske won	1,5				
	Indiske rupi	1,0	Tyrkiske lira	1,1				
	Kinesiske yuan	0,8	Indiske rupi	1,0				
	Sum andre	6,1	Sum andre	5,9				
<b>Sum obligasjoner</b>					<b>35,7</b>	<b>36,5</b>	<b>2 668 147</b>	<b>2 349 948</b>
Eiendom	USA	44,3	Storbritannia	30,9				
	Storbritannia	27,6	USA	30,7				
	Frankrike	11,1	Frankrike	15,9				
	Tyskland	7,3	Tyskland	9,7				
	Sveits	3,8	Sveits	5,5				
	Sum andre	5,9	Sum andre	7,3				
<b>Sum eiendom**</b>					<b>3,1</b>	<b>2,2</b>	<b>235 199</b>	<b>140 868</b>

\* Markedsverdi per land og valuta inkluderer derivater og kontanter.

\*\* Sum eiendom inkluderer børsnoterte eiendomsinvesteringer. Disse presenteres i balansen som Aksjer og andeler.

#### Konsentrasjonsrisiko

SPU har vesentlige investeringer i obligasjoner utstedt av stater. Porteføljen er også investert i private selskaper som utsteder både aksjer og obligasjoner.

Sammenlignet med årsslutt 2014 var andelen allokert til aktivaklassen obligasjoner noe ned, mens fordelingen til aksjer var på samme nivå som året før. Andelen av den totale markedsverdien i utviklede markeder økte noe for både aksjer og obligasjoner. Innenfor aksjer var det en høyere andel i USA og Japan, mens Storbritannia hadde en lavere andel enn ved årsslutt 2014. I de fremvoksende markedene var allokeringen til

Brasil og Russland lavere ved utgangen av 2015. Dette skyldtes hovedsakelig markedsavkastning og valutasingninger. I 2015 økte markedsverdien til aktivaklassen eiendom fra 141 milliarder kroner til 235 milliarder kroner. Veksten skjedde hovedsakelig via kjøp i USA og Storbritannia. I tillegg til nye kjøp ble endring i porteføljesammensetning påvirket av verdiutvikling og valutaeffekter.

Tabell 8.2 viser de største beholdningene av obligasjoner utstedt av stater. Disse inkluderer statsobligasjoner utstedt i egen valuta, fremmed valuta og realrenteobligasjoner i egen valuta.

Tabell 8.2 Største beholdninger innenfor segmentet obligasjoner utstedt av stater

Beløp i millioner kroner		Beløp i millioner kroner	
	Markedsverdi 31.12.2015		Markedsverdi 31.12.2014
USA	532 806	USA	422 200
Japan	203 895	Japan	186 044
Tyskland	163 019	Tyskland	84 021
Storbritannia	84 952	Storbritannia	76 341
Mexico	56 678	Italia	52 369
Sør Korea	50 318	Spania	46 731
Spania	45 175	Mexico	46 620
Frankrike	41 870	Brasil	43 505
Italia	41 018	Sør Korea	41 107
India	32 888	Nederland	37 121

Tabell 8.3 viser porteføljens største beholdninger av utstedere utenom nasjonalstater, inkludert både obligasjonsbeholdninger og aksjebeholdninger. Obligasjoner med fortrinnsrett

utstedt av finansinstitusjoner samt gjeld utstedt av andre underliggende selskaper er inkludert i obligasjonskolonnen.

Tabell 8.3 Største beholdninger utenom stat, både obligasjoner og aksjer

Beløp i millioner kroner,

	Sektor	Obligasjoner	Aksjer	31.12.2015	
				Totalt	
Nestlé SA	Konsumvarer	737	51 056	51 793	
Apple Inc	Teknologi	2 864	41 599	44 463	
Roche Holding AG	Helse	2 322	34 980	37 302	
Novartis AG	Helse	3 066	33 935	37 001	
Lloyds Banking Group Plc	Finans	18 516	17 412	35 928	
Bank of America Corp	Finans	21 151	12 358	33 509	
HSBC Holdings Plc	Finans	5 973	27 242	33 215	
Kreditanstalt für Wiederaufbau	Statsrelatert	33 187	-	33 187	
Microsoft Corp	Teknologi	2 532	30 448	32 980	
JPMorgan Chase & Co	Finans	15 074	17 583	32 657	

Beløp i millioner kroner

	Sektor	Obligasjoner	Aksjer	31.12.2014	
				Totalt	
Nestlé SA	Konsumvarer	669	47 924	48 593	
Novartis AG	Helse	1 709	36 318	38 027	
Apple Inc	Teknologi	2 482	35 509	37 991	
Kreditanstalt für Wiederaufbau	Statsrelatert	35 924	-	35 924	
Royal Dutch Shell Plc	Olje og gass	1 991	32 501	34 492	
BlackRock Inc	Finans	1 072	31 439	32 511	
Bank of America Corp	Finans	20 743	10 814	31 558	
Lloyds Banking Group Plc	Finans	17 953	12 395	30 348	
HSBC Holdings Plc	Finans	5 260	24 737	29 997	
Roche Holding AG	Helse	1 246	28 610	29 856	

Verdien av eiendomsporteføljen var 235 milliarder kroner ved utgangen av året. Eiendomsporteføljen består av noterte og unoterte eiendomsinvesteringer. I løpet av 2015 økte verdien av unoterte eiendomsinvesteringer til en verdi på 181 milliarder kroner (hvorav 1 milliard kroner er kontanter) ved årsslutt. Økningen skyldes

hovedsakelig et høyt investeringsnivå, spesielt i USA og Storbritannia. I tillegg opplevde porteføljen positiv utvikling i verdivurdering samt valutagevinster mot den norske kronen. Verdien på notert eiendom var 54 milliarder kroner ved utgangen av året.

Tabell 8.4 Fordeling av eiendomsinvesteringer per sektor

Sektor	Prosent 31.12.2015	Prosent 31.12.2014**
Kontorbygg	48,0	52,8
Detaljhandel	9,4	9,1
Logistikk	18,8	13,3
Annet	0,8	1,2
<b>Sum unoterte eiendomsinvesteringer*</b>	<b>77,0</b>	<b>76,4</b>
Børsnoterte eiendomsinvesteringer*	23,0	23,6
<b>Totalt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

\* Unoterte eiendomsinvesteringer er presentert i balansen som *Unotert eiendom*. Børsnoterte eiendomsinvesteringer er presentert i balansen som *Aksjer og andeler*.

\*\* Allokering mellom sektorer og allokering mellom notert og unotert er basert på netto eiendomsverdier i 2015 i motsetning til brutto eiendomsverdier i 2014. Sammenligningstall for 2014 er omarbeidet.

#### Volatilitet og samvariasjonsrisiko

Norges Bank Investment Management benytter modeller for å kvantifisere risiko for svingninger i verdi knyttet til hele eller deler av porteføljen. Volatilitet er et standard risikomål basert på det statistiske målet standardavvik, som hensyntar samvariasjon mellom porteføljens ulike investeringer. Risikomålet gir et estimat på hvor mye man kan forvente at porteføljens verdi endres eller svinger i løpet av et år basert på markedsforhold over de siste tre årene. I to av tre år forventes porteføljens avkastning å være lavere enn det spesifikke måltallet og høyere enn den negative verdien til måltallet. Forventet volatilitet kan uttrykkes i form av porteføljens absolutte eller relative risiko. Modellen vekter ukentlige avkastningsdata likt over de siste tre år, benytter en

parametrisk beregningsmetode, og er tilpasset den langsiktige investeringshorisonten for SPUs investeringer. Samme modell benyttes både for porteføljerisiko og relativ volatilitet. I tillegg til bruk av nevnte modell brukes andre risikomodeller som i større grad hensyntar den siste tids markedsdynamikk samt risikomål som måler såkalt halerisiko. Eiendomsinvesteringer er ikke inkludert i beregninger for relativ volatilitet. Dette er konsistent med investeringsmandatene gitt av Finansdepartementet og hovedstyret i Norges Bank i tillegg til interne retningslinjer for investering og risikostyring.

Tabell 8.5 og 8.6 presenterer risiko både i form av porteføljens absolutte risiko og i form av den relative risikoen.

Tabell 8.5 Porteføljerisiko, forventet volatilitet, prosent

	Forventet volatilitet, faktisk portefølje							
	31.12.2015	Min 2015	Maks 2015	Snitt 2015	31.12.2014	Min 2014	Maks 2014	Snitt 2014
Portefølje	10,4	8,1	10,4	9,5	8,2	7,9	9,3	8,7
Aksjer	12,9	10,9	12,9	12,0	11,1	11,0	14,4	13,0
Obligasjoner	10,1	7,9	10,2	9,4	7,9	7,5	8,9	8,3

Tabell 8.6 Relativ risiko, forventet relativ volatilitet, basispunkter

	Forventet relativ volatilitet							
	31.12.2015	Min 2015	Maks 2015	Snitt 2015	31.12.2014	Min 2014	Maks 2014	Snitt 2014
Aksje- og obligasjonsporteføljen	28	26	38	32	38	38	63	51
Aksjer	36	35	52	42	52	49	71	60
Obligasjoner	52	52	64	57	59	52	69	60

Forventet volatilitet for porteføljen totalt, samt aktivaklassene bestående av aksjer og obligasjoner økte noe i 2015. Ved årets slutt hadde porteføljen totalt en målt risiko på 10,4 prosent. Dette betyr at man for porteføljen kan forvente å se årlige verdisvingninger på om lag 780 milliarder kroner. Tilsvarende var målt risiko ved utgangen av 2014 på 8,2 prosent og man kunne forvente å se verdisvingninger på om lag 530 milliarder kroner. Da modellen bruker tre års historikk, kan risikoendringen i stor grad forklares med at den mer volatile perioden høsten 2015 har kommet inn i beregningsperioden sammenlignet med perioden i 2012.

Mandatet for SPU angir at forventet relativ volatilitet for den aggregerte aksje- og obligasjonsporteføljen ikke skal overstige 100 basispunkter. Målingen av risiko og oppfølgingen av rammen blir gjort basert på risikomodellen beskrevet ovenfor. Forventet relativ volatilitet har vært innenfor rammen i 2015 og var ved utgangen av året på 0,3 prosentpoeng, noe som er en nedgang fra 0,4 prosentpoeng ved utgangen av 2014. Denne nedgangen skyldes i hovedsak at avvikene fra referanseindeksen er redusert gjennom 2015.

Den økonomiske situasjonen ble preget av en forbedring i veksten og økonomien i USA, mens det i de fremvoksende økonomiene, spesielt Kina, knyttet seg større usikkerhet til framtidig vekst. Det var positiv utvikling i de japanske aksjemarkedene, samt oppgang i enkelte europeiske land. I valutamarkedene så man en tendens til økt volatilitet og svekkelse av valuta i de fremvoksende markedene, hvor blant annet brasilianske real ble kraftig svekket og kinesiske yuan devaluert. Den amerikanske dollaren styrket seg mot de fleste valutaer i valutakurven. Råvaremarkedene ble preget av ytterligere fall i oljeprisen, noe som

påvirket økonomien i oljeproduserende land. I rentemarkedene var det gjennom 2015 en svak økning i de lange statsrentene i de utviklede markedene, mens det var større utslag i de fremvoksende økonomiene, der Brasil og Tyrkia hadde en betydelig økning i de lange statsrentene.

#### Styrker og svakheter

Styrken ved denne typen risikomodeller er at man kan estimere risiko knyttet til en portefølje på tvers av forskjellige aktivaklasser, markeder, valutaer, verdipapirbeholdninger og derivater, og uttrykke risikoen gjennom ett enkelt tall som hensyntar samvariasjon mellom de forskjellige aktivaklassene, verdipapirene og risikofaktorene.

De modellbaserte risikoestimatene bruker historiske sammenhenger i markedene og vil ha gode prognoseevner i markeder uten nevneverdige endringer i volatilitet. Estimaten er mindre pålitelige i perioder med vesentlige endringer i volatiliteter og samvariasjon. Beregnet volatilitet gir et punkttestimat på risiko, og sier lite om den samlede risikoprofilen og eventuell halerisiko. Annualisering innebærer at det antas at volatilitet og porteføljesammensetning er konstant over tid. For å veie opp for disse svakhetene benyttes komplementære modeller og metoder, som stresstester, og analyse av konsentrasjonsrisiko og realisert avkastning.

#### KREDITTRISIKO

Kredittrisiko er risiko for tap som følge av at utstedere av renteinstrumenter ikke oppfyller sine betalingsforpliktelser. Renteinstrumenter i porteføljes referanseindeks er alle kredittvurdert til å inneha lav kredittrisiko av ett av de store kredittvurderingsbyråene. Investeringer i obligasjoner gjøres basert på egne vurderinger med hensyn til forventet avkastning og risikoprofil.

Tabell 8.7 Obligasjonsporteføljen fordelt etter kredittvurdering

Beløp i millioner kroner

						31.12.2015
	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Total
Statsobligasjoner	729 752	250 061	310 491	199 943	2 883	1 493 128
Statsrelaterte obligasjoner	164 106	154 183	31 908	32 097	4 534	386 829
Realrenteobligasjoner	86 119	6 897	3 095	24 164	-	120 275
Selskapsobligasjoner	3 216	43 196	208 613	281 665	11 193	547 882
Pantesikrede obligasjoner	134 834	21 973	6 626	6 566	134	170 133
<b>Sum obligasjoner</b>	<b>1 118 027</b>	<b>476 310</b>	<b>560 733</b>	<b>544 435</b>	<b>18 744</b>	<b>2 718 247</b>

Beløp i millioner kroner

						31.12.2014
	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Total
Statsobligasjoner	606 852	186 044	277 444	223 334	3 122	1 296 796
Statsrelaterte obligasjoner	142 390	142 134	23 671	32 777	2 799	343 771
Realrenteobligasjoner	34 971	5 421	1 566	21 757	-	63 715
Selskapsobligasjoner	1 574	37 266	219 892	186 376	9 451	454 559
Pantesikrede obligasjoner	143 441	9 858	17 824	18 786	1 039	190 948
<b>Sum obligasjoner</b>	<b>929 228</b>	<b>380 723</b>	<b>540 397</b>	<b>483 030</b>	<b>16 411</b>	<b>2 349 789</b>

Den økonomiske veksten i euroområdet var fortsatt moderat i 2015. Den europeiske sentralbanken senket styringsrenten til nær null og innskuddsrenten til -0,3 prosent, samt utvidet programmet for kvantitative lettelsers. I USA fortsatte den økonomiske utviklingen i positiv retning, selv om veksten i 2015 ble noe svakere enn den amerikanske sentralbanken, Federal Reserve, ventet ved inngangen til året. Den amerikanske valutaen styrket seg mot de fleste valutaer og den lenge varslede renteøkningen kom til slutt, i desember. Den økonomiske veksten i Kina avtok i 2015. Overkapasitet i økonomien bidro til lavere kostnadspress. Den kinesiske sentralbanken senket renten fem ganger i løpet av året, med til sammen 1,25 prosentpoeng. Oppbremsingen i etterspørselen fra Kina bidro til fallende eksport og svakere økonomisk vekst også for mange mindre fremvoksende økonomier. Svekkelsen av den kinesiske yuanen spredte seg i tillegg internasjonalt gjennom lavere importert inflasjon hos Kinas handelspartnere. Råvareprisene, deriblant oljeprisen, falt betydelig gjennom året. Fallet i råvare-

prisene kan forklare noe av oppbremsingen i råvareproduserende fremvoksende økonomier, men også råvareimporterende fremvoksende økonomier har hatt svakere vekst. Den brasilianske økonomien fikk svekkede statsfinanser og negativ vekst for andre år på rad som bidro til et fall i valutakursen og nedgradering av statsgjelden fra kredittvurderingsbyråene i 2015. Kredittpåslaget på brasilianske statsobligasjoner økte til 495 basispunkter ved slutten av 2015 sammenlignet med 200 basispunkter ved årsslutt 2014.

I løpet av 2015 ble andelen av beholdningen av pantesikrede obligasjoner redusert samtidig som andelen av europeiske og amerikanske selskapsobligasjoner og realrenteobligasjoner utstedt av den amerikanske stat økte. Gjennom året ble også investeringene i statsobligasjoner i fremvoksende markeder redusert, mest som følge av fall i markedsverdi men også fordi investeringstakten avtok noe. Slike beholdninger utgjorde ved årets slutt 12,7 prosent av obligasjonsporteføljen sammenlignet med 13,5 prosent ved årsslutt 2014. Beholdningen av statsobligasjoner utstedt av

Tyskland, USA og Frankrike økte derimot i løpet av 2015, noe som bidro til økt beholdning av AAA og AA statsobligasjoner totalt med 2,3 prosentpoeng. På samme tid var det en overvekt av nedgraderinger av kredittvurderingsbyråene av land og selskaper i obligasjonsporteføljen gjennom året. Dette skyldes blant annet svakere økonomiske utsikter i en rekke markeder, som beskrevet ovenfor. Mange selskaper i A kategorien ble nedgradert til BBB kategorien. Alle åtte systemkritiske amerikanske holdingselskaper i banksektoren ble for eksempel nedgradert av S&P i fjerde kvartal, hvorav tre av disse til BBB kategorien. Dette skyldes redusert sannsynlighet for statsstøtte i en konkurssituasjon. Til tross for flere nedgraderinger enn oppgraderinger ble obligasjonsporteføljens kredittkvalitet totalt sett noe forbedret i løpet av året. Dette som følge av justeringer i porteføljen og generell økning i markedsverdien i AAA og AA kategorien sammenlignet med A og BBB kategorien.

Beholdningen av AAA og AA obligasjoner økte til henholdsvis 41,1 og 17,5 prosent av obligasjonsporteføljen ved slutten av 2015 sammenlignet med 39,5 og 16,2 prosent ved årsslutt 2014. A og BBB obligasjoner ble tilsvarende redusert til 20,6 og 20,0 prosent ved årsslutt 2015 fra 23,0 prosent og 20,6 prosent ved årsslutt 2014. Andelen av beholdningen av *Lavere vurdering* var stabil på 0,7 prosent av obligasjonsporteføljen ved årsslutt 2015. Misligholdte obligasjoner hadde en markedsverdi på 869 millioner kroner ved årsslutt 2015, opp fra 440 millioner kroner ved årsslutt 2014. Den nominelle størrelsen av misligholdte obligasjoner var 16,6 milliarder kroner ved utgangen av 2015, sammenlignet med 13,2 milliarder kroner ved årsslutt 2014. Misligholdte obligasjoner er gruppert under *Lavere vurdering*. Økningen i markedsverdi og nominell verdi skyldes i stor grad valutakursendringer.

Tabell 8.8 Obligasjonsporteføljen fordelt på kredittvurdering og valuta, i prosent

Beløp i millioner kroner

	31.12.2015					
	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Total
Amerikanske dollar	22,7	2,6	6,2	9,0	0,3	40,8
Euro	12,1	5,5	2,0	5,1	0,2	24,9
Japanske yen	-	-	7,8	0,0	-	7,8
Britiske pund	0,5	4,0	0,5	0,7	-	5,7
Kanadiske dollar	1,5	1,1	0,3	0,3	-	3,1
Andre valutaer	4,4	4,4	3,9	5,0	0,1	17,8
<b>Totalt</b>	<b>41,1</b>	<b>17,5</b>	<b>20,6</b>	<b>20,0</b>	<b>0,7</b>	<b>100,0</b>

Beløp i millioner kroner

	31.12.2014					
	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Total
Amerikanske dollar	21,8	2,8	7,9	7,2	0,2	39,9
Euro	11,2	4,4	2,5	6,3	0,3	24,7
Japanske yen	-	-	8,0	-	-	8,0
Britiske pund	0,8	3,9	0,4	0,6	-	5,7
Kanadiske dollar	1,6	1,1	0,4	0,3	-	3,3
Andre valutaer	4,2	4,1	3,9	6,2	0,1	18,4
<b>Totalt</b>	<b>39,5</b>	<b>16,2</b>	<b>23,0</b>	<b>20,6</b>	<b>0,7</b>	<b>100,0</b>



Ved årsslutt 2015 var det ingen kredittderivater i porteføljen, se note 20.5 *Beholdninger av Aksjer og andeler, Obligasjoner og Finansielle derivater*.

I tillegg til kredittvurderinger fra kredittvurderingsbyråer komplementeres måling av kredittisiko med kreditttrisikomodeller, hvorav den ene er basert på kredittvurderinger og den andre er basert på observerbare kredittpåslag. Begge disse metodene tar også hensyn til samvariasjon og forventet verdi av obligasjonene i en konkurssituasjon. Modellene benyttes til risikomåling og overvåkning av kredittisiko i renteporteføljen.

#### **MOTPARTSRISIKO**

Motparter er nødvendig for å sikre effektiv likviditetsstyring og effektiv handel og styring av markeds- og kredittisiko. Eksponering for motpartsrisiko er knyttet til handel i ikke-børsnoterte derivater og valutakontrakter, gjenkjøps- og gjensalgavtaler, verdipapirutlån, deltagelsessertifikater og verdipapirer stilt som sikkerhet ved derivathandel. Motpartsrisiko oppstår også i forbindelse med usikrede bankinnskudd. Slik motpartsrisiko oppstår blant annet i forbindelse med den daglige likviditetsstyringen i fondet og i forbindelse med kjøp og salg av unotert eiendom. Det er videre eksponering for motpartsrisiko knyttet til motparter i de internasjonale oppgjørs- og depotsystemene der transaksjoner gjøres opp. Dette kan forekomme både ved valutahandel og ved kjøp og salg av verdipapirer. Oppgjørsrisiko og eksponering fra handler med lang oppgjørstid defineres også som motpartsrisiko.

Flere motparter benyttes for å redusere konsentrasjon og det er satt strenge krav til motpartens kredittkvalitet. Krav til kredittverdighet er generelt høyere for motparter til usikrede bankinnskudd enn der det stilles sikkerhet. Endringer i motparters kredittkvalitet følges opp løpende.

For å redusere motpartsrisiko benyttes motregningsavtaler for handler i ikke-børsnoterte derivater, valutakontrakter og gjenkjøps- og gjensalgavtaler. Ytterligere reduksjon av motpartsrisiko sikres ved krav om sikkerhetsstillelse for positiv markedsverdi av nettoposisjo-

nen mot motparten. For instrumenter hvor det stilles sikkerhet er det satt minimumskrav, blant annet til sikkerhetens kredittkvalitet, løpetid og konsentrasjon. Avtaler om motregning og sikkerhetsstillelse er inngått for samtlige motparter godkjent for denne type handler.

Det blir også stilt krav til hvordan eiendoms-transaksjoner skal gjennomføres. Motpartsrisikoen som oppstår blir analysert i forkant av at transaksjonen gjennomføres og krever godkjenning av CRO. For 2015 ble 19 transaksjoner godkjent av CRO gjennom denne prosessen.

Motpartsrisiko begrenses også ved at det er satt rammer for eksponering mot enkeltmotparter. Eksponering per motpart blir målt på daglig basis mot fastsatte rammer satt av styret og leder av Norges Bank Investment Management.

Metodene benyttet for å beregne motpartsrisiko er i henhold til internasjonalt anerkjente standarder. I all hovedsak er det Baselregelverket for banker som er benyttet for måling av motpartsrisiko, med noen tilpasninger basert på interne analyser. Risikomodellen beregner forventet motpartseksponering ved konkurs for en motpart. For ikke-børsnoterte derivater og valutakontrakter benyttes markedsverdimetoden i Baselregelverket. For hver kontrakt beregnes markedsverdien og en sats for fremtidig forventet eksponering. Motregningsavtaler og sikkerhet blir hensyntatt i beregningen av netto eksponering. I løpet av 2015 startet Norges Bank Investment Management avregning av rentebytteavtaler mot sentral motpart.

For gjenkjøpsavtaler, verdipapirutlån gjennom ekstern agent og verdipapirer stilt som sikkerhet ved derivathandel, benyttes en metode der det legges til et påslag på markedsverdi for å ta hensyn til volatiliteten i posisjonene. For disse posisjonene er det også justert for motregning og faktisk mottatt og stilt sikkerhet i beregning av netto eksponering.

Eksponering for motpartsrisiko er knyttet til motparter i oppgjørs- og depotsystemene, både ved valutahandel og ved kjøp og salg av verdipapirer. For de aller fleste valutahandler er opp-

gjøringsrisiko lav. Ved å benytte valutaoppgjørssystemet CLS (Continuous Linked Settlement) eller ved å handle direkte med oppgjørsbanken reduseres oppgjøringsrisikoen. I et fåtall valutaer er Norges Bank utsatt for oppgjøringsrisiko da solgt valuta blir levert til motparten før kjøpt valuta er bekreftet mottatt. I tabell 8.9 inngår denne eksponeringen på linjen *Ikke-børsnoterte derivater inklusiv valutakontrakter*.

I løpet av året startet Norges Bank Investment Management å investere i saudi-arabiske deltagelsessertifikater, som er instrumenter utstedt av registrerte utenlandske institusjonelle investorer til internasjonale investorer. Dette instrumentet gir motpartsrisiko mot utsteder av sertifikatet.

I tabell 8.9 er eksponeringen brutt ned etter type aktivitet/instrumenttype forbundet med motpartsrisiko.

Total motpartsrisiko målt ved både brutto og netto risikoeksponering økte i 2015. Brutto risikoeksponering økte med 34,4 milliarder kroner til 80,9 milliarder kroner mens netto risikoeksponering økte med 44,2 milliarder kroner til 71,8 milliarder kroner.

Økningen i både netto- og brutto risikoeksponering er i hovedsak relatert til utlån av verdipapir. Ved årsslutt 2014 var verdipapirutlånene relativt lave på grunn av bytte av oppgjørsbank og agent for verdipapirutlån. I løpet av 2015 har det vært en økning i verdipapirutlånsaktiviteten, både for utlån av aksjer og obligasjoner. Brutto risikoeksponeringen fra verdipapirutlån økte til 51,6 milliarder kroner ved årsslutt 2015 fra 16,5 milliarder ved årsslutt 2014. I slutten av tredje kvartal 2015 ble verdipapirutlånsagentens garantiansvar redusert, noe som førte til en betydelig økning også av netto risikoeksponering, se kolonnen *Sikkerheter og garantier* for garantieffekten. Netto risikoeksponering fra verdipapirutlån økte til 50,2 milliarder ved årsslutt 2015 fra 1,1 milliard ved utgangen av 2014.

Netto og brutto risikoeksponering fra ikke-børsnoterte derivater inklusiv valutakontrakter samt deltagelsessertifikater økte også i løpet av året, mens netto og brutto risikoeksponering fra usikrede bankinnskudd ble redusert sammenlignet med årsslutt 2014.

Tabell 8.9 Motpartsrisiko per type posisjon

Beløp i millioner kroner

	Brutto eksponering	Motregnings-effekter	Sikkerheter og garantier	31.12.2015 Netto eksponering
Tidsinnskudd og usikrede bankinnskudd*	5 084	-	-	5 084
Ikke-børsnoterte derivater inklusiv valutakontrakter	17 003	7 068	340	9 595
Clearede ikke-børsnoterte og børsnoterte derivater**	2 327	21	-1	2 307
Gjenkjøps- og gjensalgsvtaler	1 386	728	-444	1 102
Verdipapirutlånstransaksjoner	51 551	-	1 390	50 161
Oppgjøringsrisiko på motpart og transaksjoner med lang oppgjørstid	60	-	-	60
Deltagelsessertifikater	3 475	-	-	3 475
<b>Totalt</b>	<b>80 886</b>	<b>7 817</b>	<b>1 285</b>	<b>71 784</b>

Beløp i millioner kroner

	31.12.2014			
	Brutto eksponering	Motregnings-effekter	Sikkerheter og garantier	Netto eksponering
Tidsinnskudd og usikrede bankinnskudd*	13 268	-	-	13 268
Ikke-børsnoterte derivater inklusiv valutakontrakter	10 162	5 254	-1 658	6 566
Clearede ikke-børsnoterte og børsnoterte derivater**	5 603	-	-	5 603
Gjenkjøps- og gjensalgavtaler	989	-	-	989
Verdipapirutlånstransaksjoner	16 480	-	15 345	1 135
Oppgjørslisiko på motpart og transaksjoner med lang oppgjørstid	15	-	-	15
Deltagelsessertifikater	-	-	-	-
<b>Totalt</b>	<b>46 517</b>	<b>5 254</b>	<b>13 687</b>	<b>27 576</b>

\* Beløpet inkluderer bankinnskudd i ikke-konsoliderte datterselskaper eiendom.

\*\* Gjelder futureshandler og rentebytteavtaler som er cleared av sentral motpart.

Linjen *Ikke-børsnoterte derivater inklusiv valutakontrakter* i tabellen består av netto markedsverdi av valutaderivater (2 831 millioner kroner) og bytteavtaler for renteinstrumenter (-3 192 millioner kroner), se note 20.5 *Beholdninger av Aksjer og andeler, Obligasjoner og Finansielle derivater*. Motpartsrisiko for derivatposisjoner følges opp på netto basis.

Norges Banks motparter har en kredittvurdering fra uavhengige kredittvurderingsbyråer. Kun i til-

feller hvor motpartsrisikoen regnes som lav, kan en intern kredittvurdering benyttes som grunnlag for godkjenning av en motpart. Kredittvurderingen for motparter overvåkes og kompletteres av alternative kreditttrisikoinndikatorer.

Tabell 8.10 viser godkjente motparter klassifisert i forhold til kredittvurderingskategori ved årsslutt 2015. Tabellen inkluderer også meglerhus, som brukes ved kjøp og salg av verdipapirer.

Tabell 8.10 Motparter fordelt på kredittvurdering\*

	Norges Banks motparter (ikke meglerhus)		Meglerhus	
	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014
AAA	-	-	-	-
AA	28	22	28	23
A	62	56	70	72
BBB	16	3	24	28
BB	-	-	5	3
B	-	-	15	13
<b>Totalt</b>	<b>106</b>	<b>81</b>	<b>142</b>	<b>139</b>

\* Tabellen inkluderer motparter per juridiske enhet, slik at et konsern kan ha flere motparter inkludert.

Det har i løpet av året vært en økning i antall motparter, til 106 fra 81 ved årsslutt 2014. Dette skyldes i hovedsak flere motparter for bankinnskudd i forbindelse med eiendomsinvesteringene samt flere motparter innenfor verdipapirutlånsprogrammet.

#### **ETTERPRØVING AV MODELLER**

Risikomodeller brukt til å estimere og kontrollere investeringsrisiko blir jevnlig vurdert og etterprøvd for evne til å estimere risiko. Investeringsporteføljen og investeringsuniversets spesielle karakteristikk, samt SPUs lange investeringshorisont blir hensyntatt i vurderingene av modellene.

#### **BELÅNING**

Belåning kan benyttes for å sikre effektiv forvaltning av investeringene innenfor aksje- og obligasjonsporteføljene, men ikke med sikte på å øke den økonomiske eksponeringen mot risikable aktiva. Bruken er her regulert både i forvaltningsmandatet fra Finansdepartementet og i investeringsmandatet fra hovedstyret i Norges Bank til Norges Bank Investment Management. Belåning er forskjellen mellom total netto

eksponering og markedsverdi for porteføljen. Netto eksponering fastsettes ved at verdipapirer inngår med markedsverdi, og posisjoner i finansielle derivater inngår ved at de konverteres til eksponering mot underliggende risikable aktiva. Når eksponeringen er større enn markedsverdien er porteføljen belånt.

SPU har ikke hatt noen belåning av betydning i 2015 og hadde en belåning på 0,1 prosent ved utgangen av 2015 for den aggregerte aksje- og obligasjonsporteføljen. For eiendomsporteføljen er det satt krav i forvaltningsmandatet fra hovedstyret i Norges Bank om en maksimal gjeldsgrad for porteføljen på 35 prosent. Eiendomsporteføljen hadde ved utgangen av 2015 en gjeldsgrad på 8,8 prosent.

#### **SALG AV VERDIPAPIRER NORGES BANK IKKE EIER**

Salg av verdipapirer Norges Bank ikke eier kan kun benyttes dersom det er etablerte låneordninger for å dekke inn en negativ posisjon. Slike transaksjoner benyttes i svært liten grad og ved utgangen av 2015 var det ikke solgt verdipapirer på denne måten.

## SPU NOTE 9 SKATT



### REGNSKAPSPRINSIPP

Norges Bank er unntatt skatteplikt for sin virksomhet i Norge, men er skattepliktig i flere utenlandske markeder. *Skattekostnad* i resultatregnskapet omfatter inntektsskatt som ikke blir refundert gjennom lokale skattelover eller skatteavtaler, og består av skatt på utbytte, renteinntekter og gevinster relatert til investeringer i *Aksjer og andeler* og *Obligasjoner*. Denne skatten blir i hovedsak krevd inn ved kilden.

Kildeskatt, etter fratrukk for refunderbar kildeskatt, innregnes samtidig som det relaterte utbyttet eller renteinntekten. Se regnskapsprinsipp i note 20.4 *Inntekt/kostnad fra Aksjer og andeler, Obligasjoner og Finansielle derivater*. Refunderbar kildeskatt innregnes i balansen som fordring kildeskatt under *Andre eiendeler*.

Annen inntektsskatt, som ikke kreves inn ved kilden, innregnes i resultatet samtidig som den relaterte inntekten eller gevinsten og presenteres i balansen som betalbar skatt under *Annen gjeld*, frem til den blir oppgjort.

Betalbar skatt eller utsatt skatt påløpt i selskaper inkludert i balanselinjen *Unotert eiendom* innregnes i resultatregnskapet som *Inntekt/kostnad fra unotert eiendom* og er spesifisert i note 20.6 *Unotert eiendom*, tabell 6.3. Betalbar skatt og utsatt skatt er spesifisert i tabell 6.4 i samme note.

Alle usikre skatteposisjoner, som for eksempel omstridte refusjonsbeløp av kildeskatt og betalbar skatt posisjoner i et begrenset antall skatteregimer, blir vurdert hver rapporteringsperiode. Beste estimat for sannsynlig refusjon eller betaling blir innregnet i balansen.

Tabell 9.1 viser skattekostnader fordelt på type investering og type skatt.

Tabell 9.1 Spesifikasjon skattekostnad

Beløp i millioner kroner

						2015
	Brutto inntekt før skatt	Inntektsskatt på utbytte og renter	Gevinstbeskatning	Annet	Skattekostnad	Netto inntekt etter skatt
<b>Inntekt/kostnad fra:</b>						
Aksjer og andeler	284 414	-2 543	-5	-	-2 548	281 866
Obligasjoner	36 160	-62	-17	-	-79	36 081
Unotert eiendom*	14 537	-	-	-	-	14 537
Annet	-	-	-	-1	-1	-
<b>Skattekostnad</b>		<b>-2 605</b>	<b>-22</b>	<b>-1</b>	<b>-2 628</b>	

Beløp i millioner kroner

						2014
	Brutto inntekt før skatt	Inntektsskatt på utbytte og renter	Gevinst- beskatning	Annet	Skatte- kostnad	Netto inntekt etter skatt
<b>Inntekt/kostnad fra:</b>						
Aksjer og andeler	385 943	-1 931	-89	-	-2 020	383 923
Obligasjoner	158 006	-45	-	-	-45	157 961
Unotert eiendom*	7 160	-	-	39	39	7 199
Annet	-	-	-	-	-	-
<b>Skattekostnad</b>		<b>-1 976</b>	<b>- 89</b>	<b>39</b>	<b>-2 026</b>	

\* For skatt påløpt i selskaper inkludert i balansenlinjen *Unotert eiendom* se note 20.6 *Unotert eiendom*. Annet for *Unotert eiendom* i 2014 består av en reversert avsetning fra 2013 relatert til utsatt skatt.

## SPU NOTE 10 FORVALTNINGSKOSTNADER



### REGNSKAPSPRINSIPP

Forvaltningsgodtgjøring belastes resultatregnskapet til SPU som en kostnad. Forvaltningsgodtgjøring periodiseres løpende gjennom regnskapsåret, men blir først gjort opp i påfølgende år. Skyldig forvaltningsgodtgjøring er en finansiell gjeld som klassifiseres som lån og måles til amortisert kost.

SPU forvaltes av Norges Bank. Kostnadene knyttet til forvaltningen av fondet påløper i hovedsak i Norges Bank. Forvaltningskostnader påløper også i datterselskaper eiendom.

### FORVALTNINGSKOSTNADER I NORGES BANK

Finansdepartementet refunderer Norges Bank for kostnader som påløper i forbindelse med forvaltningen av SPU, i form av en forvaltnings-

godtgjøring. Forvaltningsgodtgjøringen tilsvarende faktiske kostnader påløpt i Norges Bank, inkludert avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, og belastes periodens resultat for SPU på linjen *Forvaltningsgodtgjøring*. Kostnader inkludert i forvaltningsgodtgjøringen er spesifisert i tabell 10.1.

Tabell 10.1 Forvaltningsgodtgjøring

Beløp i millioner kroner

	2015		2014	
		Basis- punkter		Basis- punkter
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	1 134		763	
Kostnader til depot	394		457	
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	638		488	
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	245		169	
Øvrige kostnader	200		119	
Fordelte felleskostnader Norges Bank	129		112	
Faste honorarer til eksterne forvaltere	615		445	
<b>Forvaltningsgodtgjøring eksklusive avkastningsavhengige honorarer</b>	<b>3 355</b>	<b>4,8</b>	<b>2 553</b>	<b>4,7</b>
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	578		649	
<b>Forvaltningsgodtgjøring</b>	<b>3 933</b>	<b>5,7</b>	<b>3 202</b>	<b>5,9</b>

#### FORVALTNINGSKOSTNADER I DATTERSELSKAPER EIENDOM

Forvaltningskostnader som påløper i datterselskaper eiendom består av driftskostnader

knyttet til forvaltningen av den unoterte eiendomsporteføljen. Disse kostnadene er spesifisert i tabell 10.2.

Tabell 10.2 Forvaltningskostnader datterselskaper eiendom

Beløp i millioner kroner

	2015	2014
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	26	25
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	31	21
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	25	22
Øvrige kostnader	13	15
<b>Sum forvaltningskostnader datterselskaper eiendom</b>	<b>95</b>	<b>83</b>
<i>Herav forvaltningskostnader ikke-konsoliderte datterselskaper</i>	86	83
<i>Herav forvaltningskostnader konsoliderte datterselskaper</i>	9	-

Forvaltningskostnader påløpt i ikke-konsoliderte og konsoliderte datterselskaper eiendom presenteres i resultatregnskapet som henholdsvis *Inntekt/kostnad fra unotert eiendom* og *Andre kostnader*.

I tillegg til forvaltningskostnadene presentert i tabell 10.2, påløper det også andre driftskostnader i datterselskaper eiendom knyttet til løpende vedlikehold, drift og utvikling av bygninger og

leieforhold. Disse kostnadene er ikke definert som forvaltningskostnader ettersom de er direkte relatert til de underliggende bygningene og ikke er en del av forvaltningen av eiendomsporteføljen. Andre driftskostnader belastes porteføljeresultatet direkte og presenteres i resultatregnskapet som *Inntekt/kostnad fra unotert eiendom*. Se tabell 6.3 i note 20.6 *Unotert Eiendom* for ytterligere informasjon.

### ØVRE KOSTNADSGRENSE FOR DEKNING AV FORVALTNINGSKOSTNADER

Finansdepartementet har fastsatt en øvre kostnadsgrense for dekning av forvaltningskostnader. Summen av forvaltningskostnader som påløper i Norges Bank og i datterselskaper eiendom, eksklusiv avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, er for 2015 begrenset oppad til 9 basispunkter av gjennomsnittlig kapital under forvaltning. Andre driftskostnader som påløper i datterselskaper eiendom, samt kostnader som påløper i deleide eiendomsselskaper, inngår ikke i kostnadene som er oppad begrenset til den øvre kostnadsgrensen.

Samlede forvaltningskostnader som måles mot den øvre kostnadsgrensen utgjør i 2015 3 450 millioner kroner. Dette består av 3 355 millioner kroner i forvaltningskostnader i Norges Bank eksklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere og 95 millioner kroner i forvaltningskostnader i datterselskaper eiendom. Dette tilsvarer 5,0 basispunkter av forvaltet kapital på årsbasis.

Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere utgjør i 2015 578 millioner kroner og de samlede forvaltningskostnader inklusive avkastningsavhengige honorarer utgjør 4 028 millioner kroner. Dette tilsvarer 5,8 basispunkter av forvaltet kapital på årsbasis.

## SPU NOTE 11 UTLÅN OG INNLÅN MED SIKKERHETSSTILLELSE

SPU er part i gjensalgs- og gjenkjøpsavtaler og lignende transaksjoner, samt verdipapirutlånsprogram gjennom ekstern agent. Transaksjoner med sikkerhetsstillelse omtales samlet som *Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse*.

### GJENSALGS- OG GJENKJØPSAVTALER

I forbindelse med plassering av likviditet inngås gjensalgsavtaler. Motparten overfører aksjer og obligasjoner til SPU og SPU avgir kontantsikkerhet til motparten. Kontantsikkerhet mottatt gjennom verdipapirutlånsprogram er reinvestert i gjensalgsavtaler hvor formålet er å skape merinntekter.

Markedet for gjenkjøpsavtaler benyttes til å støtte finansieringsaktiviteter. Deler av obligasjonsporteføljen vil til enhver tid være lånt ut gjennom gjenkjøpsavtaler, i bytte mot kontantsikkerhet. Denne type lån er en form for finansiering av verdipapirforvaltningen.

### VERDIPAPIRUTLÅNSPROGRAM

Det er inngått avtale med en ekstern agent som gir agenten rett til å låne ut verdipapirer som eies av SPU til andre markedsaktører med lånebehov. Både aksjer og obligasjoner lånes ut. Formålet med utlånene er å skape merinntekter fra verdipapirbeholdningen. En nettoinntekt er generert fra utlånsprogrammet.

Agenten opptrer på vegne av, og i SPU's interesse. SPU er eksponert mot motpartsrisiko fra utlån av verdipapirer. Sikkerhetsstillelse brukes til å redusere tap dersom en låntager misligholder sin forpliktelse. Når et verdipapir lånes ut, overfører låntager sikkerhet i form av kontanter eller verdipapirer til agenten. Sikkerhetsstillelsen inneholder en ekstra margin og holdes på vegne av utlåner. I tilfelle det oppstår mislighold hos låntager, vil ikke låntageren levere tilbake utlånte verdipapirer. SPU vil bli utsatt for tap i tilfelle en låntager misligholder og mottatte sikkerheter ikke er tilstrekkelig til å kjøpe tilbake de utlånte verdipapirene i markedet.





#### REGNSKAPSPRINSIPP

##### *Inntekter og kostnader fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse*

Nettoinntekt fra verdipapirutlånsprogram består av selve utlånsgebyret, fratrukket kostnader knyttet til mottatt kontantsikkerhet, samt renter og realisert avkastning fra reinvesteringer. Agentens andel, som er vederlag for gjennomføring av transaksjonene, er fratrukket. Nettoinntekten innregnes lineært over utlånsperioden til verdipapiret og er presentert i resultatregnskapet som *Inntekt/kostnad fra utlån med sikkerhetsstillelse*.

Netto inntekt/kostnad fra gjenkjøpsavtaler og gjensalgavtaler representerer endring i virkelig verdi i perioden for balansepostene, som er hovedsakelig knyttet til renteinntekt/kostnad fra avtalen. Inntekt/kostnad fra gjenkjøpsavtaler og gjensalgavtaler er presentert i resultatet som henholdsvis *Inntekt/kostnad fra innlån med sikkerhetsstillelse* og *Inntekt/kostnad fra utlån med sikkerhetsstillelse*.

Tabell 11.1 gir en spesifikasjon av inntekter og kostnader fra *Utlån med sikkerhetsstillelse* og *Innlån med sikkerhetsstillelse*.

Tabell 11.1 Inntekt/kostnad fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse

Beløp i millioner kroner

	2015	2014
Inntekt/kostnad fra utlån med sikkerhetsstillelse	3 266	2 758
Inntekt/kostnad fra innlån med sikkerhetsstillelse	50	-35
Netto inntekt/kostnad fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse	3 316	2 723



#### REGNSKAPSPRINSIPP

##### *Overførte finansielle eiendeler*

Ved utlån og innlån med sikkerhetsstillelse, fraregnes ikke det overførte verdipapiret ved inngåelsen av avtalen, da kriteriene for fraregning ikke er oppfylt. Siden motparten har rett til å selge eller pantsette verdipapiret, anses verdipapiret som overført. Utlånte verdipapirer presenteres derfor på egne linjer i balansen, *Utlånte aksjer* og *Utlånte obligasjoner*. I avtaleperioden regnskapsføres de underliggende verdipapirene i samsvar med regnskapsprinsipper for det aktuelle verdipapiret.

##### *Utlån med sikkerhetsstillelse*

Kontantsikkerhet overført til motparten i forbindelse med gjensalgavtaler er fraregnet. En tilsvarende fordring på kontantbeløpet som skal returneres er innregnet som en finansiell eiendel, *Utlån med sikkerhetsstillelse*. Denne eiendelen er utpekt ved førstegangsinnregning som finansiell eiendel målt til *virkelig verdi over resultatet*.

##### *Innlån med sikkerhetsstillelse*

Kontantsikkerhet mottatt i forbindelse med gjenkjøpsavtaler innregnes i balansen som *Innskudd i banker* med en tilhørende forpliktelse, *Innlån med sikkerhetsstillelse*. Denne forpliktelsen er utpekt ved førstegangsinnregning som finansiell forpliktelse målt til *virkelig verdi over resultatet*.

##### *Sikkerhet mottatt i form av verdipapirer*

Sikkerhet mottatt i form av verdipapirer gjennom *Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse*, hvor det foreligger en rett til å selge eller pantsette verdipapiret, innregnes ikke i balansen, med mindre det er reinvestert.

Tabell 11.2 viser *Utlån med sikkerhetsstillelse* samt tilhørende sikkerheter mottatt i form av verdipapirer.

Tabell 11.2 Utlån med sikkerhetsstillelse

Beløp i millioner kroner

	31.12.2015	31.12.2014
Utlån med sikkerhetsstillelse	123 385	45 536
Herav uoppgjorte handler (forpliktelse)	-20 120	-
<b>Oppgjorte utlån med sikkerhetsstillelse</b>	<b>103 264</b>	<b>45 536</b>
<b>Tilhørende sikkerheter i form av verdipapirer (ikke-balansført)</b>		
Aksjer mottatt som sikkerhet	28 603	19 686
Obligasjoner mottatt som sikkerhet	78 912	27 797
<b>Sum sikkerheter mottatt i form av verdipapirer knyttet til utlån</b>	<b>107 516</b>	<b>47 483</b>

Tabell 11.3 viser overførte verdipapirer med tilknyttede forpliktelser i form av *Innlån med sikkerhetsstillelse*, samt sikkerheter mottatt i form av verdipapirer.

Tabell 11.3 Overførte finansielle eiendeler og innlån med sikkerhetsstillelse

Beløp i millioner kroner

	31.12.2015	31.12.2014
<b>Overførte finansielle eiendeler</b>		
Utlånte aksjer	312 662	166 842
Utlånte obligasjoner	241 518	25 163
<b>Sum overførte finansielle eiendeler</b>	<b>554 180</b>	<b>192 005</b>
<b>Tilhørende kontantsikkerhet, innregnet som forpliktelse</b>		
Innlån med sikkerhetsstillelse	149 735	39 975
Hvorav uoppgjorte handler (eiendel)	-15 520	-
<b>Oppgjorte innlån med sikkerhetsstillelse</b>	<b>134 215</b>	<b>39 975</b>
<b>Tilhørende sikkerheter i form av verdipapirer (ikke-balansført)</b>		
Aksjer mottatt som sikkerhet	290 529	137 567
Obligasjoner mottatt som sikkerhet	146 803	27 408
<b>Sum sikkerheter mottatt i form av verdipapirer knyttet til overførte finansielle eiendeler</b>	<b>437 332</b>	<b>164 975</b>

Ingen verdipapirer mottatt som sikkerhet er reinvestert ved årsslutt 2015 eller 2014. Verdipapirene er derfor ikke innregnet i balansen.

## SPU NOTE 12 SIKKERHETSSTILLELSE OG MOTREGNING



### REGNSKAPSPRINSIPP

#### *Kontantsikkerhet*

Kontantsikkerhet avgitt i forbindelse med ikke-børsnoterte derivattransaksjoner er fraregnet og en tilsvarende fordring på kontantbeløpet som skal returneres er innregnet som en eiendel i form av *Avgitt kontantsikkerhet*. Kontantsikkerhet mottatt i forbindelse med ikke-børsnoterte derivattransaksjoner innregnes i balansen som *Innskudd i banker* med en tilhørende forpliktelse, *Mottatt kontantsikkerhet*. Både *Avgitt kontantsikkerhet* og *Mottatt kontantsikkerhet* er utpekt ved førstegangsinngregning som finansielle eiendeler/forpliktelser målt til *virkelig verdi over resultatet*.

#### *Motregning*

Finansielle eiendeler og finansielle forpliktelser motregnes og presenteres netto i balansen dersom det foreligger en juridisk håndhevbar rett til å motregne, samt hensikt for å gjøre opp på netto grunnlag eller å realisere eiendelen og gjøre opp forpliktelsen samtidig, i samsvar med IAS 32 *Finansielle instrumenter: Presentasjon*. Finansielle eiendeler og forpliktelser motregnes ikke fordi de nevnte kriteriene ikke er oppfylt. Dette innebærer at ingen beløp er motregnet og presentert netto i balansen. Av denne grunn inneholder tabell 12.1 ikke en kolonne for beløp motregnet/nettoført i balansen.

### SIKKERHETSSTILLELSE

For flere motparter og transaksjonstyper vil det både avgis og mottas kontantsikkerhet til og fra samme motpart. Derfor vil mottatt kontantsikkerhet kunne nettes mot avgitt kontantsikkerhet, og omvendt, som vises i tabell 12.1. *Avgitt kontantsikkerhet* og *Mottatt kontantsikkerhet* er utelukkende knyttet til ikke-børsnoterte derivattransaksjoner.

### MOTREGNING

Tabell 12.1 viser en oversikt over finansielle eiendeler og forpliktelser, effekten av juridisk bindende nettingavtaler og relaterte sikkerheter for å redusere kredittrisiko. Kolonnen *Eiendeler/Forpliktelser i balansen som er gjenstand for netting* viser balanseført beløp av finansielle eiendeler og -forpliktelser som er underlagt juridisk bindende nettingavtaler. Disse beløpene er justert for effekten av potensiell netting, mot samme motpart, av balanseførte finansielle eiendeler og

gjeld, samt avgitte eller mottatte sikkerheter, som resulterer i en netto eksponering i kolonnen *Eiendeler/Forpliktelser etter netting og sikkerheter*.

Enkelte nettingavtaler er vurdert som potensielt ikke juridisk bindende. Transaksjoner under slike avtaler vises sammen med uoppgjorte handler i kolonnen *Uoppgjorte handler og eiendeler/forpliktelser som ikke er underlagt bindende nettingavtale*. Uoppgjorte handler kan kanselleres dersom motparten går konkurs før eiendelene som omfattes av handelen er overført.

Ved motparts konkurs vil samlet oppgjør mellom Norges Bank og konkursboet kunne gjennomføres for enkelte grupper av instrumenter, uavhengig av om instrumentene tilhører SPU eller Norges Banks valutareserver. Slik kryssmotregning vil gjøres opp mellom disse porteføljene og er ikke justert for i tabellen.

Tabell 12.1 Eiendeler og forpliktelser som er gjenstand for nettingavtaler

Beløp i millioner kroner

31.12.2015							
Beløp som er underlagt bindende nettingavtale							
Beskrivelse	Eiendeler i balansen som er gjenstand for netting	Finansielle forpliktelser knyttet til samme motpart	Mottatt kontantsikkerhet (innregnet som gjeld)	Mottatt sikkerhet i verdipapirer (ikke innregnet)	Eiendeler etter netting og sikkerheter	Uoppgjorte handler og eiendeler som ikke er underlagt bindende nettingavtale	Brutto balanseførte finansielle eiendeler
<b>EIENDELER</b>							
Utlån med sikkerhetsstillelse	102 486	-	74 972	27 514	-	20 899	123 385
Avgitt kontantsikkerhet	2 231	2 227	-	-	4	-	2 231
Finansielle derivater	5 535	2 918	2 528	-	89	3 294	8 829
<b>Totalt</b>	<b>110 252</b>	<b>5 145</b>	<b>77 500</b>	<b>27 514</b>	<b>93</b>	<b>24 193</b>	<b>134 445</b>

Beløp i millioner kroner

31.12.2015							
Beløp som er underlagt bindende nettingavtale							
Beskrivelse	Forpliktelser i balansen som er gjenstand for netting	Finansielle eiendeler knyttet til samme motpart	Avgitt kontantsikkerhet (innregnet som eiendel)	Avgitt sikkerhet i verdipapirer (ikke fraregnet)	Forpliktelser etter netting og sikkerheter	Uoppgjorte handler og forpliktelser som ikke er underlagt bindende nettingavtale	Brutto balanseførte finansielle forpliktelser
<b>GJELD</b>							
Innlån med sikkerhetsstillelse	131 499	-	74 972	56 450	77	18 236	149 735
Mottatt kontantsikkerhet	2 570	2 528	-	-	42	-	2 570
Finansielle derivater	5 400	2 918	2 229	-	253	-134	5 266
<b>Totalt</b>	<b>139 469</b>	<b>5 446</b>	<b>77 201</b>	<b>56 450</b>	<b>372</b>	<b>18 102</b>	<b>157 571</b>

Beløp i millioner kroner

31.12.2014							
Beløp som er underlagt bindende nettingavtale							
Beskrivelse	Eiendeler i balansen som er gjenstand for netting	Finansielle forpliktelser knyttet til samme motpart	Mottatt kontantsikkerhet (innregnet som gjeld)	Mottatt sikkerhet i verdipapirer (ikke innregnet)	Eiendeler etter netting og sikkerheter	Uoppgjorte handler og eiendeler som ikke er underlagt bindende nettingavtale	Brutto balanseførte finansielle eiendeler
<b>EIENDELER</b>							
Utlån med sikkerhetsstillelse	45 536	-	22 093	23 428	15	-	45 536
Avgitt kontantsikkerhet	1 289	1 289	-	-	-	-	1 289
Finansielle derivater	5 387	4 581	807	-	-	390	5 777
<b>Totalt</b>	<b>52 212</b>	<b>5 870</b>	<b>22 900</b>	<b>23 428</b>	<b>15</b>	<b>390</b>	<b>52 602</b>

Beløp i millioner kroner

Beskrivelse	Beløp som er underlagt bindende nettingavtale					31.12.2014	
	Forpliktelser i balansen som er gjenstand for netting	Finansielle eiendeler knyttet til samme motpart	Avgitt kontant-sikkerhet (innregnet som eiendel)	Avgitt sikkerhet i verdipapirer (ikke fraregnet)	Forpliktelser etter netting og sikkerheter	Uoppgjorte handler og forpliktelser som ikke er underlagt bindende nettingavtale	Brutto balanseførte finansielle forpliktelser
<b>GJELD</b>							
Innlån med sikkerhetsstillelse	39 975	-	22 093	17 834	48	-	39 975
Mottatt kontantsikkerhet	543	135	-	-	409	-	543
Finansielle derivater	7 895	4 581	1 289	-	2 025	-	7 895
<b>Totalt</b>	<b>48 413</b>	<b>4 716</b>	<b>23 382</b>	<b>17 834</b>	<b>2 482</b>	<b>-</b>	<b>48 413</b>

## SPU NOTE 13 ANDRE EIENDELER OG ANNEN GJELD

Tabell 13.1 Andre eiendeler

Beløp i millioner kroner

	31.12.2015	31.12.2014
Fordring kildeskatt	1 546	2 744
Opptjent inntekt/kostnad fra utlån med sikkerhetsstillelse	235	176
Annet	484	926
<b>Sum andre eiendeler</b>	<b>2 265</b>	<b>3 847</b>

Tabell 13.2 Annen gjeld

Beløp i millioner kroner

	31.12.2015	31.12.2014
Mellomværende separate porteføljer til forvaltning*	810	60
Betalbar skatt	1	68
Annet	220	190
<b>Sum annen gjeld</b>	<b>1 031</b>	<b>318</b>

\* Mellomværende separate porteføljer til forvaltning er netto verdi av innskudd og utlån i pengemarkedet og gjenkjøps- og gjensalgsvtaler mot andre porteføljer som forvaltes av Norges Bank. Transaksjonene er gjennomført til markedsvilkår.

## SPU NOTE 14 NÆRSTÅENDE PARTER



### REGNSKAPSPRINSIPP

Norges Bank er eiet av staten og benytter seg av unntaksregelen i IAS 24.25 vedrørende opplysninger om transaksjoner og mellomværende, inkludert forpliktelser, med staten som nærstående part. Dette inkluderer transaksjoner med andre enheter som er nærstående parter, fordi staten har kontroll over, felles kontroll over, eller betydelig innflytelse over både Norges Bank og de andre enhetene.

Norges Bank, inkludert SPU, er et eget rettssubjekt som er heleid av staten ved Finansdepartementet. Se note 1 *Generell informasjon* for informasjon om forholdet mellom Finansdepartementet, Norges Bank og SPU. SPU gjennomfører alle transaksjoner til markedsvilkår.

### INNSKUDD FRA STATEN

Norges Bank mottar innskudd fra Finansdepartementet i form av et kroneinnskudd på en konto i Norges Bank. Kroneinnskuddet plasseres videre til forvaltning hos Norges Bank Investment Management. Se ytterligere informasjon om periodens tilførsel i *Oppstilling av endringer i eiers kapital*.

### TRANSAKSJONER MED NORGES BANK

Kostnader til forvaltning av SPU trekkes fra Finansdepartementets særskilte konto i Norges Bank. For ytterligere informasjon om forvalt-

ningskostnader, se note 20.10 *Forvaltningskostnader*.

Interne handler i form av pengemarkedsutlån eller innlån og gjenkjøpsavtaler mellom SPU og de langsiktige reservene i Norges Bank presenteres som en netto mellomværende mellom de to rapporteringsenhetene, på balanselinjene *Andre eiendeler* og *Annen gjeld*. Tilhørende resultatposter presenteres netto i resultatregnskapet, som *Renteinntekter/kostnader*.

### TRANSAKSJONER MED DATTERSELSKAPER

Datterselskaper finansieres med egenkapital og langsiktig lån. Kontanter generert i datterselskapene blir distribuert i form av utbytter og renter. For mer informasjon om transaksjoner med datterselskapene, se note 20.6 *Unotert eiendom*.

## SPU NOTE 15 INTERESSER I ANDRE FORETAK

Investeringer i unotert eiendom utføres gjennom datterselskaper av Norges Bank, utelukkende etablert som en del av forvaltningen av SPU. Datterselskapene investerer, gjennom holdingselskaper, i enheter som investerer i eiendom. Disse selskapene kan være datterselskaper eller tilknyttede selskaper.

Det overordnede målet med eierskapsstrukturene benyttet for de unoterte eiendomsinvesteringene er å ivareta de finansielle verdiene under forvaltning og å sikre høyest mulig avkastning etter kostnader

i henhold til mandatet fra Finansdepartementet. Viktige kriterier i beslutningen av eierskapsstruktur har vært juridisk beskyttelse, eierskapsstyring og operasjonell effektivitet. Skattekostnader kan representere en vesentlig kostnad for de unoterte eiendomsinvesteringene. Forventet skattekostnad har derfor vært en av faktorene som har inngått i vurderingen av eierskapsstruktur.

Strukturene pålegger ingen signifikante restriksjoner på distribusjon av utbytter eller renter til SPU.

Tabell 15.1 viser de sentrale selskapene som drifter og eier eiendommene, i tillegg til de konsoliderte datterselskapene.

Tabell 15.1 Eiendomsselskaper

Selskap	Forretnings- adresse	Eiendomsadresse	Eierandel og stemme- andel i prosent	Innregnet fra
<b>Ikke-konsoliderte selskaper</b>				
<b>Storbritannia</b>				
NBIM George Partners LP	London	London	100,00	2011
MSC Property Intermediate Holdings Limited	London	Sheffield	50,00	2012
NBIM Charlotte Partners LP	London	London	57,75	2014
NBIM Edward BT	London	London	100,00	2014
NBIM Caroline Partners LP	London	London	100,00	2015
NBIM James Partners LP	London	London	100,00	2015
<b>Luxembourg</b>				
NBIM S.à r.l.	Luxembourg	I/A	100,00	2011
NBIM Monte S.à r.l.	Luxembourg	I/A	100,00	2013
<b>Frankrike</b>				
NBIM Louis SAS	Paris	Paris	100,00	2011
SCI 16 Matignon	Paris	Paris	50,00	2011
Champs Elysées Rond-Point SCI	Paris	Paris	50,00	2011
SCI PB 12	Paris	Paris	50,00	2011
SCI Malesherbes	Paris	Paris	50,00	2012
SCI 15 Scribe	Paris	Paris	50,00	2012
SAS 100 CE	Paris	Paris	50,00	2012
SCI Daumesnil	Paris	Paris	50,00	2012
SCI 9 Messine	Paris	Paris	50,00	2012
SCI Pasquier	Paris	Paris	50,00	2013
NBIM Marcel SPPICAV	Paris	Paris	100,00	2014
<b>Tyskland</b>				
Die Welle 1 Frankfurt Immobilien GmbH & Co. KG	Köln	Frankfurt	50,00	2012
Die Welle 3 Frankfurt Immobilien GmbH & Co. KG	Köln	Frankfurt	50,00	2012
NKE Neues Kranzler Eck Berlin Immobilien GmbH & Co. KG	Köln	Berlin	50,00	2012
Tower SZ Munich GmbH & Co. KG	Hamburg	München	50,00	2013
STEG LBG 2 S.C.S	Luxembourg	München	94,90	2014
STEG LBG 3 S.C.S	Luxembourg	München	94,90	2014
<b>Sveits</b>				
NBIM Antoine CHF S.à r.l.	Luxembourg	Zürich	100,00	2012
<b>Europa</b>				
Prologis European Logistics Partners S.à r.l.	Luxembourg	Flere europeiske byer	50,00	2013

Selskap	Forretnings- adresse	Eiendomsadresse	Eierandel og stemme- andel i prosent	Innregnet fra
<b>USA</b>				
T-C 1101 Pennsylvania Venture LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	2013
T-C Franklin Square Venture LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	2013
T-C 33 Arch Street Venture LLC	Wilmington, DE	Boston	49,90	2013
T-C 470 Park Avenue South Venture LLC	Wilmington, DE	New York	49,90	2013
T-C 475 Fifth Avenue Venture LLC	Wilmington, DE	New York	49,90	2013
No. 1 Times Square Development LLC	Wilmington, DE	New York	45,00	2013
OFC Boston LLC	Wilmington, DE	Boston	47,50	2013
425 MKT LLC	Wilmington, DE	San Francisco	47,50	2013
555 12th LLC	Wilmington, DE	Washington	47,50	2013
Prologis U.S. Logistics Venture LLC	Wilmington, DE	Flere amerikanske byer	46,30	2014
OBS Boston LLC	Wilmington, DE	Boston	47,50	2014
100 Federal JV LLC	Wilmington, DE	Boston	45,00	2014
Atlantic Wharf JV LLC	Wilmington, DE	Boston	45,00	2014
BP/CGCenter MM LLC	Wilmington, DE	New York	45,00	2014
T-C 2 Herald Square Venture LLC	Wilmington, DE	New York	49,90	2014
T-C 800 17th Street Venture NW LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	2014
T-C Foundry Sq II Venture LLC	Wilmington, DE	San Francisco	49,90	2014
T-C Hall of States Venture LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	2014
SJP TS JV, LLC	Wilmington, DE	New York	45,00	2015
T-C Republic Square Venture LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	2015
T-C 888 Brannan Venture LLC	Wilmington, DE	San Francisco	49,90	2015
Hudson Square Properties, LLC	Wilmington, DE	New York	44,00	2015
<b>Konsoliderte eiendomsselskaper</b>				
<b>Singapore</b>				
NBRE Management Singapore Pte. Ltd.	Singapore	I/A	100,00	2015
<b>Japan</b>				
NBRE Management Japan Advisors K.K.	Tokyo	I/A	100,00	2015

Aktiviteten i de konsoliderte datterselskapene består av å yte investeringsrelaterte tjenester til SPU. Aktiviteten presenteres i resultatregnskapet som *Andre kostnader* og inngår i balanselinjene *Andre eiendeler* og *Annen gjeld*.

I tillegg til selskapene vist i tabell 15.1 har Norges Bank heleide holdingselskaper etablert som en del av investeringene i unotert eiendom. Disse holdingselskapene har ingen drift og eier ingen eiendommer direkte. Holdingselskapene har forretningsadresse i samme land som eiendommen, eller i tilknytning til NBIM S.à r.l. i Luxembourg.



# REVISORS BERETNING

Til Norges Banks representantskap

## UTTALELSE OM ÅRSREGNSKAPET

Vi har revidert årsregnskapet for Norges Bank, som består av balanse per 31. desember 2015, resultatregnskap, totalresultat, oppstilling over endringer i egenkapital og kontantstrømoppstilling for regnskapsåret avsluttet per denne datoen, og av en beskrivelse av vesentlige anvendte regnskapsprinsipper og andre noteopplysninger.

### HOVEDSTYRET OG SENTRALBANKSJEFENS ANSVAR FOR ÅRSREGNSKAPET

Hovedstyret og sentralbanksjefen er ansvarlig for å utarbeide årsregnskapet og for at det gir et rettviseende bilde i samsvar med forskrift om årsregnskap m.m. for Norges Bank. Forskriften krever at Norges Banks regnskap utarbeides i samsvar med International Financial Reporting Standards som fastsatt av EU, men fastsetter særskilte krav til presentasjon av investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland og datterselskaper som utelukkende utgjør investeringer som ledd i forvaltningen av investeringsporteføljen. Hovedstyret og sentralbanksjefen er også ansvarlig for slik intern kontroll som er nødvendig for å muliggjøre utarbeidelsen av et årsregnskap som ikke inneholder vesentlig feilinformasjon, verken som følge av misligheter eller feil.

### REVISORS OPPGAVER OG PLIKTER

Vår oppgave er å gi uttrykk for en mening om dette årsregnskapet på bakgrunn av vår revisjon. Vi har gjennomført revisjonen i samsvar med lov, forskrift og god revisjonsskikk i Norge, herunder International Standards on Auditing. Revisjonsstandardene krever at vi etterlever etiske krav og planlegger og gjennomfører revisjonen for å oppnå betryggende sikkerhet for at årsregnskapet ikke inneholder vesentlig feilinformasjon.

En revisjon innebærer utførelse av handlinger for å innhente revisjonsbevis for beløpene og opplysningene i årsregnskapet. De valgte handlingene avhenger av revisors skjønn, herunder vurderingen av risikoene for at årsregnskapet inneholder vesentlig feilinformasjon, enten det skyldes misligheter eller feil. Ved en slik risikovurdering tar revisor hensyn til den interne kontrollen som er relevant for selskapets utarbeidelse av et årsregnskap som gir et rettviseende bilde. Formålet er å utforme revisjons handlinger som er hensiktsmessige etter omstendighetene, men ikke for å gi uttrykk for en mening om effektiviteten av selskapets interne kontroll. En revisjon omfatter også en vurdering av om de anvendte regnskapsprinsippene er hensiktsmessige og om regnskapsestimatene utarbeidet av ledelsen er rimelige, samt en vurdering av den samlede presentasjonen av årsregnskapet.

Etter vår oppfatning er innhentet revisjonsbevis tilstrekkelig og hensiktsmessig som grunnlag for vår konklusjon.

### KONKLUSJON

Etter vår mening er årsregnskapet avgitt i samsvar med lov og forskrifter og gir et rettviseende bilde av den finansielle stillingen til Norges Bank per 31. desember 2015 og av resultater og kontantstrømmer for regnskapsåret som ble avsluttet per denne datoen i samsvar med forskrift om årsregnskap m.m. for Norges Bank. Forskriften krever at Norges Banks regnskap utarbeides i samsvar med International Financial Reporting Standards som fastsatt av EU, men fastsetter særskilte krav til presentasjon av investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland og datterselskaper som utelukkende utgjør investeringer som ledd i forvaltningen av investeringsporteføljen.

## UTTALELSE OM ØVRIGE FORHOLD

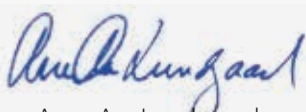
### KONKLUSJON OM ÅRSBERETNINGEN OG OM REDEGJØRELSEN OM SAMFUNNSANSVAR

Basert på vår revisjon av årsregnskapet som beskrevet ovenfor, mener vi at opplysningene om årsregnskapet i årsberetningen, redegjørelsen om samfunnsansvar og forslaget til anvendelse av totalresultat er konsistente med årsregnskapet og er i samsvar med lov og forskrifter.

### KONKLUSJON OM REGISTRERING OG DOKUMENTASJON

Basert på vår revisjon av årsregnskapet som beskrevet ovenfor, og kontrollhandlinger vi har funnet nødvendig i henhold til internasjonal standard for attestasjonsoppdrag (ISAE) 3000 "Attestasjonsoppdrag som ikke er revisjon eller forenklet revisorkontroll av historisk finansiell informasjon", mener vi at ledelsen har oppfylt sin plikt til å sørge for ordentlig og oversiktlig registrering og dokumentasjon av selskapets regnskapsopplysninger i samsvar med lov og god bokføringskikk i Norge.

Oslo, 10. februar 2016  
Deloitte AS



Aase Aa. Lundgaard  
statsautorisert revisor

# REPRESENTANTSKAPETS VEDTAK OM FASTSETTELSE AV ÅRSREGNSKAPET FOR 2015

Norges Banks representantskap fattet følgende vedtak i møte den 3. mars 2016:

- Representantskapet tar hovedstyrets årsmelding for 2015 til etterretning.
- Representantskapet tar revisors beretning til etterretning og fastsetter Norges Banks årsregnskap for 2015.
- I tråd med retningslinjene blir totalresultatet på 66,5 milliarder kroner overført med 7,6 milliarder kroner til kursreguleringsfondet og 58,9 milliarder kroner til overføringsfondet. Fra overføringsfondet overføres en tredjedel – 26,6 milliarder kroner – til statskassen.

# REPRESENTANTSKAPETS UTTALELSE OM HOVEDSTYRETS PROTOKOLLER OG TILSYNET MED BANKEN

Representantskapet utarbeider i henhold til sentralbankloven en årlig rapport til Stortinget om tilsynet med Norges Bank. Rapporten for 2015 vedtas i møte den 17. mars 2016 og offentliggjøres ved oversendelse til Stortinget.





VERKSEMMA TIL  
NOREGS BANK



## KAPITTEL 1

# PENGEPOLITIKK

Noregs Bank har utøvande og rådgivande oppgåver i pengepolitikken. Den operative gjennomføringa av pengepolitikken skal rettast inn mot låg og stabil inflasjon. Det operative målet for pengepolitikken er ein årsvekst i konsumprisane som over tid er nær 2,5 prosent. Pengepolitikken skal òg bidra til å jamne ut svingingar i produksjon og sysselsetjing, sjå eigen boks om pengepolitikken i Noreg.

Konsumprisindeksen (KPI) auka med 2,1 prosent frå 2014 til 2015, mens KPI justert for avgiftsendringar og utan energivarer (KPI-JAE) steig med 2,7 prosent i den same perioden. Verknadene på norsk økonomi av oljeprisfallet og nedgangen i oljeinvesteringane kom gradvis til syne gjennom 2015. Veksten minka og blei svakare enn åra før. Arbeidsløysa auka noko i 2015, hovudsakleg i regionar med nær tilknytning til oljeverksemda. Fallet i oljeprisen bidrog til at krona blei betydeleg svekt. Kronesvekkinga blei understøtta av pengepolitikken. Prognosen for styringsrenta blei justert ned i mars, september og desember. I juni blei renteprognosen justert ned på kort sikt, men mot slutten av prognoseperioden låg han litt høgare enn i mars. På rentemøta i juni og september blei styringsrenta sett ned med 0,25 prosentteiningar til høvesvis 1,0 prosent og 0,75 prosent.

### **VEKST SOM VENTA, MEN NOKO SVAKARE UTSIKTER FRAM MOT RENTEMØTET I MARS**

Utsiktene for norsk økonomi svekte seg gjennom hausten 2014. Oljeprisen fall kraftig, og aktiviteten i petroleumsnæringa såg ut til å bli lågare enn det som tidlegare var lagt til grunn. Samtidig bidrog ei svakare krone til å halde inflasjonen oppe og til å dempe verknadene på norsk økonomi av ein lågare oljepris. På rentemøtet i desember 2014 blei det lagt særleg vekt på å redusere risikoen for ein markert

nedgang i norsk økonomi. Styringsrenta blei derfor sett ned med 0,25 prosentteiningar til 1,25 prosent. Analysen i Pengepolitisk rapport 4/14 tilsa ei styringsrente på dette nivået eller noko lågare fram mot slutten av 2016.

Ved rentemøtet i mars 2015 var veksten hos handelspartnarane våre moderat, og om lag som anslått i Pengepolitisk rapport 4/14. Veksten i dei framveksande økonomiane hadde minka, men det var teikn til ei gradvis betring i industrilanda. Veksten i konsumprisane var nær null hos mange av handelspartnarane våre.

Kjerneinflasjonen var noko høgare, men spesielt i euroområdet og Sverige var den underliggjande prisveksten òg låg.

Marknadsaktørane sine forventningar til styringsrentene ute var lågare enn i desember. Fleire sentralbankar hadde gjennomført ytterlegare lettjar i pengepolitikken. I Sverige hadde Riksbanken sett ned styringsrenta til -0,1 prosent. Det blei samtidig annonsert kjøp av statsobligasjonar. Den europeiske sentralbanken (ESB) hadde utvida aktivkjøpsprogrammet sitt. I Danmark hadde Nationalbanken sett ned renta på innskotsbevis til -0,75 prosent.

I januar 2015 fall oljeprisen til det lågaste nivået sidan 2008, men han tok seg opp dei neste månadene og låg i mars på rundt 55 dollar per fat. Det var om lag 15 dollar lågare enn det som var lagt til grunn i desember 2014. Terminprisane hadde òg falle.

Vinteren 2015 var prega av store rørsler i valutamarknaden. Negative renter og kjøp av statsobligasjonar hadde svekt euroen og den svenske krona. I USA og Storbritannia hadde utsikter til renteoppgang gitt ei markert styrking av amerikanske dollar og britiske pund. Krona hadde svekt seg og var om lag 3 prosent svakare enn det ein hadde lagt til grunn i desember.

Fram mot rentemøtet i mars utvikla norsk økonomi seg om lag som ein hadde rekna med i desember 2014. Arbeidsløysa var stabil og litt lågare enn venta. Samtidig var utsiktene framover svakare enn det som tidlegare var lagt til grunn. Aktiviteten i petroleumsnæringa såg ut til å minke meir enn anslått som følgje av det vidare fallet i oljeprisen, og kontaktane i det regionale nettverket til Noregs Bank rapporterte at forventningane til produksjonsveksten hadde falle i dei fleste næringar. Kapasitetsutnyttinga i fastlandsøkonomien blei vurdert å vere lågare enn normalt, og Noregs Bank rekna med at ho ville minke ytterlegare.

Lønnsveksten i 2014 blei litt lågare enn det som var lagt til grunn i desember, og konsumprisane hadde stige noko mindre enn anslått. Årsvæksten

i konsumprisindeksen justert for avgiftsendingar og utan energivarer (KPI-JAE) var 2,4 prosent i februar, sjå figur 1.1.

På rentemøtet i mars blei det lagt vekt på at styringsrenta var blitt redusert i desember for å motverke faren for at ein lågare oljepris skulle føre til ein markert nedgang i norsk økonomi. Så langt hadde utslaga i realøkonomien vore relativt små. Samtidig hadde bustadprisane halde fram med å stige mykje. Den sterke veksten i eigedomsprisane kunne føre til at gjeldsveksten auka. Etter ei samla vurdering valde Noregs Bank å halde styringsrenta uendra på 1,25 prosent. Dersom utviklinga i økonomien framover blei om lag som anslått, var det utsikter til at renta ville bli sett ytterlegare ned i løpet av første halvår av 2015.

Analysen i Pengepolitisk rapport 1/15 tilsa at kapasitetsutnyttinga i norsk økonomi ville bli lågare framover. Det var òg utsikter til at arbeidsløysa kunne auke noko. Kronesvekkinga sidan hausten 2014 var venta å bidra til å halde prisveksten oppe den nærmaste tida, men lenger fram blei det venta at inflasjonen skulle minke. Analysane viste ei styringsrente på om lag 1 prosent dei neste åra. Styringsrenta blei deretter anslått å auke gradvis. Prognosen for styringsrenta var lågare enn i desember 2014 gjennom heile prognoseperioden, sjå figur 1.2.

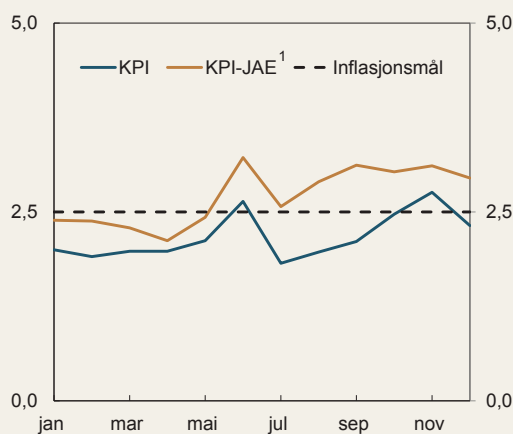
## UTVIKLINGA OM LAG SOM ANSLÅTT FRAM TIL RENTEMØTET I MAI

Fram mot rentemøtet i mai hadde den økonomiske utviklinga hos handelspartnarane våre vore litt svakare enn anslått i Pengepolitisk rapport 1/15, men utsiktene var lite endra. Marknadsaktørane sine forventningar til styringsrentene ute den nærmaste tida var blitt noko lågare. Samtidig hadde oljeprisen stige meir enn venta og var på rundt 65 dollar per fat. Kronekursen hadde vore nær anslaget frå mars.

Væksten i norsk økonomi såg ut til å utvikle seg om lag som venta. Utviklinga i den registrerte arbeidsløysa hadde vore som anslått, mens

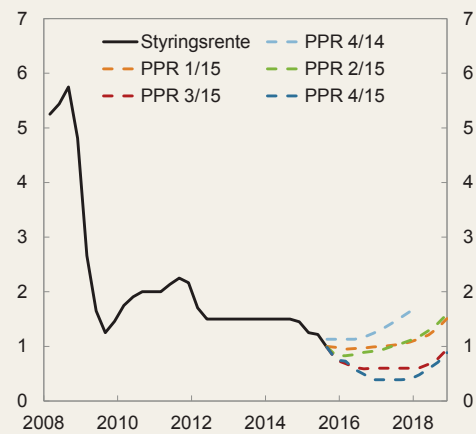


FIGUR 1.1 Konsumprisar. Tolvmånersvekst. Prosent. Januar – desember 2015



1 KPI justert for avgiftsendringar og utan energivarer  
Kjelde: Statistisk sentralbyrå

FIGUR 1.2 Prognose for styringsrenta i ulike pengepolitiske rapportar. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2018



Kjelde: Noregs Bank

arbeidsløysa målt ved arbeidskraftundersøkinga (AKU) hadde auka meir. Resultata frå lønnsoppgjeret tydde på at lønnsveksten i 2015 kom til å bli lågare enn anslaget i rapporten frå mars. Bustadprisane hadde halde fram med å vekse, og gjelda til hushalda hadde auka meir enn venta. Konsumprisveksten hadde vore om lag som anslått.

På rentemøtet i mai blei det lagt vekt på at utviklinga i norsk økonomi hadde vore om lag som venta. Konsumprisveksten var nær 2,5 prosent, men lågare lønnsvekst svekte drivkreftene for inflasjonen lenger fram. På den andre sida heldt etterspurnaden til hushalda seg oppe, og oljeprisen hadde stige. Den vidare utviklinga i bustadprisar og gjeld var framleis usikker. Det blei vedteke å halde renta uendra på 1,25 prosent. Samtidig var det framleis utsikter til at styringsrenta ville bli sett ned i juni.

## SVAKARE VEKSTUTSIKTER FRAM MOT RENTEMØTET I JUNI

Utover våren var utviklinga i verdsøkonomien svakare enn venta, men det var framleis utsikter til at veksten ville ta seg opp framover. Marknadsaktørane sine forventningar til styringsrentene ute den nærmaste tida var lite endra. Dei langsiktige rentene internasjonalt hadde svinga mykje gjennom våren. Samla sett hadde dei auka noko sidan mars, men rentene var framleis låge.

I juni varierte oljeprisen mellom 60 og 65 dollar per fat, og prisen var noko høgare enn det som var lagt til grunn i mars. Det var teikn til at veksten i tilbodet av olje ville minke. Samtidig var oljelagera framleis på historisk høge nivå. Prisane på leveransar fram i tid reflekterte forventningar om ein viss oppgang i oljeprisen. Krona hadde i gjennomsnitt for andre kvartal vore om lag som anslått, men kursen svekte seg i vekene før rentemøtet.

Ny informasjon om norsk økonomi indikerte at veksten hadde vore litt svakare enn venta, og utsiktene framover var òg noko svekte. Konsumet hadde halde seg oppe, men føretaksinvesteringane hadde falle. Kontaktane i det regionale nettverket til Noregs Bank melde i mai om minkande produksjonsvekst. Bedriftene venta framleis svak vekst framover, og utsiktene var svakare enn i januar. Verknadene av ein lågare oljepris og lågare etterspurnad frå petroleumsnæringa såg ut til å vere noko større enn det som tidlegare var lagt til grunn. På den andre sida såg det ut til at petroleumsinvesteringane ville falle mindre i 2016 og 2017 enn det som var anslått i mars. Samla sett blei det anslått at kapasitetsutnyttinga ville minke ytterlegare samanlikna med anslaga frå mars.

Arbeidsløysa hadde som venta auka noko. I mai var den registrerte arbeidsløysa 2,9 prosent. Mens den registrerte arbeidsløysa hadde auka i tråd med prognosane frå mars, hadde arbeidsløysa målt ved AKU stige meir enn venta. Det var teikn til at tilstrøyminga av utanlandsk arbeidskraft minka i takt med avdempinga av veksten i norsk økonomi. Det blei lagt til grunn at arbeidsløysa ville auke noko vidare, og litt meir enn anslått i mars.

Veksten i konsumprisane hadde dei siste månadene variert mellom 2 og 2,5 prosent. Prisane på norskproduserte varer og tenester hadde stige mindre enn anslått, mens prisane på importerte konsumvarer hadde stige meir enn det som var lagt til grunn. Det blei peikt på at kronesvekkinga truleg ville bidra til ein vidare oppgang i prisane. Samtidig blei det lagt til grunn at prisveksten lenger fram ville bli dempa av nedgangen i lønnsveksten, og at verknadene av ei svakare krone etter kvart ville bli fasa ut.

Sidan nyttår hadde bankane redusert utlånsrentene sine litt meir enn det som var venta i mars. Påslaget i den norske pengemarknaden hadde stige sidan mars og vore noko høgare enn anslått. Veksten i bustadprisane hadde vore lågare dei siste månadene, men det var store regionale forskjellar. Gjelda til hushalda hadde halde fram med å vekse raskare enn inntektene.

På rentemøtet i juni blei det lagt vekt på at vekstutsiktene og drivkreftene for inflasjonen lenger fram var svekte. Både omsynet til å halde inflasjonen nær målet og omsynet til å halde kapasitetsutnyttinga oppe dei nærmaste åra talte for ei lågare styringsrente. På den andre sida ville lågare renter innebere ein risiko for at veksten i bustadprisar og gjeld skulle skyte ny fart. Etter ei samla vurdering blei det bestemt at styringsrenta skulle setjast ned med 0,25 prosenteningar til 1,0 prosent. Slik Noregs Bank vurderte utsiktene for norsk økonomi i juni, kunne styringsrenta bli sett ytterlegare ned i løpet av hausten.

Analysane i Pengepolitisk rapport 2/15 talte for at styringsrenta ville bli liggjande i overkant av  $\frac{3}{4}$  prosent det nærmaste året. Styringsrenta blei deretter anslått å auke gradvis. Prognosen for styringsrenta var noko lågare enn i Pengepolitisk rapport 1/15 fram til andre halvår 2017. Mot slutten av anslagsperioden låg renteprognosen litt høgare enn i mars.

## FALL I OLJEPRISEN OG SVAKARE VEKSTUTSIKTER FRAM MOT RENTEMØTET I SEPTEMBER

Oljeprisen fall gjennom sommaren og var noko under 50 dollar per fat i september. Fallet i oljeprisen hang saman med større oljelager og vedvarande tilbodsoverskot. Prisane på leveransar fram i tid reflekterte forventingar om ein viss oppgang i oljeprisen, men til eit lågare nivå enn prisane tydde på i juni.

Veksten i verdsøkonomien var framleis moderat, men vekstutsiktene for handelspartnarane til Noreg var noko svakare enn i juni. Fallande råvareprisar gav utsikter til at prisveksten ute ville halde seg låg lenger enn det som var lagt til grunn tidlegare. Prisinga i marknaden tydde på at den venta renteoppgangen hos handelspartnarane ville komme seinare og meir gradvis enn tidlegare venta.

Krona hadde svekt seg markert sidan juni og var svakare enn det som var lagt til grunn i Penge-

politisk rapport 2/15. Svekinga blei sett i samband med oljeprisfallet og lågare rentedifferanse mot utlandet.

Påslaget i den norske tremånaders penge-marknadsrenta var om lag 0,3 prosentteiningar og hadde endra seg lite sidan den førre rapporten. Risikopåslaga på obligasjonar med fortrinnsrett (OMF) og seniorobligasjonar utferda av norske bankar hadde auka sidan juni.

Veksten i norsk økonomi hadde vore om lag som anslått i juni, men vekstutsiktene var svakare. Oljeinvesteringane blei anslått å falle meir enn det som var lagt til grunn. Kontaktane i det regionale nettverket til Noregs Bank venta i august framleis svak vekst framover, og utsiktene blei vurderte som litt svakare enn i mai. Arbeidsløysa hadde som venta auka noko. Mens den registrerte arbeidsløysa hadde auka i tråd med anslaga frå juni, hadde arbeidsløysa målt ved AKU stige meir enn venta. Det blei lagt til grunn at arbeidsløysa ville halde seg litt høgare, og at kapasitetsutnyttinga ville minke ytterlegare ein periode samanlikna med anslaga frå juni.

Etter at styringsrenta blei sett ned i juni, hadde bankane redusert utlånsrentene sine litt meir enn det som var lagt til grunn. Veksten i bustadprisane hadde variert mykje gjennom sommaren, men var samla sett litt høgare enn anslått. Gjelda til hushalda hadde halde fram med å vekse sterkare enn inntektene.

Veksten i konsumprisane hadde vore høgare enn anslått i Pengepolitisk rapport 2/15. Årsveksten i KPI-JAE i august var 2,9 prosent. Både prisane på norskproduserte varer og tenester og på importerte konsumvarer hadde stige meir enn det som var lagt til grunn i juni. Valutakursgjennomslaget såg ut til å ha vore større enn det som var lagt til grunn tidlegare.

På rentemøtet i september blei det lagt vekt på at fallet i oljeprisen ville dempe veksten i norsk økonomi. Ei svakare krone ville løfte prisveksten på kort sikt. Lenger fram var det utsikter til lågare inflasjon. Saman med omsynet til å halde kapasitetsutnyttinga oppe tilsa det ei lågare

styringsrente. På den andre sida innebar ei endå lågare rente ein risiko for at veksten i eigedomsprisar og gjeld skulle skyte fart. Etter ei samla vurdering av utsiktene og risikobiletet blei styringsrenta sett ned med 0,25 prosentteiningar til 0,75 prosent. Utsiktene for norsk økonomi blei vurderte slik at styringsrenta kunne bli sett ytterlegare ned det nærmaste året.

Anslaga tilsa ei styringsrente som gjekk ned til i overkant av 1/2 prosent i 2016. Prognosen for styringsrenta var lågare enn i Pengepolitisk rapport 2/15 gjennom heile anslagsperioden.

## LITT SVAKARE UTVIKLING ENN VENTA OG SVAKARE KRONE FRAM MOT RENTEMØTET I NOVEMBER

Ved rentemøtet i november var veksten hos handelspartnarane om lag som ein hadde anslått. Samtidig hadde prisveksten ute vore lågare enn ein hadde rekna med. Det bidrog til at dei venta styringsrentene ute samla sett hadde falle noko. Sidan den førre rapporten hadde Sveriges riksbank bestemt seg for å auke verdipapirkjøpa, og ESB hadde gitt signal om fleire pengepolitiske tiltak.

Oljeprisen var noko under 50 dollar per fat, i tråd med det som hadde blitt lagt til grunn i september. Prisane på leveransar fram i tid var lite endra og reflekterte framleis forventningar om ein viss oppgang i oljeprisen. Kronekursen hadde likevel vore svakare enn det som var lagt til grunn i Pengepolitisk rapport 3/15.

Påslaget i den norske pengemarknaden hadde auka og vore litt høgare enn venta. Også risikopåslaga på obligasjonsfinansieringa til bankane hadde stige noko. Reduksjonen i styringsrenta i september verka å ha fått gjennomslag i utlånsrentene til bankane.

Norsk økonomi såg ut til å utvikle seg litt svakare enn det som var lagt til grunn i september. Varekonsumet til hushalda hadde vore lågare enn venta, og industriproduksjonen hadde halde fram med å falle. Bustadprisveksten i september

var noko lågare enn venta, men det var framleis store regionale forskjellar. Prisveksten hadde vore som anslått i Pengepolitisk rapport 3/15.

I forslaget til statsbudsjett for 2016 blei det lagt opp til ein auke i det strukturelle, oljekorrigerede budsjettunderskotet frå 2015 til 2016 som var høgare enn det som hadde blitt lagt til grunn i september.

På rentemøtet i november blei det lagt vekt på at utviklinga i norsk økonomi hadde vore svakare enn venta, og at dei venta styringsrentene ute hadde halde fram med å falle noko. På den andre sida hadde kronkursen vore svakare enn føreset, og ein meir ekspansiv finanspolitikk var venta å bidra til å halde etterspurnaden etter varer og tenester oppe. Etter ei samla vurdering av ny informasjon blei styringsrenta halden uendra på 0,75 prosent.

### **VIDARE FALL I OLJEPRISEN OG NOKO SVAKARE VEKSTUTSIKTER FRAM MOT RENTEMØTET I DESEMBER**

Oljeprisen fall etter rentemøtet i november, og i desember var han i underkant av 40 dollar per fat. Prisane på leveransar fram i tid hadde òg minka. Nedgangen i oljeprisen bidrog til at krona var svakare enn det som var lagt til grunn i Pengepolitisk rapport 3/15.

Det var utsikter til at veksten hos handelspartnarane til Noreg ville ta seg noko opp framover, om lag i same takt som det som var lagt til grunn i september. Den vidare nedgangen i energiprisane hadde bidrege til at prisveksten i dei fleste industrilanda hadde vore lågare enn anslått, og for handelspartnarane samla sett hadde dei venta styringsrentene falle.

Påslaget i den norske pengemarknaden hadde auka og vore litt høgare enn anslått. Også risikopåslaga på obligasjonsfinansieringa til bankane hadde stige noko, men dei gjennomsnittlege finansieringskostnadene til bankane var foreløpig lite endra.

Veksten i norsk økonomi hadde fram til desember vore i tråd med anslaga frå september. Samla sett rapporterte kontaktane i det regionale nettverket til Noregs Bank at veksten i produksjonen hadde minka noko. Det var teikn til at verknadene av fallet i oljeprisen og nedgangen i oljeinvesteringane spreidde seg til sektorar der veksten til då hadde halde seg oppe. Forbrukartilliten hadde halde fram med å falle, og det var utsikter til litt svakare vekst i det private forbruket. I tillegg kunne ein lågare oljepris bidra til noko større fall i oljeinvesteringane i åra som kjem, enn tidlegare føreset. På den andre sida bidrog ei svakare krone til auka lønnsemd i eksportbedrifter og importkonkurrerende verksemd. Høgare vekst i offentleg forbruk og investeringar enn det som var lagt til grunn tidlegare, mellom anna som følge av dei mange asylsøklarane som kom i løpet av hausten, ville òg bidra til å halde den samla aktiviteten oppe. Samla sett såg det likevel ut til at veksten framover ville bli litt lågare enn tidlegare venta.

Veksten i bustadprisane hadde vore om lag som venta i september. Kredittveksten til hushalda hadde vore litt lågare enn venta, men kreditten voks framleis raskare enn inntektene til hushalda. Det såg ut til at reduksjonen i styringsrenta i september hadde fått fullt gjennomslag i utlånsrentene til bankane. Samtidig melde bankane i utlånsundersøkinga til Noregs Bank om noko strammare utlånspraksis. Konsumprisveksten hadde vore på linje med anslaga frå september. Årsveksten i KPI-JAE var 3,1 prosent i november.

Ved rentemøtet i desember blei det lagt vekt på at utviklinga i norsk økonomi så langt hadde vore om lag som venta i september. Det var utsikter til at veksten framover ville bli litt svakare enn venta, og at arbeidsløysa ville stige noko meir enn det ein hadde lagt til grunn tidlegare. Det tilsa isolert sett ei lågare styringsrente. Samtidig blei det lagt vekt på at usikkerheit om verknadene av pengepolitikken talte for å gå varsamt fram i rentesetjinga. Pengepolitikken var ekspansiv. Krona hadde svekt seg, og prisveksten hadde teke seg opp. Ei lågare styringsrente kunne auke risikoen for at veksten i eige-



domsprisar og gjeld auka. Etter ei samla vurdering av utsiktene og risikobiletet blei styringsrenta halden uendra på 0,75 prosent på møtet i desember. Slik Noregs Bank vurderte utsiktene, kunne styringsrenta bli sett ned i løpet av første halvår 2016.

Analysane i Pengepolitisk rapport 4/15 tilsa ei styringsrente som minka til noko under ½ prosent i 2016. Mot slutten av prognoseperioden blei styringsrenta anslått å auke til i underkant av 1 prosent. Prognosen var lågare enn i september.



## PENGEPOLITIKKEN I NOREG

Det er Noregs Bank som utøver pengepolitikken i Noreg. Verksemda til banken er regulert i lov om Norges Bank og pengevesenet mv. (sentralbanklova) frå 1985. I medhald av paragrafane 19 og 20 fastset Noregs Bank rentesatsane på bankane sine innskot og lån i sentralbanken.

Mandatet for pengepolitikken blei fastsett av regjeringa i 2001. I paragraf 1 i forskrifta heiter det:

*Pengepolitikken skal sikte mot stabilitet i den norske kronens nasjonale og internasjonale verdi, herunder også bidra til stabile forventninger om valutakursutviklingen. Pengepolitikken skal samtidig understøtte finanspolitikken ved å bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting.*

*Norges Bank forestår den operative gjennomføringen av pengepolitikken.*

*Norges Banks operative gjennomføring av pengepolitikken skal i samsvar med første ledd rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Det operative målet for pengepolitikken skal være en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 pst.*

*Det skal i utgangspunktet ikke tas hensyn til direkte effekter på konsumprisene som skyldes endringer i rentenivået, skatter, avgifter og særskilte, midlertidige forstyrrelser.*

Verkemiddelet i pengepolitikken er styringsrenta, som er renta på bankane sine normale innskot over natta i Noregs Bank. Styringsrenta påverkar dei heilt kort-siktige pengemarknadsrentene, og forventingane til den framtidige utviklinga i styringsrenta er avgjerande for nivået på marknadsrentene med lengre løpetider.

Marknadsrentene verkar inn på kronekursen, prisane

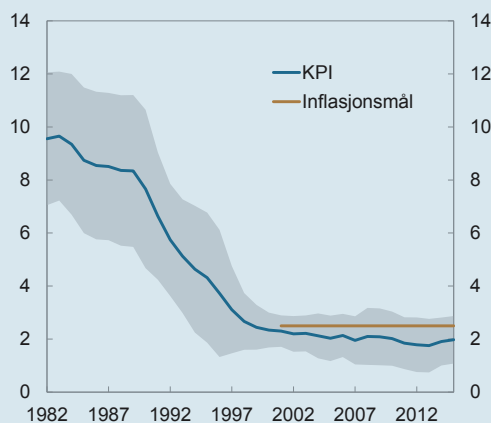
på verdipapir, bustadprisane og etterspurnaden etter lån, konsum og investeringar. Styringsrenta frå Noregs Bank kan òg påverke forventingane til framtidig inflasjon og den økonomiske utviklinga. Gjennom alle desse kanalane verkar renta inn på dei samla etterspurnads- og produksjonsforholda og på prisar og lønningar.

Vedtak om endringar i styringsrenta blir vanlegvis gjort i dei annonserte rentemøta i hovudstyret. I 2015 var det seks rentemøte i hovudstyret. Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet blei publisert fire gonger samtidig med renteavgjerda. Hovudstyret fekk rapporten og drøfta hovudlinjene i pengepolitikken i eit møte om lag to veker før rapporten blei publisert. På bakgrunn av analysane i rapporten og diskusjonen vurderte hovudstyret konsekvensane for renteutviklinga. I rapporten blei òg anslag for styringsrenta for dei neste åra publisert, sjå eigne utdjupingar om kriterium for ein god rentebane og om endring i renteprognosen gjennom 2015.

Noregs Banks kommunikasjon om pengepolitikken er i første rekkje retta mot å stabilisere inflasjonsforventingane ved å forklare og grunngi rentesetjinga. Offentleggjinga av renteprognosen til banken kan gjere det lettare for andre å føresjå og etterprøve pengepolitikken. Når aktørane forstår handlingsmønsteret til sentralbanken, dannar det grunnlag for at marknadsrentene reagerer stabiliserande på ny informasjon om den økonomiske utviklinga.

Tillit til at inflasjonsmålet blir nådd, er ein føresetnad for at pengepolitikken òg kan medverke til å stabilisere utviklinga i produksjon og sysselsetting. Inflasjonen vil ikkje vere lik målet til kvar tid, men med tillit til pengepolitikken vil den forventta prisveksten på lengre sikt vere nær inflasjonsmålet. Det er i seg sjølv med på å stabilisere inflasjonen.

FIGUR 1.3 Inflasjon. Glidande tiårs gjennomsnitt<sup>1</sup> og variasjon<sup>2</sup> i KPI. Prosent. 1982 – 2015

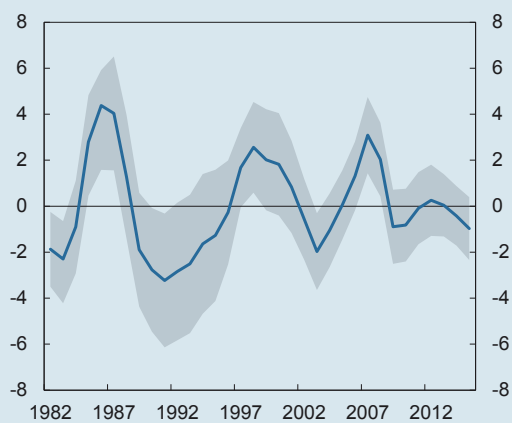


- 1 Det glidande gjennomsnittet er utrekna over ein tiårsperiode.
- 2 Bandet rundt KPI er variasjonen i KPI i snittperioden, målt ved +/- eitt standardavvik.

Kjelder: Statistisk sentralbyrå og Noregs Bank

Erfaringane med fleksibel inflasjonsstyring i Noreg har vore gode. Figur 1.3 viser ti års glidande gjennomsnitt for årsveksten i konsumprisindeksen (KPI). Dei siste 15 åra har inflasjonen i gjennomsnitt vore noko under, men nær 2,5 prosent – sjå den blå linja. Avviket frå inflasjonsmålet kan mellom anna sjåast i samanheng med fleire trekk på tilbodssida av økonomien på 2000-talet, som god vekst i produktiviteten, høg arbeidsinnvandring og låg prisvekst på importerte konsumvarer. Det grå bandet i figuren viser variasjonen i årsveksten i inflasjonen. I eit lengre tidsperspektiv har variasjonen felle.

FIGUR 1.4 Anslag på produksjonsgap<sup>1</sup>. Nivå og variasjon<sup>2</sup>. Prosent. 1982 – 2015



- 1 Produksjonsgapet måler forskjellen mellom BNP og anslått potensielt BNP for Fastlands-Noreg.
- 2 Bandet viser variasjonen i produksjonsgapet målt ved +/- eitt standardavvik. Standardavvikka er utrekna over ein tiårsperiode.

Kjelde: Noregs Bank

Med eit fleksibelt inflasjonsmål legg pengepolitikken òg vekt på å bidra til å stabilisere utviklinga i produksjon og sysselsetjing. Figur 1.4 viser utviklinga i produksjonsgapet sidan 1982, der produksjonsgapet er målt som avviket mellom faktisk nivå og anslått normalnivå for BNP i Fastlands-Noreg. Svingingane i økonomien målte på denne måten er reduserte over tid. I kjølvatnet av finanskrisa minka veksten i norsk økonomi, men han har sidan vore nærmare eit normalt nivå, for igjen å gå noko ned i 2015 som følgje av fall i oljeprisen og oljeinvesteringane. Arbeidsløysa har halde seg låg det siste tiåret, men auka noko i 2015.

## KRITERIUM FOR EIN GOD RENTEBAANE

Noregs Bank siktar mot ei prisstiging nær 2,5 prosent over tid. I gjennomføringa av pengepolitikken legg Noregs Bank til grunn at inflasjonsstyringa skal vere fleksibel, slik at det blir lagt vekt på både variasjon i inflasjon og variasjon i produksjon og sysselsetjing når renta skal setjast. Følgjande kriterium kan vere ei rettesnor for ein god rentebane:

### 1. **Inflasjonsmålet blir nådd:**

Rentebanen bør stabilisere inflasjonen på målet eller bringe inflasjonen tilbake til målet etter at det har oppstått avvik.

### 2. **Inflasjonsstyringa er fleksibel:**

Rentebanen bør gi ei rimeleg avveging mellom forløpet for inflasjonen og forløpet for kapasitetsutnyttinga i økonomien.

I avveginga blir det teke omsyn til at verknadene av pengepolitikken er usikre. Det taler normalt for å gå varsamt fram i rentesetjinga. I tillegg blir det lagt vekt på følgjande kriterium:

### 3. **Pengepolitikken er robust:**

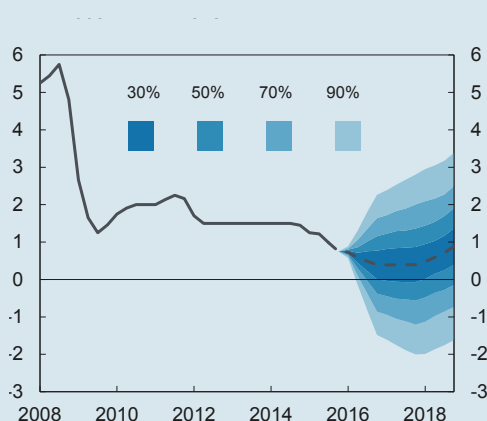
Rentesetjinga bør ta omsyn til forhold som inneber auka fare for særleg ugunstige utfall for økonomien. Det taler mellom anna for at pengepolitikken bør bidra til å motverke at det byggjer seg

opp finansielle ubalansar. Ved store og brå endringar i risikobiletet kan omsynet til robustheit òg innebære ein meir aktiv pengepolitikk enn vanleg.

Dei ulike omsyna som kjem til uttrykk i kriteria ovanfor, må vegast mot kvarandre. Omsynet til robustheit er ikkje noko mål i seg sjølv, men er inkludert fordi det kan gi ei betre utvikling i inflasjon, produksjon og sysselsetjing over tid. Avveginga mellom kriteria er vanskeleg å kvantifisere. Hovudstyret gjer kvalitativt greie for skjønnsutøvinga si i «Hovedstyrets vurdering» i dei pengepolitiske rapportane.

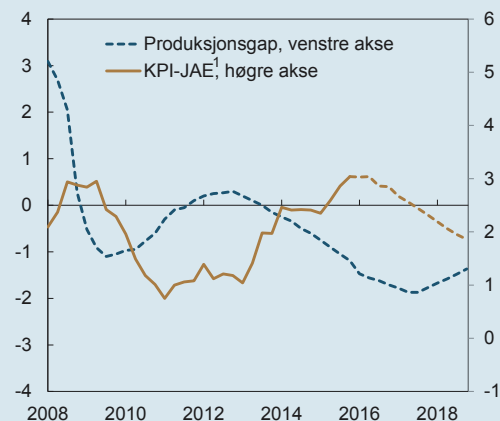
Prognosen for renta og andre økonomiske storleikar er basert på ufullstendig informasjon om den økonomiske situasjonen og om korleis økonomien verkar. Det er derfor usikkert korleis økonomien kjem til å utvikle seg. Pengepolitikken kan reagere dersom økonomien utviklar seg annleis enn føreset, eller dersom samanhengar mellom rentenivået, inflasjonen og realøkonomien viser seg å vere annleis enn det ein tidlegare har lagt til grunn. Rentebanen er ein årsaksbestemt prognose. I pengepolitisk rapport gjer banken greie for om renteprognosen har endra seg, og eventuelt kva faktorar som ligg bak endringane. Årsmeldinga gir ei oppsummering av endringane som er gjorde i renteprognosane gjennom året.

FIGUR 1.5 Anslag på styringsrenta i referansebanen i Pengepolitisk rapport 4/15 med sannsynlighetsfordeling. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2018<sup>1</sup>



1 Anslag for 4. kv. 2015 – 4. kv. 2018 (stipla linje)  
Kjelde: Noregs Bank

FIGUR 1.6 Inflasjon og produksjonsgap i referansebanen i Pengepolitisk rapport 4/15. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2018



1 KPI justert for avgiftsendringar og utan energivarer  
Kjelde: Statistisk sentralbyrå og Noregs Bank



## ENDRING I RENTEPROGNOSEN GJENNOM 2015

Gjennom 2015 blei anslaget for styringsrenta dei neste åra justert ned, sjå figur 1.2. Figur 1.7 viser endringane i prognosen frå utgangen av 2014 (Pengepolitisk rapport 4/14) til utgangen av 2015 (Pengepolitisk rapport 4/15). Den svarte linja viser den samla endringa i renteprognosen, mens søylene gir ein berekningsteknisk illustrasjon på korleis ulike faktorar isolert sett har bidrege til endringar i prognosen.

I Pengepolitisk rapport 4/15 var anslaget for styringsrenta i 2016 og 2017 høvesvis  $\frac{3}{4}$  og 1 prosentening lågare enn i Pengepolitisk rapport 4/14. Svakare vekst her heime og lågare lønnsvekst var enkeltfaktorane som bidrog mest til nedjusteringa av renteprognosen, mens svekkinga av krona bidrog mest i den motsette retninga.

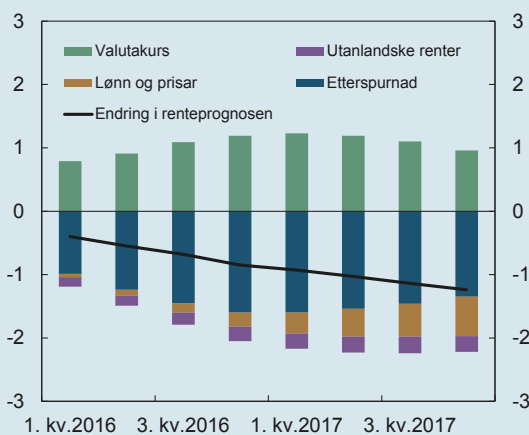
Fleire sentralbankar gjennomførte ytterlegare lettjar i pengepolitikken gjennom 2015. Styringsrentene i fleire land var negative. I tillegg nytta fleire sentralbankar andre verkemiddel for å dempe faren for deflasjon og stimulere aktiviteten. Dei venta styringsrentene hos handelspartnarane fall i løpet av året. Det bidreg isolert sett til ei sterkare krone og dermed til lågare prisvekst og aktivitet her heime. Lågare styringsrenter ute tilsa derfor at også renta her heime burde haldast nede i ein lengre periode, sjå lilla søyler.

Oljeprisen fall markert gjennom 2015, og oljeinvesteringane minka meir enn venta. Det gav ringverknader til fastlandsøkonomien elles. Konsumenttilliten heldt fram med å minke og gav utsikter til svakare vekst i det private forbruket. Veksten i den offentlege etterspurnaden bidrog til å halde etterspurnaden i norsk økonomi oppe. Samla sett bidrog utsiktene for etterspurnaden, og dermed for produksjonen og sysselsetjinga i norsk økonomi, til at renteprognosen blei justert ned gjennom 2015, sjå blå søyler.

Fallet i oljeprisen i løpet av 2015 bidrog til at krona blei betydeleg svakare enn det som tidlegare blei lagt til grunn. Ei svakare krone bidreg isolert sett til høgare prisvekst og auka aktivitet i norsk økonomi. Svekkinga av krona trekte derfor i retning av ei høgare styringsrente, sjå grønne søyler.

Lønnsoppgjeret i 2015 var meir moderat enn ein venta, og anslaga for lønnsveksten framover blei nedjusterte. Lågare lønnsvekst bidreg til lågare kostnadsvekst og dermed redusert prisvekst. Dei oransje søylene viser nedjusteringa av renteprognosen som følgje av lågare lønns- og prisvekst.

FIGUR 1.7 Endring i prognosen for styringsrenta frå Pengepolitisk rapport 4/14 til Pengepolitisk rapport 4/15. Prosenteningar. 1. kv. 2016 – 4. kv. 2017



Kjelde: Noregs Bank



## KAPITTEL 2

# FINANSIELL STABILITET

Finansiell stabilitet er eit av hovudmåla til Noregs Bank i arbeidet med å sikre økonomisk stabilitet. Noregs Bank har eit særleg ansvar for å bidra til robuste og effektive finansmarknader og betalingssystem. Eit stabilt finansielt system er òg viktig for å sikre finansiering og risikofordeling i samfunnet.

Norske bankar hadde god lønnsemd og låge utlånstap i 2015. Alle store norske bankar oppfyller kravet til rein kjernekapitaldekning med god margin. Etter råd frå Noregs Bank har Finansdepartementet vedteke å auke motsyklisk kapitalbuffer til 1,5 prosent av risikovekta egedelar gjeldande frå 30. juni 2016. Risikopåslaget på den langsiktige marknadsfinansieringa til bankane auka i 2015 etter å ha falle dei siste åra. Tilgangen på marknadsfinansiering har vore god. Finansdepartementet har i 2015 fastsett reglar om krav til likviditetsreservar. Meir kapital og likviditet vil gjere norske bankar meir robuste.

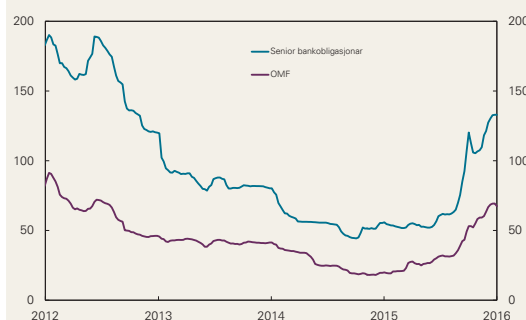
### GOD LØNNSEMD OG AUKA KAPITALDEKNING

Risikopåslaga på marknadsfinansieringa til bankane auka både heime og ute i 2015, sjå figur 2.1. Usikkerheit rundt gjeldssituasjonen i Hellas bidrog til oppgang i risikopåslaga internasjonalt våren 2015. Svakare globale vekstutsikter, usikkerheit rundt den økonomiske utviklinga i Kina og nedgang i råvareprisar bidrog òg til auka risikopåslag i 2015. Risikopåslaga til bankane i den norske marknaden låg lenge lågare enn internasjonalt, men auka mykje gjennom hausten.

Bankane hadde god inntening og eigenkapitalavkastning i 2015. Utlånstapa var låge. Bankane reduserte utlåns- og innskotsrenta i 2015. Forskjellen mellom utlånsrentene og penge-marknadsrentene blei noko mindre.

Tilbakehalde overskot og eigenkapitalemisjonar har auka kapitaldekninga til bankane. Alle store norske bankar oppfyller kravet til rein kjernekapitaldekning med god margin. Rein kjerne-

FIGUR 2.1 Risikopåslag norske bankar og kredittføretak. Risikopåslag over Nibor. Femårs løpetid. Basispunkt. 23. desember 2011 – 1. januar 2016



Kjelde: Nordic Bond Pricing

## NOREGS BANK SINE OPPGÅVER MED FINANSIELL STABILITET

Finansiell stabilitet er eit av hovudmåla for Noregs Bank, og det er forankra i sentralbanklova. Paragraf 1 seier at banken skal utferde setlar og myntar, fremje eit effektivt betalingssystem innanlands og overfor utlandet og overvake penge-, kreditt- og valuta-marknadene. Paragraf 3 seier at banken skal varsle departementet når det etter banken si oppfatning er behov for tiltak av penge-, kreditt- og valutapolitisk karakter frå andre enn banken. Paragrafen seier òg at banken skal informere offentlegheita om penge-, kreditt- og valutatilhøva. Fire andre paragrafar i sentralbanklova er òg relevante: Paragraf 13 gir Noregs Bank eineretten til å utferde norske setlar og myntar. Etter paragraf 17 skal Noregs Bank utføre bankforretningar for staten. Paragraf 19 gir Noregs Bank høve til å yte lån til og gjere innskot i forretnings- og sparebankar, mens paragraf 20 fastset at Noregs Bank tek

imot innskot frå bankane. Av det følgjer eit særleg ansvar for at bankvesenet fungerer som det skal. Lova om betalingssystem gir Noregs Bank ansvaret for å gi konsesjon til avreknings- og oppgjerssystema for bankane og for å føre tilsyn med systema.

Ifølgje forskrift om motsyklisk kapitalbuffer skal Noregs Bank kvart kvartal utarbeide eit grunnlag for avgjerda om nivået på den motsykliske kapitalbufferen og gi råd om nivået.

Noregs Bank styrer likviditeten i banksektoren frå dag til dag ved å tilby bankane lån og ved å ta imot innskot. Det gir Noregs Bank eit spesielt ansvar for å overvake likviditetsrisikoen i banksystemet. Som långivar i siste instans har Noregs Bank ei sentral rolle når det gjeld å handtere kriser i det finansielle systemet.

kapital som del av forvaltingskapitalen er høgare i norske bankar enn i mange andre land, men ikkje høgare enn slutten av 1990-åra.

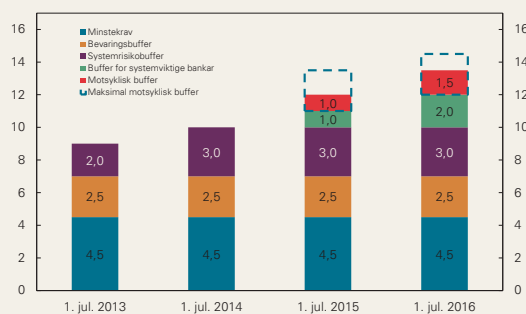
EUs kapitaldekningsregelverk (CRD IV / CRR) tok til å gjelde 1. januar 2014. Kapital- og bufferkrava i regelverket tok til å gjelde i Noreg 1. juli 2013, sjå opptrappinga av pilar 1-krav i figur 2.2. Finansdepartementet bestemte 18. juni 2015 at det motsykliske bufferkravet skulle hevast frå 1,0 til 1,5 prosent av risikovekta egedelar med verknad frå 30. juni 2016. Systemviktige finansinstitusjonar har eit tilleggskrav til rein kjernekapitaldekning på 1,0 prosent, som aukar til 2,0 prosent 1. juli 2016. I Noreg er DNB ASA, Nordea Bank Norge ASA og Kommunalbanken AS systemviktige.

I tillegg til kapitalkrava som følgjer av pilar 1-krav, kjem pilar 2-krav som skal dekkje risikoar som ikkje, eller berre delvis, blir dekte av pilar 1-krav. Pilar 2-krava er individuelle og er avhengige av Finanstilsynet si vurdering av risikoane i den aktuelle banken<sup>1</sup>. Fleire bankar må framleis

byggje kapital etter å ha annonsert at dei siktar mot 14–15 prosent rein kjernekapitaldekning innan utgangen av 2016.

Noregs Bank har i Finansiell stabilitet-rapporten foreslått at eit krav til uvekta kapitaldel kan erstatte overgangsregelen (Basel I-golv). Krav til uvekta kapitaldel bør bestå av minimumskrav og bufferkrav i samsvar med krava til risikovekta

FIGUR 2.2 Opptrapping av pilar 1-krav til rein kjernekapitaldekning i norsk kapitaldekningsregelverk. Prosent. 1. juli 2013 – 1. juli 2016



Kjelder: Finansdepartementet og Noregs Bank

<sup>1</sup> Sjå Finanstilsynet (2015), «Finanstilsynets praksis for vurdering av risiko og kapitalbehov», Rundskriv 9/2015.

kapital. Det samla kravet bør vere høgt nok til at bankane minst held oppe dagens nivå på uvekta kapitaldel på om lag 6 prosent.

I Finansiell stabilitet 2015 blei det gjennomført stresstest av dei største norske bankane. Stress-testen viser at bankane kan få store utlånstap ved eit kraftig tilbakeslag i norsk økonomi. Ein analyse av kredittrisikoen i føretak innanfor næringsseigedom og bygg og anlegg viser at utviklinga i desse næringane vil ha mykje å seie for soliditeten til bankane ved eit tilbakeslag.

Bankane si samla eksponering mot oljeprodusentar er lita. Enkelte bankar har likevel ein stor del av føretaksutlåna til bransjar innanfor oljerelatert verksemd. Utlåna til bankane er i stor grad klassifiserte som låg eller middels risiko. Fallet i oljeprisen og nedgangen i oljeinvesteringane kan bidra til at bankane sitt tap på utlån til oljerelaterte føretak vil auke framover.

Finansdepartementet har fastsett forskrift om krav til nye utlån med pant i bustad som gjeld frå 1. juli 2015 til 31. desember 2016.<sup>2</sup> Noregs Bank deltok i høyringsrunden.<sup>3</sup>

## NYE KRAV TIL LIKVIDITET

Ein av dei viktigaste funksjonane til bankane er å gjere om innskot med kort bindingstid til utlån med lang løpetid. Løpetidstransformasjon inneber likviditetsrisiko for bankane. Bankane må erstatte innskot som blir trekte ut og fornye finansiering som forfell, før utlåna blir tilbakebetalte. Problem med refinansiering i éin bank kan smitte over til andre bankar og gi uro i det finansielle systemet. Det blei tydeleg i 2008. Bankane har forbetra finansieringsstrukturen og redusert likviditetsrisikoen etter finanskrisa.

Finansdepartementet fastsette i 2015 reglar om krav til likviditetsreservar (Liquidity Coverage Ratio, LCR). Likvide egedelar må minst svare til venta netto utbetalingar dei neste 30 dagane

gitt føresetnader som inneber ein kraftig stressituasjon. Kravet blir fasa inn gradvis og skal vere på plass ved utgangen av 2017. Systemviktige finansinstitusjonar måtte oppfylle likviditetskravet fullt ut frå 31. desember 2015. Finanstilsynet er bedt om å utrede krav til LCR i signifikante valutaer, inkludert norske kroner, innan utgangen av august 2016.

Det foreslåtte kravet til stabil finansiering (NSFR) seier at lite likvide egedelar skal vere stabilt finansierte. Utlån til kundar og pantsette egedelar er døme på lite likvide egedelar. Stabil finansiering vil mellom anna vere kjernekapital, obligasjonsfinansiering med lang attverande løpetid og ulike typar kundeinnskot. EU-kommisjonen skal leggje fram eit forslag til lovtekst for NSFR i 2016. Målt med NSFR har likviditetsrisikoen til norske bankar falle dei siste åra.

## RÅD OM MOTSYKLISK KAPITALBUFFER

I tråd med forskrift frå 4. oktober 2013 utarbeider Noregs Bank eit avgjerdsgrunnlag og gir Finansdepartementet råd om nivået på den motsykliske kapitalbufferen til bankane fire gonger i året. Avgjerdsgrunnlaget for rådet blir lagt fram i Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet. Kravet til den motsykliske kapitalbufferen er fastsett til 1 prosent og vil auke til 1,5 prosent frå 30. juni 2016.

Utgangspunktet for vurderinga til Noregs Bank er at bankane bør byggje opp og halde ein motsyklisk kapitalbuffer når finansielle ubalansar byggjer seg opp eller har bygd seg opp. Ved tilbakeslag i økonomien og store tap i bankane kan bufferkravet setjast ned for å motverke at ein strammare utlånspraksis skal forsterke nedgangen. Bufferkravet bør ikkje utan vidare trappast ned sjølv om det skulle vere teikn til at dei finansielle ubalansane blir mindre.

Noregs Bank si vurdering av dei finansielle ubalansane tek utgangspunkt i forholdet mellom kreditt og BNP og korleis det avvik frå ein langsiktig trend. I tillegg blir utviklinga i bustadprisane, prisane på næringsseigedom og kor stor del av finansieringa bankane hentar i

<sup>2</sup> Sjå regelverksprosessar side 161 for fastsett forskrift om krav til utlån med pant i bustad.

<sup>3</sup> Sjå høyringssvaret til Noregs Bank om forslag til forskriftsfesting av krav til utlån med pant i bustad av 4. mai 2015.

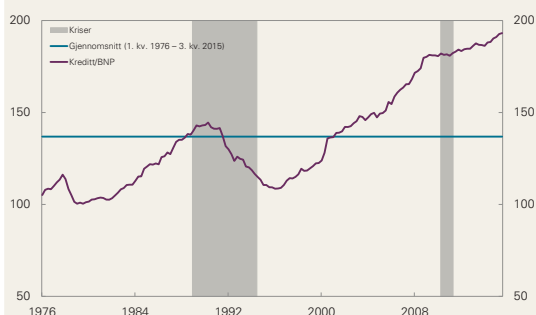
finansmarknadene, analysert. Dei fire indikatorene steig kraftig i åra før finanskrisa.

Frå midten av 1990-åra til 2008 voks den samla gjelda til hushalda og føretaka i fastlandsøkonomien markert raskare enn verdiskapinga, sjå figur 2.3. Kredittindikatoren heldt fram med å auke i åra etter krisa, men i rolegare takt. I 2015 steig gjelda til hushalda framleis raskare enn dei disponible inntektene, men veksten i gjelda gjekk litt ned på slutten av 2015. Den nye forskrifta om utlån til bustadformål kan ha bidrege til noko lågare kredittvekst. Gjennom hausten varsla bankane i utlånsundersøkinga til Noregs Bank strammare kredittpraksis overfor hushald og føretak. Veksten i bankgjelda til føretaka auka i 2015, særleg for føretak innanfor næringsseigedom og bygg og anlegg. Veksten i obligasjonsgjelda til føretaka heldt fram med å minke i 2015 og veksten var nær null på slutten av året. Tilgangen på obligasjonsfinansiering for olje-relaterte føretak med låg kredittvurdering var vanskelig.

Veksttakten i bustadprisane blei svakare gjennom 2015, etter kraftig vekst hausten 2014. Frå desember 2014 til desember 2015 steig bustadprisane i Noreg samla sett om lag i same takt som dei disponible inntektene til hushalda, sjå figur 2.4, men dei regionale forskjellane var store. Prinsindikatoren for næringsseigedom har stige markert dei siste åra, sjå figur 2.5. Prosentdelen marknadsfinansiering i bankane har vore nokså stabil, sjå figur 2.6.

Noregs Bank gav i juni 2015 råd om å auke bufferkravet til 1,5 prosent med verknad frå sommaren 2016. Vurderinga til hovudstyret var at den vedvarande oppgangen i gjeldsbelastinga til hushalda og høg prisvekst på eigedom dei siste åra var teikn på at finansielle ubalansar hadde halde fram med å byggje seg opp. Finansdepartementet bestemte seg for å fastsetje bufferkravet i tråd med rådet frå Noregs Bank med verknad frå 30. juni 2016. Vurderinga av dei finansielle ubalansane endra seg lite i andre halvår 2015, og Finansdepartementet avgjorde i tråd med råd frå Noregs Bank å halde bufferkravet uendra i tredje og fjerde kvartal.

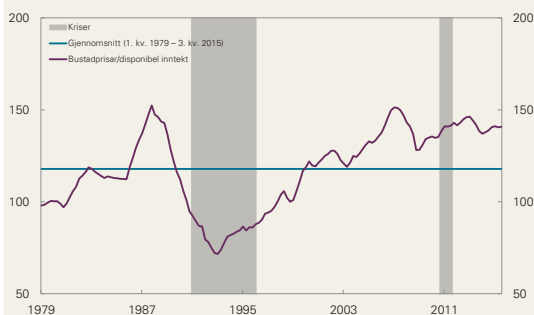
FIGUR 2.3 Samla kreditt<sup>1</sup> for Fastlands-Noreg som prosentdel av BNP for Fastlands-Noreg. 1. kv. 1976 – 3. kv. 2015



1 Summen av K3 ikkje-finansielle føretak i Fastlands-Noreg (samla økonomi før 1995) og K2 hushald

Kjelder: Statistisk sentralbyrå, IMF og Noregs Bank

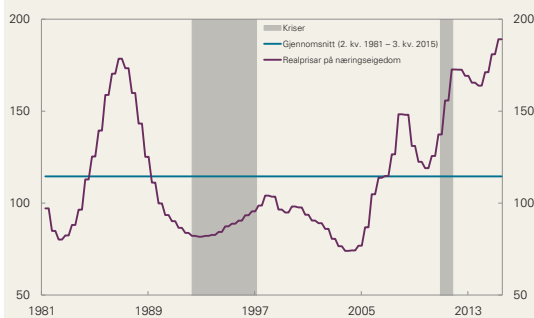
FIGUR 2.4 Bustadprisar<sup>1</sup> i forhold til disponibel inntekt<sup>2</sup>. Indeks. 4. kv. 1998 = 100. 1. kv. 1979 – 3. kv. 2015



1 Kvartalstal fram til 1990 er berekna med lineær interpolering av årstal  
2 Korrigert for anslått reinvestert aksjeutbyte for 2000 – 2005 og innløyning/nedssetjing av eigenkapital for 1. kv. 2006 – 3. kv. 2012

Kjelder: Statistisk sentralbyrå, Norges Eiendomsmeidlerforbund (NEF), Eiendomsmeidlerforetakenes forening (EFF), Finn.no, Eiendomsverdi og Noregs Bank

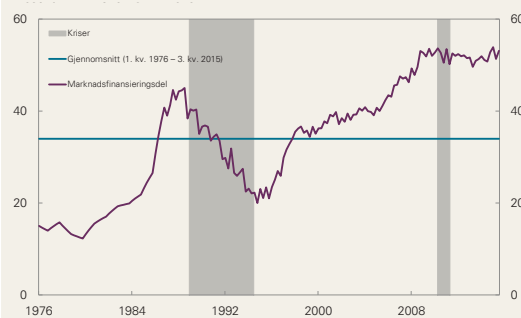
FIGUR 2.5 Realprisar på næringsseidom<sup>1</sup>. Indeks. 1998 = 100. 2. kv. 1981 – 3. kv. 2015



1 Berekna salsprisar på kontorlokale i Oslo deflatert med BNP-deflatoren for Fastlands-Noreg

Kjelder: Dagens Næringsliv, OPAK, Statistisk sentralbyrå og Noregs Bank

FIGUR 2.6 Bankane<sup>1</sup> si marknadsfinansieringsandel.<sup>2</sup> Prosent. 1. kv. 1976 – 3. kv. 2015



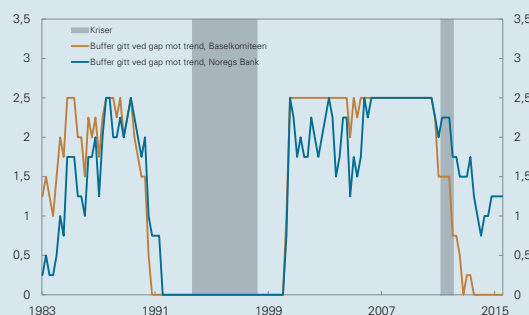
1 Alle bankar og OMF-kredittføretak i Noreg med unntak av filialar og dotterbankar av utanlandske bankar i Noreg  
2 Kvartalstal fram til 1989 er berekna med lineær interpolering av årstal

Kjelde: Noregs Bank

## BEREKNA REFERANSEVERDI FOR DEN MOTSYKLISKE KAPITALBUFFEREN

Det europeiske systemrisikorådet (ESRB) tilrår at det blir berekna tekniske referanseverdiar for den motsykliske kapitalbufferen. Baselkomiteen har foreslått ein enkel regel for å berekne ein referanseverdi med utgangspunkt i forholdet mellom kreditt og BNP. Den langsiktige trenden i kredittindikatoren kan bereknast på ulike måtar.<sup>1</sup> Med trendberekninga til Baselkomiteen var referanseverdien 0 prosent i tredje kvartal 2015. Med ei alternativ trendberekning som erfaringsmessig gir ein betre leiande indikator for kriser, blei referanseverdien for bufferen 1 ¼ prosent, sjå figur 2.7. ESRB presiserer at det ikkje skal vere nokon mekanisk samanheng mellom referanseverdien og nivået på bufferkravet, men at kravet skal baserast på eit breiare avgjersgrunnlag.

FIGUR 2.7 Referanseverdiar for den motsykliske kapitalbufferen ved ulike trendberekningar. Prosent. 1. kv. 1983-3. kv. 2015



Kjelde: Noregs Bank

1 Nærmare beskriving av trendberekning i Staff Memo 13/2013

## IMF HAR VURDERT DET NORSKE FINANSIELLE SYSTEMET

Det internasjonale valutafondet (IMF) presenterte tidleg i september ei grundig vurdering av det norske finansielle systemet. IMF gjer regelmessig slike vurderingar blant medlemslanda, gjennom Financial Sector Assessment Program (FSAP). Formålet er å vurdere svake og sterke sider og foreslå tiltak som kan bidra til eit meir robust finansielt system nasjonalt og internasjonalt. Førre gong IMF publiserte ein slik rapport om Noreg var i 2005.

Hovudkonklusjonen i rapporten er at det finansielle systemet i Noreg greidde seg godt gjennom den internasjonale finanskrisa i 2008–2009, og at det er bygd opp ytterlegare bufferar etter krisa. Samtidig meiner IMF at dei finansielle ubalansane har auka. Ubalansane IMF peiker på er høg gjeld i hushalda, overvurderte bustadprisar og den auka marknadsfinansieringa i bankane.

### Dei viktigaste tilrådingane frå IMF:

- Krava til dei nye bankutlåna med pant i **bustad** bør strammast endå meir inn for å dempe gjeldsveksten til hushalda. Skattefordelane ved bustad bør reduserast, og det bør setjast i verk tiltak for å auke bustadtilbodet.
- Risikoen knytt til den **store marknadsfinansieringa til bankane** bør reduserast. Eit alternativ er å setje grenser for prosentdelen kortsiktig finansiering som kan vere frå utlandet, og grenser for misforhold i løpetida mellom valutafinansieringa og valutabyteavtalane som bankane inngår for å gjere valutagjelda om til norske kroner.
- Finanstilsynet bør halde fram med å avgrense utbytet i svakt kapitaliserte **forsikringselskap**. Arbeidet med stresstesting av forsikringselskapa bør styrkjast, og det bør særleg leggjast vekt på sårbare sider ved pliktene til selskapa.
- Avgjerdsprosessane i **makrotilsyn** kan standardiserast og bli meir opne. Det bør vurderast å delegere avgjerdsmyndigheita for fleire verkemiddel til Noregs Bank eller Finanstilsynet, eventuelt å etablere ein komitéstruktur. Myndighetene bør utarbeide ei årleg oversikt over måla for og verknadene av verkemidla som har vore brukte i makrotilsyn.
- I arbeidet med **finansiell infrastruktur** bør Noregs Bank og Finanstilsynet styrkje samarbeidet endå meir om risikoen som følgjer av at kritiske tenester i infrastrukturen er utkontrakterte. Noregs Bank bør trekkje på IT-kompetansen til Finanstilsynet også i overvakinga av operasjonell risiko i Noregs Banks oppgjerssystem (NBO). IMF meiner at den norske finansielle infrastrukturen er moderne og stabil, men peiker på at både reserveløysingane, risikorammeverket og styringsstrukturen kan styrkjast i bankane sitt felles system for å avrekne betalingstransaksjonar (NICS).
- Bankane bør vurdere å bruke meir konservative prognosar i **stresstestane sine**. Stresstestane til IMF viser eit langt større fall i kapitaldekninga enn stresstestane til bankane. Det bør òg utførast meir omfattande stresstestar av likvidetsrisikoen i banksektoren. Finanstilsynet og Noregs Bank bør samarbeide meir om stresstestinga av bankane.
- **Den formelle uavhengigheita til Finanstilsynet** bør auke. Finanstilsynet bør få meir ressursar for å styrkje tilsynet av mindre bankar og til arbeidet med å avdekkje kvitvasking av pengar og motverke finansiering av terrorverksemd.



## REGELVERKSPROSESSAR

Område	Institusjonar og regelverk	Framdrift
Verktøy for krise-løysing av bankar	Financial Stability Board (FSB) – Krisehandtering	9. november 2015 offentleggjorde FSB standard for tapsberande kapasitet (Total Loss Absorbing Capacity, TLAC) i store bankar. Bankane må innan 1. januar 2019 ha TLAC som utgjer 16 prosent av risikovekta balanse og 6 prosent av uvekta risikoeksponering. Krava vil auke frå 1. januar 2022 til høvesvis 18 og 6,75 prosent.
	EU – Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD)	Kriseløysingsdirektivet har gjeldt i EU sidan 1. januar 2015. «Bail-in» som krisehandteringsverktøy (nedskrivning av lån og konvertering av eigenkapital) tok til å gjelde 1. januar 2016. Banklovkommisjonen greier ut om innføring i norsk rett.
	EU – Innskots-sikring	EU har vedteke ei innskotsdekning på 100 000 euro per innskytar. Den norske innskotsgarantien er per i dag på 2 millionar kroner. Banklovkommisjonen greier ut om ei ny lov om innskots-sikring i Noreg.
Krav til kapital-dekninga, risiko-styringa og likvidi-tetskrava til bankane	Ny standard-metode og golv for IRB-metode	Baselkomiteen har foreslått endringar i standardmetoden for kredittrisiko og golv for kapitalkrav for IRB-bankar relaterte til dei reviderte standardmetodane. Finanstilsynet og Noregs Bank gav 27. mars 2015 felles høyringsfråsegner til desse forslaga. Basert på høyringssvara har Baselkomiteen revidert forslaget og sendt saka på ny høyring med høyringsfrist 11. mars 2016.
	EU-regelverket CRR og CRD IV i Noreg	Store delar av CRD IV / CRR-regelverket blei innført i norsk lovgiving frå 1. juli 2013. Reglane inneber strengare krav til kvaliteten på ansvarleg kapital og innføring av ulike kapitalbufferar. Regelverket er blitt supplert med forskrifter.
	Uvekta kapitaldel	EU-kommisjonen skal etter råd frå Den europeiske banktilsynsmyndigheita (EBA) utarbeide ein rapport til Rådet og Parlamentet innan utgangen av 2016. Rapporten skal innehalde eit bindande minstekrav til uvekta kapitaldel eller ulike minstekrav for ulike forretningsmodellar som skal gjelde frå 1. januar 2018. Rapporten skal òg sjå på justeringar i korleis målet skal bereknast. Baselkomiteen skal i første halvår 2017 foreslå reglar for minstekrav til uvekta kapitaldel i pilar 1.
	Risikovekter bustadlån	Minstekravet til modellparameteren «tap gitt misleghald» (LGD) i bustadlånsmoellane til IRB-bankane blei sett til 20 prosent i 2014. Finanstilsynet lanserte òg nye krav til kalibrering av bustadlånsmoellane til IRB-bankane med effekt frå 2015. Rekalibreringa inneber mellom anna at minstekravet til PD for enkeltlån aukar til 0,2 prosent, og at nivået for langsiktig gjennomsnittleg PD aukar.
	Systemviktige bankar	Finansdepartementet har fastsett forskrift om identifisering av systemviktige institusjonar og peikte ut DNB ASA, Nordea Bank Norge ASA og Kommunalbanken AS som systemviktige. Dette skal revurderast kvart år. Institusjonar som har ein forvaltingskapital på minst 10 prosent av BNP til Fastlands-Noreg eller minst 5 prosent av utlånsmarknaden vil som hovedregel bli utpekt som systemviktige.
	Motsyklisk kapitalbuffer	Finansdepartementet fastset den motsykliske kapitalbufferen etter råd frå Noregs Bank. 12. desember 2013 fastsette Finansdepartementet bufferen til 1 prosent gjeldane frå 30. juni 2015. 18. juni 2015 bestemte Finansdepartementet seg for å auke bufferen til 1,5 prosent gjeldane frå 30. juni 2016.
	Kvantitative likviditetskrav	Finansdepartementet har i 2015 fastsett reglar om krav til likviditetsreservar (LCR). Kravet vil fasast inn fram mot utgangen av 2017. Systemviktige finansinstitusjonar skal oppfylle likviditetskravet med 100 prosent frå 31. desember 2015. Finanstilsynet skal vurdere om det skal stillast eit krav til LCR i signifikante valutaer, inkludert norske kroner, innan august 2016. Baselkomiteen publiserte eit forslag til NSFR i oktober 2014. Innan utgangen av 2016 skal EU-kommisjonen leggje fram eit forslag til lovtokst for NSFR, med mål om å innføre kravet innan 2018.
	Utlån med pant i bustad	Finansdepartementet har fastsett forskrift om krav til nye utlån med pant i bustad som gjeld frå 1. juli 2015 til 31. desember 2016. Forskrifta byggjer på tidlegare retningslinjer frå Finanstilsynet. Nedbetalingslån skal ikkje vere over 85 prosent av bustadverdien, låntakaren må tole ein rente-auke på 5 prosentteiningar, og det skal betalast årlege avdrag på minst 2,5 prosent for lån på over 70 prosent av bustadverdien. Inntil 10 prosent av verdien av løyve lån kan bryte med eitt eller fleire av krava.
Tilsyns-struktur	Ny tilsyns-struktur i EU	Ny tilsynsstruktur for finanssektoren i EU frå 2011. 14. oktober 2014 blei EU og EFTA/EØS-landa enige om korleis dei europeiske tilsynsorgana skal handterast i EØS-avtalen. Stortinget må godkjenne løysinga.
	Bankunion i EU	Single Supervisory Mechanism (SSM), som overlèt mykje av tilsynsansvaret i eurosona til ECB, tok til å gjelde i november 2014. Ein felles kriseløysingsmekanisme, Single Resolution Mechanism (SRM), og eit tilhøyrande stabilitetsfond, Single Resolution Fund, blei vedteke i 2014. Kriseløysing i SRM skal følgje prinsipp og reglar i kriseløysingsdirektivet BRRD.

## KAPITTEL 3

# MARKNADER OG KAPITALFORVALTING

Noregs Bank skal sørge for at pengepolitiske vedtak får gjennomslag i marknaden så effektivt som mogleg. Det blir gjort ved å styre bankreservane ved hjelp av ulike former for marknadsoperasjonar, slik at dei kortsiktige pengemarknadsrentene er nær styringsrenta. Noregs Bank har òg ansvaret for kontohald og betalingsoppgjjer for banksystemet.

Noregs Bank oppnår innsikt i kapitalmarknadene mellom anna gjennom forvaltninga av valutaeservane. Reservane skal kunne brukast som ledd i gjennomføringa av pengepolitikken og møte dei internasjonale pliktene til Noregs Bank overfor IMF. Noregs Bank er òg ansvarleg for Statens pensjonsfond utland (SPU), men sjølve forvaltninga blir omtalt meir detaljert i egne rapportar.

Frå og med 1. januar 2015 overtok Noregs Bank eit mandat om å forvalte statens innanlandske opplåning på vegner av Finansdepartementet. Noregs Bank har òg oppgåver med kontohald for staten.

### STYRING AV LIKVIDITETEN I BANKSYSTEMET

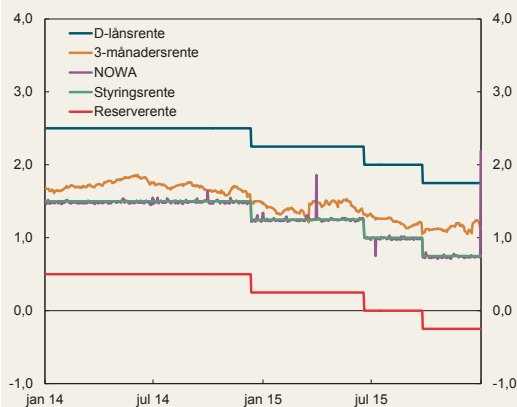
I gjennomføringa av pengepolitikken sørger Noregs Bank for å styre bankreservane, det vil seie bankane sine innskot i sentralbanken, slik at dei kortsiktige pengemarknadsrentene er nær styringsrenta som hovudstyret har fastsett. Det blir gjort ved ulike former for marknadsoperasjonar som inneber at sentralbanken anten tilfører bankane reservar eller trekkjer reservar ut av banksystemet. Figur 3.1 viser utviklinga i Noregs Bank sine renter, overnattarenta (NOWA) og tremånadersrenta i pengemarknaden.

For å kunne styre reservane mot det ønskete nivået må Noregs Bank utarbeide prognosar for

den strukturelle likviditeten i bankane. Strukturell likviditet er dei samla innskota banksystemet har på konto i Noregs Bank før tilførsel eller inndraging gjennom marknadsoperasjonar. Den strukturelle likviditeten blir påverka av fortløpande inn- og utbetalingar på statens konto i Noregs Bank, statlege lånetransaksjonar, Noregs Banks transaksjonar i valuta- og statspapirmarknaden og endringar i setlar og myntar i sirkulasjon. Gjennom marknadsoperasjonar påverkar Noregs Bank den samla mengda av reservar i banksystemet slik at dei blir liggjande på ønskt nivå.

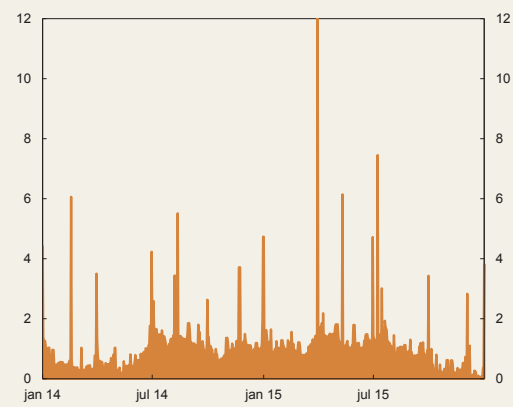
I 2015 sikta Noregs Bank mot å halde bankreservane i gjennomsnitt lik 35 milliardar kroner, med eit styringsintervall på  $\pm 5$  milliardar kroner. Når den strukturelle likviditeten er høgare enn

FIGUR 3.1 Noregs Banks renter og korte pengemarknadsrenter (rente i pengemarknaden med løpetid på eitt døgn og tre månader). Nominelle renter. Prosent 1. januar 2014–31. desember 2015



Kjelder: Noregs Bank og Bloomberg

FIGUR 3.2 Reserveinnskot i Noregs Bank. Milliardar kroner. 1. januar 2014–31. desember 2015



Kjelde: Noregs Bank

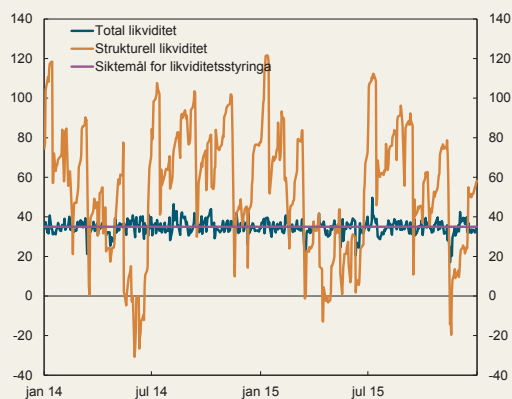
styringsintervallet, tilbyr Noregs Bank bankane F-innskot for å få bankreservane ned til ønskt nivå. Motsett – når den strukturelle likviditeten ligg lågare enn styringsintervallet – får bankane tilbod om F-lån (mot sikkerheit i godkjende verdipapir). F-lån og F-innskot er lån og innskot som ikkje kan betalast ned eller trekkjast på i løpetida, og er eit tilbod til bankar som er etablerte i Noreg. Renta blir vanlegvis bestemt gjennom ein fleirprisauksjon. Løpetida varierer frå ein dag til fleire veker og er avhengig av strukturell likviditet.

Kvar enkelt bank har ein kvote for kor mykje reservar han får forrenta til styringsrenta. Summen av bankkvotane var 45 milliardar kroner i 2015. Dei enkelte kvotane er berekna med grunnlag i forvaltingskapitalen til bankane. Bankane er delte inn i tre grupper der alle i den same gruppa er tildelte den same kvoten, med unntak av oppgjersbankane, som får eit tillegg i kvoten. Kvotane blir vurderte to gonger i året. Noregs Bank har berre gjennomført små endringar i dei enkelte kvotane i 2015. Innskot utover kvoten blir forrenta til den såkalla reserverenta, som ligg eitt prosentpoeng lågare enn styringsrenta.

Reserverenta skal avgrense bankane sin etter-spurnad etter reservar og stimulere til auka omfordeling av reservar mellom bankar. Noregs Bank sørgjer med marknadsoperasjonane sine for at dei totale reservane i banksystemet ikkje overstig summen av bankkvotane. Derfor har ein bank med reservar over kvoten alltid høve til å plassere reservar hos ein bank med plass på kvoten. Ingen bankar treng å sitje med reserveinnskot.

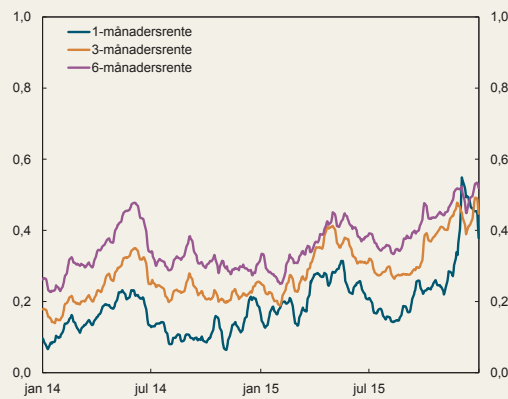
Då Noregs Bank sette ned styringsrenta frå 1 prosent til 0,75 prosent på rentemøtet i september, blei reserverenta samtidig sett ned frå 0 prosent til minus 0,25 prosent. I utgangspunktet er det ingen grunn til at bankane skulle endre åtferdar med ei negativ reserverente. Kostnaden ved å halde reserveinnskot framfor å låne ut til ein annan bank er den same som då reserverenta var positiv. Likevel har reserveinnskota vore markert lågare etter at reserverenta blei negativ. Reserveinnskota var i gjennomsnitt 0,39 milliardar kroner per dag i perioden mellom 25. september 2015 og 31. desember 2015. Gjennomsnittet for perioden frå 1. januar til 24. september 2015 var 1,27 milliardar kroner, sjå figur 3.2.

FIGUR 3.3 Strukturell likviditet og total likviditet i marknaden. Milliardar kroner. 1. januar 2014–31. desember 2015



Kjelde: Noregs Bank

FIGUR 3.4 Differansen mellom pengemarknadsrenter og venta styringsrente. Prosentteiningar. Fem dagars glidande gjennomsnitt. 1. januar 2014–31. desember 2015



Kjelde: Noregs Bank

Nokre av bankane opplyser at dei i større grad enn tidlegare prøver å unngå å sitje med innskot til reserverenta. Ifølgje desse bankane verkar kostnaden ved å halde reserveinnskot større når reserverenta er negativ. I staden for å halde reserveinnskot har nokre av bankane valt å kjøpe korte statspapir, låne ut reservane til andre bankar eller plassere reservane som F-innskot i Noregs Bank.<sup>1</sup>

### UTVIKLINGA I KRONELIKVIDITETEN TIL BANKANE OG MARKNADSOPERASJONANE TIL NOREGS BANK I 2015

I 2015 var den strukturelle likviditeten i gjennomsnitt 51 milliardar kroner og varierte mellom minus 20 og 122 milliardar kroner, jf. figur 3.3. Totalt blei det halde 32 F-lånsauksjonar og 59 F-innskotsauksjonar. Total likviditet, det vil seie strukturell likviditet pluss Noregs Banks marknadsoperasjonar, var i gjennomsnitt 34 milliardar kroner i 2015.

1 Meir informasjon om reserverenta og Noregs Banks likviditetsstyring i utdjupinga «Reserverenten i Norge» i Pengepolitisk rapport 3/15.

### RENTEPÅSLAG I PENGEMARKNADEN

Påslaget<sup>2</sup> i den norske tremånaders pengemarknadsrenta (Nibor) var i gjennomsnitt i overkant av 30 basispunkt i 2015, jf. figur 3.4.<sup>3</sup> Det er noko høgare enn i 2014. Auken kjem truleg av ein kombinasjon av innanlandske og internasjonale forhold.

I dei daglege kvoteringane av Nibor tek bankane i Nibor-panelet utgangspunkt i ei dollarrente som skal reflektere bankane sin kostnad ved å låne dollar i den usikra interbankmarknaden. Dollarrenta blir korrigert for termintillegget mellom dollar og norske kroner. Denne konstruksjonen av Nibor som ei valutaswaprente gjer at internasjonale forhold kan få smitteeffektar på norske pengemarknadsrenter.<sup>4</sup>

2 Pengemarknadsrentene minus venta styringsrente over same horisont.

3 Mangel på instrument i den norske pengemarknaden gjer at påslaget ikkje kan observerast direkte frå marknadsprisar. Det må derfor reknast som eit overslag.

4 Nibor er avleidd av ei dollarrente nær Kliem og terminpunkta mellom USD og NOK. Konstruksjonen av Nibor og korleis den norske pengemarknadsrenta blir påverka av ulike innanlandske og internasjonale faktorar, er nærmare beskrive i Aktuell kommentar 3/15. Sjå òg utdjupinga «Hva forklarar økningen i pengemarkedspåslaget?» i Pengepolitisk rapport 2/15.

I 2015 bestemte Den europeiske sentralbanken (ESB) seg for å auke verdipapirkjøpa sine. Dette auka tilbodet av euro i forhold til dollar gjer det dyrare å byte til seg dollar mot euro i valuta-terminmarknaden. Det tilseier eit høgare rentepåslag i dollarrenta Kliem, som blir brukt som utgangspunkt for Nibor.

Termintillegget mellom dollar og norske kroner blir påverka av det relative tilbodet av dollar og norske kroner. Låg strukturell likviditet kan gjere bankane meir usikre på sin eigen likviditets-situasjon i norske kroner. Periodevis låg strukturell likviditet, spesielt mot slutten av året, bidrog derfor truleg til noko av auken i rentepåslaget i 2015.

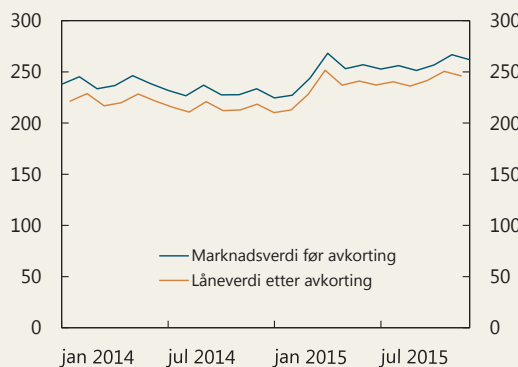
Noregs Bank bereknar og offentleggjer overnattarenta NOWA<sup>5</sup>. NOWA er definert som eit vege gjennomsnitt av rentesatsar på inngåtte avtalar om usikra lån i norske kroner mellom bankar, med utbetaling same dag og tilbakebetaling påfølgjande bankdag. NOWA og styringsrenta til Noregs Bank har i gjennomsnitt vore like i 2015. I gjennomsnitt har det dagleg rapporterte omsetningsvolumet for lån over natta mellom bankane vore 15 milliardar kroner gjennom året.

## SIKKERHEIT FOR LÅN I NOREGS BANK

Noregs Bank yter lån til bankane mot pant i verdipapir. Slike lån medverkar til å effektivisere gjennomføringa av pengepolitikken og betalingsoppgjera. For å kunne nyttast som pant må verdipapira oppfylle ei rekkje krav. Høvet til å ta opp lån og krava til pant går fram av forskrift og retningslinjer frå Noregs Bank.

Ved utgangen av 2015 hadde bankane ei samla beholdning av verdipapir som pant for lån i Noregs Bank på 246 milliardar kroner etter avkorting, mot 218 milliardar kroner i 2014. Talet på ulike verdipapir som var godkjende som pant i Noregs Bank, var 482 ved utgangen av 2015, mot 455 i 2014. Figur 3.5 viser bankane si pantsetjing for lån i Noregs Bank dei siste åra. Den samla låneverdien etter avkorting var i gjennom-

FIGUR 3.5 Pantsetjing til sikkerheit for lån i Noregs Bank 2014–2015. Milliardar kroner



Kjelde: Noregs Bank

snitt 17 milliardar kroner høgare i 2015 enn i 2014. Avkortinga, som er forskjellen mellom marknadsværdien og låneverdien av pantet, har i gjennomsnitt vore 6,2 prosent av marknadsværdien. Det er om lag 0,7 prosenteningar lågare enn i 2014.

Noregs Bank godtek pant som er registrert i Verdipapirsentralen ASA og følgjande verdipapirregister i utlandet: Euroclear, Clearstream, Euroclear Sweden og VP Securities i Danmark. Det er ikkje lenger høve til å pantsetje i dei to registera i Sverige og Danmark, og avtalane om dette er under avvikling.

I tillegg til dei ordinære låneordningane tillèt sentralbankane i Danmark, Sverige og Noreg at ein bank stiller innskot i ein av desse sentralbankane som pant for lån i ein av dei andre. Ordninga, som blir kalla Scandinavian Cash Pool (SCP), kan berre nyttast til å få likviditet gjennom dagen (intradag). Dei fem bankane som har avtale om ordninga, kan på denne måten utnytte likviditeten sin betre på tvers av landegrensene. I 2015 nytta bankane SCP til å låne i gjennomsnitt om lag 3 milliardar kroner gjennom dagen i Noregs Bank, det same nivået som i åra før. Bankane nytta pant i Noregs Bank berre av og til for å låne i ein annan

<sup>5</sup> Norwegian Overnight Weighted Average

skandinavisk sentralbank. Desse låna var òg på om lag 3 milliardar kroner i gjennomsnitt gjennom dagen.

I 2014 inngjekk Noregs Bank avtale med det tunisiske selskapet Vermeg Solutions om å levere ei ny IT-løysing for å berekne og halde oversikt over låneverdien av bankane si pantsetjing for lån. Gjennom 2015 er det blitt arbeidd med å førebu den nye løysinga for drift. Løysinga blei teken i bruk i januar i 2016. Den nye løysinga vil bruke meir automatiserte prosessar og vere meir standardisert enn den tidlegare løysinga.

I samband med at den nye IT-løysinga blir teken i bruk, vil Noregs Bank gjere nokre mindre endringar i regelverket for sikkerheit for lån. Endringane vil redusere risikoen i pantsetjinga. I tillegg vil regelverket bli gjort enklare og meir oversiktleg. Dei nye reglane var på høyring hausten 2015.

## KAPITALFORVALTINGA

Ved utgangen av 2015 hadde Noregs Bank 7 943 milliardar kroner til forvaltning i dei internasjonale kapitalmarknadene. Hovuddelen av dette er Statens pensjonsfond utland (SPU), som Noregs Bank forvaltar for Finansdepartementet. Banken forvaltar òg sine eigne valutareservar. Det er lagt ut avkastingsrapportar på nettsidene til banken.

## VALUTARESERVANE

Valutareservane til Noregs Bank skal kunne brukast som ledd i gjennomføringa av pengepolitikken, ut frå omsynet til finansiell stabilitet og for å møte dei internasjonale pliktene Noregs Bank har overfor IMF og enkeltland. Hovudstyret i Noregs Bank fastset prinsipp for forvaltninga av valutareservane og har delegert til sentralbank-sjefen å gi utfyllande retningslinjer. Reservane er delte inn i ein langsiktig portefølje, ein pengemarknadsportefølje og ein petrobufferportefølje. Norges Bank Investment Management (NBIM) forvaltar den langsiktige porteføljen, mens Noregs Bank Marknader og Banktenester (MB)

forvaltar pengemarknadsporteføljen og petrobufferporteføljen.

Valutareservane skal vere plasserte slik at minst 10 milliardar SDR, inkludert heile pengemarknadsporteføljen, skal kunne nyttast innan éin handledag utan å måtte realisere nokon større tap. Pengemarknadsporteføljen skal vere mellom 3,5 og 4,5 milliardar SDR og blir investert i kortsiktige renteinstrument. Referanseindeksen for pengemarknadsporteføljen er sett saman av overnatta pengemarknadsindeksar og stats-sertifikatindeksar for amerikanske dollar og euro. Den langsiktige porteføljen skal plasserast i aksjar og renteberande papir. Referanseindeksen for den langsiktige porteføljen er sett saman av globale indeksar for aksjar og obligasjonar. Aksjedelen i den strategiske referanseindeksen er 40 prosent.

Petrobufferporteføljen skal ta imot statens kontantstraum frå petroleumsvirksomma i utanlandsk valuta og eventuelle overføringar frå SPU. Målet med porteføljen er å sørge for ei formåls-tenleg handtering av statens behov for å veksle mellom utanlandsk valuta og norske kroner. Petrobufferporteføljen blir plassert i kortsiktige rentepapir. Det er ikkje fastsett nokon referanseindeks for petrobufferporteføljen.

Marknadsverdien av valutareservane var 468,2 milliardar kroner ved utgangen av 2015. Aksjar og lange renteinvesteringar utgjorde til saman 411,1 milliardar kroner, mens pengemarknadsinvesteringane og petrobufferporteføljen var på høvesvis 50,3 og 6,8 milliardar kroner. Valutareservane auka med 19,6 milliardar kroner gjennom året, i hovudsak på grunn av avkasting og svekt kronekurs. Avkasting i internasjonal valuta og svekt kronekurs bidrog til å auke valutareservane med høvesvis 12,8 og 53,7 milliardar kroner. I 2015 hadde valuta-reservane ein netto utflyt på 47,1 milliardar kroner.

Petrobufferporteføljen er ikkje ein del av valuta-reservane som blir haldne for beredskapsformål. Avsetjingane til SPU har ein periode vore mindre enn venta, og petrobufferporteføljen er derfor blitt større enn nødvendig. Noregs Bank har i

2015 gradvis redusert storleiken på porteføljen ved å selje valuta i marknaden. Noregs Bank siktar mot at petrobufferporteføljen skal vere på 5–10 milliardar kroner ved utgangen av kvart år. Gjennom 2015 hadde porteføljen ein netto utflyt på om lag 48 milliardar kroner, hovudsakleg som følgje av valutasala i marknaden. Valutaresevane blir haldne for beredskapsformål.

Utviklinga målt i norske kroner er dermed mindre viktig. Kronekursbevegelsar vil først og fremst påverke eigenkapitalen til Noregs Bank, ikkje banken si evne til å oppfylle plikter i valuta. I det vidare vil derfor, dersom ikkje noko anna er oppgitt, avkastning bli målt i internasjonal valuta. Petrobufferporteføljen, som ikkje blir halden for valutaberedskap som omtalt ovanfor, blir halden utanfor avkastingsmålinga.

Samla sett var avkastinga på valutareservane 1,67 prosent i 2015. Aksjeinvesteringar hadde ei avkastning på 3,46 prosent og lange renteinvesteringar ei avkastning på 0,78 prosent. Penge-marknadsinvesteringar hadde ei avkastning på 0,06 prosent.

Aksjeinvesteringar hadde ei avkastning som var 0,03 prosentpoeng høgare enn referanseindeksen for aksjar, mens lange renteinvesteringar hadde ei avkastning som var 0,15 prosentpoeng lågare enn referanseindeksen for obligasjonar i perioden. Pengemarknadsinvesteringane oppnådde i perioden ei avkastning som var 0,02 prosentpoeng høgare enn referanseindeksen.

I den siste tiårsperioden var den annualiserte avkastinga 5,27 prosent.

## KRAV PÅ IMF

IMF krev at medlemslanda skyt inn kapital i IMF. Storleiken på innskoten kapital reflekterer den relative storleiken til medlemslandet i verdsokonomien. Dette kapitalinnskotet blir òg kalla kvoten. Kvoten avgjer kor stor del av stemmene eit land har i IMF-styret, og kor mykje SDR medlemslandet får tildelt, og han påverkar kor mykje landet eventuelt kan få låne av IMF. 75 prosent av den innskotne kapitalen blir betalt til IMF i valutaen til landet, mens resten blir betalt i SDR

eller i ein mykje brukt utanlandsk valuta. Kapitalinnskotet til Noregs Bank per 31. desember 2015 var 23 072 millionar kroner (1 884 millionar SDR).

SDR<sup>6</sup> er ved fleire høve blitt tildelt medlemslanda i IMF med utgangspunkt i storleiken på kvotane deira. Den siste tildelinga var i 2009. Medlemslanda kan endre SDR-beholdninga ved transaksjonar med IMF eller ved å kjøpe frå eller selje til medlemsland som har sagt seg villige til å vere motpart i transaksjonar med SDR. Noregs Bank har sagt seg villig til å vere ein slik motpart innanfor bestemte beløpsrammer. IMF kan i tillegg krevje at medlemsland med ei sterk utanriksøkonomisk stilling kjøper SDR frå land med betalingsbalanseproblem, men IMF har aldri gjort seg nytte av denne retten. SDR-beholdninga til Noregs Bank utgjorde 18 449 millionar kroner (1 506 millionar SDR) per 31. desember 2015. SDR-beholdninga vår er lågare enn det som er blitt tildelt (1 563 millionar SDR).

Noregs Bank har gitt lån til IMF eller til fond som IMF forvaltar, gjennom ulike ordningar:

- Utlån til IMF gjennom New Arrangements to Borrow (NAB)
- Bilaterale utlån til IMF
- Utlån til Poverty Reduction and Growth Trust (PRGT)

Kapitalinnskota frå medlemslanda er den viktigaste finansieringskjelda for IMF sine utlån til land med betalingsproblem. I tillegg kan IMF gjennom NAB finansiere utlån ved å låne frå velstående medlemsland. 38 land, inkludert Noreg, deltek i NAB. Noregs Bank sine utlån til IMF gjennom NAB utgjorde 4 619 millionar kroner (377 millionar SDR) per 31. desember 2015. Noreg har gitt lånetilsegn til NAB på totalt 3 871 millionar SDR, noko som svarer til 47 411 millionar kroner per 31. desember 2015.

EU-landa blei i desember 2011 einige om å stille inntil 200 milliardar euro til disposisjon for IMF

6 Spesielle trekkrettar – SDR – er ein internasjonal reservevaluta skapt av IMF i 1969. Verdien av SDR svarer til ei valutakorg som er sett saman av amerikanske dollar, euro, britiske pund og japanske yen. Vektene i valutakorga blir vurderte kvart femte år.

gjennom bilaterale lån og oppmoda samtidig andre land til å bidra. Det norske bidraget er ein trekkrett på 6 milliardar SDR, noko som svarer til 73 milliardar kroner per 31. desember 2015. Avtalen gir IMF høve til å finansiere lån med inntil ti års løpetid. IMF kan trekkje på låna dersom IMF-ressursane frå innskoten kapital (kvotane) og NAB-ordninga kjem under ein gitt terskelverdi. Per 31. desember 2015 var det ikkje gjort trekk under denne avtalen.

Finansdepartementet og IMF signerte i juni 2010 ein avtale der Noreg har gitt tilsegn om å låne ut inntil 300 millionar SDR til eit fond (PRGT) som IMF forvaltar. Midlane i PRGT kan lånast ut til fattige land. Noregs Bank er agent for Noreg sine lån til PRGT og varetek pliktene med heimel i sentralbanklova paragraf 25. Samla trekk per 31. desember 2015 var 3 656 millionar kroner (298 millionar SDR).

## STATENS PENSJONSFOND UTLAND

Noregs Bank står for den operative forvaltninga av Statens pensjonsfond utland på vegner av Finansdepartementet. Ved utgangen av 2015 var marknadsverdien av fondet 7 475 milliardar kroner, før forvaltingshonorar til Noregs Bank for 2015 er trekt frå. Finansdepartementet overførte i 2015 netto 42 milliardar kroner til Statens pensjonsfond utland.

Forvaltingsoppdraget er regulert av forskrifta «Mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland». Finansdepartementet har fastsett ein strategisk referanseindeks med 60 prosent aksjar og 40 prosent obligasjonar, minus den delen av investeringsporteføljen som er investert i egedomsporteføljen. Referanseindeksen uttrykkjer oppdragsgivaren sin investeringsstrategi for fondet og er eit viktig utgangspunkt for å styre risikoen i den operative forvaltninga og for å vurdere resultatane av forvaltninga i Noregs Bank. Finansdepartementet har sett grenser for kor mykje den faktiske porteføljen kan avvike frå referanseindeksen.

Fondet hadde i 2015 ei avkastning på 2,7 prosent, målt i ei valutakorg som svarer til samansettinga

av referanseindeksen. Det er dette avkastingsmålet som best beskriv utviklinga i den internasjonale kjøpekrafta til fondet. Målt i internasjonal valuta var avkastninga på aksjeporteføljen 3,8 prosent, mens renteporteføljen hadde ei avkastning på 0,3 prosent. Avkastninga på eigedomsinvesteringane var 10,0 prosent.

Avkastninga i 2015 var 0,5 prosentteiningar høgare enn avkastninga på referanseindeksen. Aksjeporteføljen hadde ei meiravkastning på 0,8 prosentteiningar, mens renteporteføljen hadde ei mindreakvasting på 0,2 prosentteiningar.

Sidan 1998 har den årlege nominelle avkastninga vore 5,6 prosent, målt i internasjonal valuta. Etter frådrag for forvaltingskostnader og prisstiging har netto realavkastning vore 3,7 prosent per år.

Ein meir detaljert presentasjon av forvaltninga i 2015 finn du i årsrapporten for Statens pensjonsfond utland.

## OPPGÅVER FOR STATEN

### STATSGJELD I 2015

Etter avtale mellom Finansdepartementet og Noregs Bank har banken i mange år ytt tenester både som rådgivar, tilretteleggjar og betalingsagent i samband med opptak og forvaltning av dei innanlandske statslåna. Dette systemet blei endra med verknad frå 2015. Noregs Bank tok på seg utvida oppgåver i samband med forvaltninga av statsgjelda.

Finansdepartementet fastsette 2. oktober 2014 eit nytt mandat for korleis statsgjelda skal forvaltast. Etter mandatet skal Noregs Bank utferde statsgjeld og inngå finansielle kontraktar innanfor statsgjeldsforvaltninga i Finansdepartementet sitt namn. Målet for forvaltninga er å dekkje lånebehovet til staten til så låge kostnader som mogleg. Det skal takast omsyn til renterisikoen til staten og til at det bør finnast ei likvid rentekurve for statspapir ut til ti års løpetid. Departementet skal årleg fastsetje ei øvre grense for brutto opplåning og minstekrav til rentebinding.



Innanfor desse rammene skal Noregs Bank fastsetje eit årleg program for opplåning fordelt på vekslar og obligasjonar med ein kalender for utføringar. Banken skal fastsetje prinsipp for måling og styring av motparteksponering og operasjonell risiko. Noregs Bank skal regelmessig leggje fram analysar av lønnsemd og risiko ved forvaltninga i tillegg til vurderingar av måloppnåing for Finansdepartementet. Både analysane og evalueringa skal publiserast. Finansdepartementet betaler for tenestene som Noregs Bank utfører for departementet i samband med gjeldsforvaltninga. Mandatet tok til å gjelde 1. januar 2015.

Statens emisjonsplanar for korte og lange papir i 2015 blei publiserte i desember 2014. Det blei halde 15 auksjonar av statsobligasjonar og 12 auksjonar av korte statspapir (statskassevekslar) i 2015. Samla emisjonsvolum utanom statens eige kjøp i førstehandsmarknaden var 46 milliardar kroner i statsobligasjonar og 65 milliardar kroner i statskassevekslar.

Strategien for lang statsopplåning tek utgangspunkt i at ein skulle halde ved like ei statsrentekurve med løpetid på opptil om lag ti år. Det blei lagt ut eit nytt tiårs obligasjonslån i mars 2015. I mai 2015 forfall eit obligasjonslån med eit utestående volum på 59,9 milliardar kroner.

Emisjonsopplegget for korte statspapir inneber at nye statskassevekslar blir emitterte den tredje onsdagen i mars, juni, september og desember (dei såkalla IMM-dagane), med forfall på IMM-dagen eitt år seinare. Låna blir utvida ved seinare auksjonar.

Auksjonane av statspapira er gjennomførte via handelssystemet på Oslo Børs. Teikningsraten, som er bodvolum i forhold til volum tildelt i auksjonen, var 2,6 og 2,5 i gjennomsnitt for høvesvis statsobligasjonar og statskassevekslar. Dette var om lag som i tidlegare år.

Noregs Bank inngår avtalar med primærhandlarar, som er forplikta til å stille bindande kjøps- og salskursar i statsobligasjonar og statskassevekslar for avtalte minimumsbeløp på Oslo Børs. Noregs Bank hadde i 2015 inngått ni

avtalar med primærhandlarar – fire for statsobligasjonar og fem for statskassevekslar. I mars 2015 trekte ein primærhandlar seg frå avtalen for statskassevekslar. Som motyting for å stille bindande kjøps- og salskursar kan primærhandlarane låne statspapir frå eigenbeholdninga til staten i ein avgrensa periode. Låneramma for både obligasjonslåna og statskassevekslane var 8 milliardar kroner i kvart lån, likt fordelt mellom primærhandlarane. I tillegg har primærhandlarane einerett, men òg plikt, til å delta i statspapirauksjonane.

Staten har sidan juni 2005 brukt rentebyteavtalar i den innanlandske gjeldsforvaltninga. Ein rentebyteavtale er ein avtale mellom to partar om å byte framtidige rentebetalningar knytte til ein gitt hovudstol. Bruk av rentebyteavtalar gir staten fleksibilitet til å endre den gjennomsnittlege rentebindinga på gjeldsporteføljen utan å endre opplåningsstrategien. Finansdepartementet har inngått rammeavtalar med fleire motpartar. Noregs Bank inngår rentebyteavtalar på vegner av Finansdepartementet. Ved utgangen av 2015 var den gjennomsnittlege rentebindingstida for statsgjelda – inkludert eigenbeholdninga til staten – 4,2 år. Tek ein omsyn til inngåtte rentebyteavtalar, var rentebindingstida 3,6 år. Éin grunn for å inngå rentebyteavtalar har vore ei forventning om at det er lågare kostnader ved å

låne kortsiktig enn langsiktig. Vurderinga av forholda i marknaden i 2015 indikerte at venta innsparing ved å redusere rentebindinga på statsgjelda var avgrensa. Det blei derfor ikkje inngått nokon nye rentebyteavtalar i 2015.

Statens samla innanlandske verdipapirgjeld som er registrert i Verdipapirsentralen ved utgangen av 2015, utgjorde 423,7 milliardar kroner rekna i pålydande verdi (inkludert eigenbeholdninga til staten). Utanlandske investorar eig om lag 52 prosent, mens livsforsikringselskap og private pensjonskassar eig om lag 8 prosent av verdipapirgjelda til staten. For statsobligasjonar er eigardelen for utanlandske investorar 63 prosent og for livsforsikringselskap og private pensjonskassar 5 prosent.

Noregs Bank har kvartalsvise møte med Finansdepartementet for å orientere om statsgjeldsforvaltninga. I samband med møta blir det publisert ein kvartalsrapport. I desember blei det publisert ein strategi og eit låneprogram for 2016.

## KONTOHALD FOR STATEN

Noregs Bank har oppgåver med kontohald i samband med forvaltninga av dei likvide midlane til staten og gjelda til staten i norske kroner. Oppgåvene har heimel i sentralbanklova og er regulerte i avtalar mellom Noregs Bank og Finansdepartementet.

Likviditeten til staten blir samla på statens folio-konto i Noregs Bank kvar dag. Ved utgangen av 2015 hadde statlege verksemder til saman 949 kontoar i Noregs Bank. Summen av beløpa på desse kontoane utgjør det inneståande på folio-kontoen til staten. Staten får rente på desse midlane. I tillegg fastset Finansdepartementet særskilde interne rentesatsar for visse statlege fond og innskot. Staten ved Finansdepartementet betaler ei årleg godtgjering som dekkjer kostnadene for dei tenestene Noregs Bank utfører for staten.

Noregs Bank har avtale med EVRY Norge AS om å levere system- og driftsløysing for kontosystemet. Etter offentleg tilbod i 2014 har Noregs Bank i 2015 inngått ny avtale med EVRY Norge AS om å levere tenester for kontosystemet frå 2016.

Tenestene med kontohaldet for staten i Noregs Bank har vore stabile i 2015 òg.

Sjølve betalingsformidlinga for staten blir utført av bankar etter avtale med Direktoratet for økonomistyring (DFØ) om betalings- og kontohaldstenester for staten. DNB Bank ASA, Nordea Bank Norge ASA og SpareBank 1 Alliansen har slik avtale. Noregs Bank har eigne avtalar med desse bankane om korleis midlane til staten kvar dag skal overførast mellom bankane og Noregs Bank.

## OVERFØRINGAR TIL SPU

Noregs Bank gjennomfører eventuelle avsetningar til Statens pensjonsfond utland (SPU) på vegner av staten. Overføringar skjer månadleg i utanlandsk valuta. Avsetningar til SPU blir i hovudsak dekte av valutainntekter frå Statens direkte økonomiske engasjement (SDØE). Dersom valutainntekta frå SDØE ikkje er nok til å dekkje avsetningane til SPU, vil Noregs Bank kjøpe det resterande beløpet i marknaden. Det blei ikkje kjøpt valuta i marknaden i 2015. Dersom valuta frå SDØE overstig behovet for avsetningar til SPU, vil Noregs Bank selje det overskytande beløpet i marknaden. Noregs Bank begynte å selje valuta i marknaden i oktober 2014. Dei daglege valutasala (kjøpa) blir fastsette for ein månad om gongen og blir kunn-gjorde siste arbeidsdagen i den føregåande månaden. Valutasala (kjøpa) til Noregs Bank kan variere ein del frå månad til månad.

Frå januar til desember 2015 selde Noregs Bank valuta for 162,2 milliardar kroner i marknaden. Overføringane frå SDØE svarte til 157,0 milliardar kroner.

## KAPITTEL 4

# BETALINGSSYSTEM, SETLAR OG MYNTAR

Noregs Bank gjer opp betalingar mellom bankane på kontoane deira i Noregs Bank og forsyner samfunnet med setlar og myntar på ein måte som fremjar eit effektivt betalingssystem. I tillegg overvaker Noregs Bank betalings-systema og systema for verdipapiroppgjjer, som til saman utgjer den finansielle infrastrukturen. Formålet er å fremje robuste og effektive betalings- og oppgjerssystem og slik bidra til å styrkje stabiliteten i det finansielle systemet.

Dei norske betalingssystema og annan finansiell infrastruktur har fungert godt i 2015. Med unntak for eit kortvarig avbrot mot slutten av året var drifta av oppgjerssystemet til Noregs Bank stabil i 2015. I oppgjerssystemet blei det i gjennomsnitt gjort opp betalingar for 219 milliardar kroner dagleg. Frå november 2015 har Noregs Bank hatt tilgang til ei forsterka beredskapsløysing for oppgjerssystemet i tillegg til dei drifts- og reserveløysingane som alt er i bruk. Arbeidet med å utvikle ein ny setleserie held fram i samsvar med tidsplanen. I 2015 var arbeidet med å ferdigstille motiva og transformere dei til setelspråk ein hovudaktivitet.

### OVERVAKING AV FINANSIELL INFRASTRUKTUR

To interbanksystem har konsesjon frå Noregs Bank etter betalingssystemlova: avreknings-systemet NICS (Norwegian Interbank Clearing System) og interbanksystemet til den private oppgjersbanken DNB Bank ASA. Systemet til den private oppgjersbanken SpareBank 1 SMN er friteken for konsesjon.

Avrekningane frå NICS blir gjorde opp i Noregs Bank for dei bankane som har oppgjjer i sentralbanken. Etter at oppgjeret er utført i Noregs Bank, gjennomfører DNB Bank ASA og Spare-

Bank 1 SMN oppgjjer med deltakarbankane sine. Tilsynet Noregs Bank har med dei konsesjonspliktige interbanksystema, skjer mellom anna på basis av rapporteringskrav og tilsynsmøte.

Noregs Bank overvaker òg verdipapiroppgjret. Arbeidet skjer i samarbeid med Finanstilsynet, som fører tilsyn med Verdipapirsentralen ASA. Det finst ikkje lenger sentrale motpartar med hovudkontor i Noreg, og norske styresmakter har dermed ikkje hovudansvaret for tilsyn og overvaking av nokon sentrale motpartar. Norske aktørar kan framleis vere sårbare for sviikt hos utanlandske sentrale motpartar. Noregs Bank legg derfor vekt på å delta i «colleges» som

overvaker og fører tilsyn med dei sentrale motpartane som driv verksemd i fleire land.

Noregs Bank deltek i ei sentralbankgruppe som overvaker CLS Bank, ein internasjonal bank som er spesialisert på valutahandelsoppgjer. Den amerikanske sentralbanken leier denne gruppa.

Noregs Bank vurderer det slik at den finansielle infrastrukturen i Noreg i grove trekk er robust og effektiv. Det har vore få avvik i interbanksystema og verdipapirsystema i 2015. I rapporten Finansiell infrastruktur 2015 vurderte Noregs Bank alle norske system opp mot nye internasjonale prinsipp frå Committee on Payments and Market Infrastructures (CPMI) i BIS og International Organization of Securities Commissions (IOSCO). Vurderinga tok utgangspunkt i eigenevalueringane til eigarane. Vurderinga av systema for verdipapiroppgjer blei gjort i samarbeid med Finanstilsynet. Noregs Bank meiner at dei norske betalings- og oppgjerssystema oppfyller dei fleste av prinsippa frå CPMI/IOSCO. Det var enkelte manglar, mellom anna i tilknytning til prinsippa for styringsstruktur, operasjonell risiko og indirekte deltaking. Noregs Bank følgjer opp tiltak frå eigarane for å rette på manglar.

I rapporten Finansiell infrastruktur 2015 drøftar Noregs Bank òg utviklinga i den finansielle infrastrukturen og overvakinga si av dei enkelte systema. Noregs Bank peiker mellom anna på utfordringar knytte til beredskap, utkontraktering, handtering av risiko i sentrale motpartar, effektivitet i kunderetta betalingsformidling og nye betalingsmåtar. Noregs Bank-memoet «Utviklingstrekk i kunderetta betalingsformidling» viser statistiske utviklingstrekk.

## OPPGJERSSYSTEMET TIL NOREGS BANK

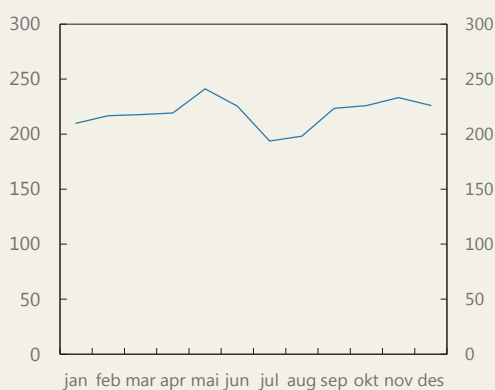
Noregs Bank er den øvste oppgjersbanken for betalingar mellom bankane i Noreg. Denne oppgåva er knytt til det ansvaret Noregs Bank har etter sentralbanklova for å fremje eit effektivt betalingssystem innanlands og overfor utlandet, og til bankane sitt høve til å halde konto og ta opp lån i Noregs Bank. Fordi sentralbanken utferdar pengar, er innskot i sentralbanken

utan kreditt- og likviditetsrisiko for bankane. Derfor er renta på sentralbankpengar ein basis for rentedanninga i heile økonomien.

Alle bankar i Noreg kan ha konto i Noregs Bank. Ved utgangen av 2015 hadde 129 bankar slik konto, mot 131 i 2014. Av desse deltok 23 bankar direkte i oppgjer av avrekningar i oppgjerssystemet til Noregs Bank (NBO). Dei andre bankane nytta kontoen til betalingar som i hovudsak er knytte til lån og innskot i Noregs Bank. CLS Bank (Continuous Linked Settlement) har ein konto som blir nytta til daglege oppgjer av kronedelen av handel med valuta innanfor det internasjonale systemet for oppgjer av slike handlar. Det sveitsiske selskapet SIX x-clear AG er sentral motpart i handel med finansielle instrument og har konto i NBO for daglege oppgjer av posisjonar i denne oppgjersverksemda. To sentralbankar og Den internasjonale oppgjersbanken (BIS) har òg konto i NBO. To bankar og Bankanes sikringsfond har avtale om beredskapskonto som kan aktiverast av Noregs Bank dersom eigaren av kontoen ber om det.

I oppgjerssystemet til Noregs Bank blei det i 2015 i gjennomsnitt gjort opp betalingar for 219 milliardar kroner dagleg. Figur 4.1 viser omsetninga i oppgjerssystemet til Noregs Bank gjennom 2015.

FIGUR 4.1 Omsetning i NBO 2015. Dagleg gjennomsnitt per månad. Milliardar kroner



Kjelde: Noregs Bank

Ved utgangen av 2015 hadde bankane folio- og reserveinnskott på i alt 35,2 milliardar kroner. Bankane hadde samtidig døgnlån i Noregs Bank (D-lån) på 0,7 milliardar kroner.

EVERY Norge AS leverer driftstenester for oppgjerssystemet, og det italienske selskapet SIA S.p.A. leverer programvaren for oppgjerssystemet. Bortsett frå eit kortvarig avbrot mot slutten av året var drifta av oppgjerssystemet stabil i 2015.

Bankane betaler for oppgjersstenestene i Noregs Bank. Prisane er sette slik at inntektene skal dekkje dei relevante kostnadene med å utføre tenestene for bankane. I 2015 var prisane uendra frå 2014 og gav ei inntekt på om lag 54 millionar kroner. Noregs Bank har fastsett nye prisar for 2016 der nokre tidlegare prisar for særskilde tenester er tekne bort og innarbeidde i dei faste prisane for kontohaldet.

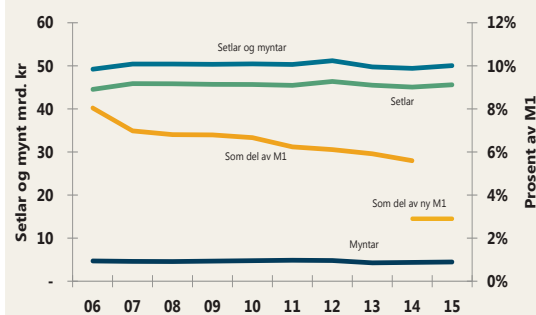
I 2015 har Noregs Bank inngått avtale med SWIFT SCRL om tilgang til ei forsterka beredskapsløysing for drifta av oppgjerssystemet. Denne løysinga kjem i tillegg til dei drifts- og reserveløysingane som alt er i bruk.

Saman med sentralbankane i Danmark og Sverige og på Island deltek Noregs Bank i eit nordisk forum for å utveksle erfaringar med oppgjerssystema og med løysingane for pantsetjing frå bankane for lån i sentralbankane. Frå 2015 deltek òg den engelske sentralbanken i dette samarbeidet. Noregs Bank deltek òg i eit internasjonalt samarbeid mellom fleire sentralbankar og andre sentrale aktørar for å fremje robuste beredskapsløysingar i systemviktige betalings- og oppgjerssystem.

## SETLAR OG MYNTAR

Verdien av setlar og myntar i omløp har lege på same nivå i ein lengre periode. Årsgjennomsnittet for 2015 utgjorde om lag 50,1 milliardar kroner, sjå figur 4.2, ein auke på 0,7 milliardar kroner frå 2014. Verdien av setlar og myntar i omløp sett i forhold til den samla verdien av

FIGUR 4.2 Kontantar i omløp 2006–2015



Kjelde: Noregs Bank / SSB

betalingsmidlar som publikum disponerer (M1), heldt fram med å falle svakt.

Verdien av setlar i omløp var i gjennomsnitt 45,6 milliardar kroner i 2015, altså ein auke på 0,6 milliardar kroner frå året før. Verdien av myntar i omløp var i gjennomsnitt 4,5 milliardar kroner i 2015, ein svak auke frå 2014.

I 2015 la SSB om pengemengdstatistikken, og behaldningar frå periodane før april 2015 kan ikkje samanliknast med nyare periodar. Pengemengdstatistikken følgjer no ECB-definisjonen av pengemengda.

## FALSKE NORSKE SETLAR

Det blir beslaglagt få falske setlar i Noreg, sjå figur 4.3. I 2015 blei det beslaglagt 551 setlar, noko som svarer til om lag fire falske setlar per éin million setlar i omløp. Det er svært lågt samanlikna med andre land. Det tilsvarande talet for eurolanda er om lag femti<sup>1</sup>. Kvaliteten på dei fleste forfalskingane er dårleg, og dei er dermed enkle å avdekkje ved å bruke tryggjelekelementa som er berekna for publikum.

1 Kjelde: pressemelding ECB publisert 22.1.16

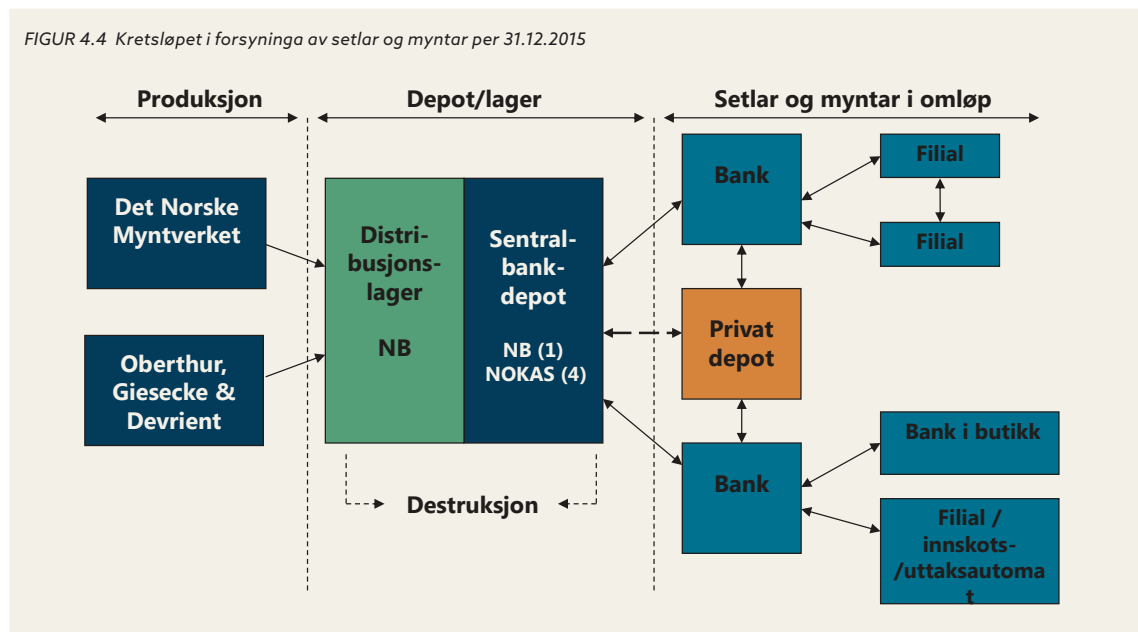
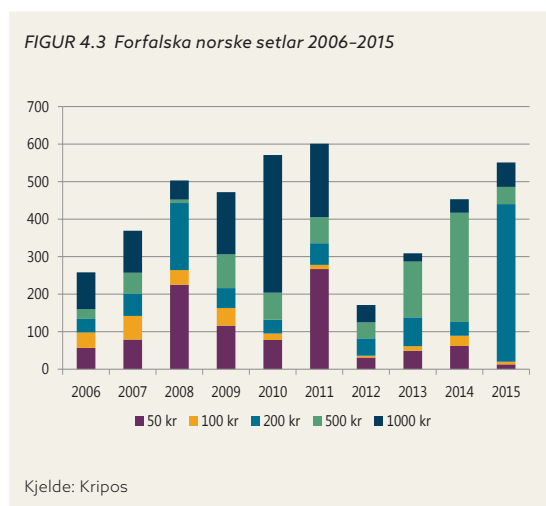
## ORGANISERING AV KONTANTFORSYNINGA

Sentralbanklova gir Noregs Bank ansvaret for å utferde pengesetlar og myntar. Det inneber mellom anna å sørge for at det blir produsert nok setlar og myntar til å dekkje samfunnet sine behov, og at desse betalingsmidlane blir gjorde tilgjengelege. Noregs Bank forsyner bankane med kontantar frå fem sentralbankdepot, og

bankane står for den vidare distribusjonen til publikum. Sentralbanken har òg eit ansvar for å halde oppe ein tilfredsstillande kvalitet på setlar og myntar i omløp. Det blir mellom anna gjort ved å leggje til rette for at slitne og skadde setlar og myntar blir tekne ut av omløp og destruerte.

Målet for verksemda til Noregs Bank på kontantområdet er å fremje effektiviteten i kontantforsyninga og i det samla betalingssystemet. Ulike tiltak er over tid sette i verk for å skape ei mest mogleg effektiv ansvars- og arbeidsdeling mellom aktørane og eit klarare skilje mellom ulike typar tenester.

Etter sentralbanklova er det berre Noregs Bank sjølv som kan utferde setlar og myntar. Noregs Bank må stå som skyldnar for desse betalingsmidlane. Produksjon, destruksjon og distribusjon kan utførast av andre, men Noregs Bank må sjå til at oppgåvene blir utførte, og at utføringa er i samsvar med krava sentralbanken stiller. For å lette omfordelinga og distribusjonen av setlar og myntar for bankane er det etablert ei ordning der bankane, på bestemte vilkår, får utbetalt rentekompensasjon for beholdningar dei oppbevarer i private kontantdepot. Ved utgangen av 2015 er det totalt 13 slike depot rundt om i



landet.  
NOKAS Kon-  
tanthåndtering AS  
og Loomis Norge AS  
driftar depota. På  
denne måten har Noregs  
Bank no ei grossistrolle, og  
bankane står for omforde-  
linga av kontantar seg imellom.

Noregs Bank har sett bort fleire oppgåver på kontantområdet, jf. figur 4.4. Setlar og myntar blir produ-  
serte av eksterne leverandørar. Forval-  
tinga av Noregs Bank sine sentralbankdepot i  
Stavanger, Bergen, Trondheim og Tromsø er  
utkontraktert til NOKAS, som òg tek seg av  
destruksjon på vegner av Noregs Bank. Mange  
bankar har òg sett bort nokre av oppgåvene sine  
på kontantområdet og oppfyller pliktene overfor  
kundane gjennom tenester som «bank i butikk»  
i staden for gjennom tradisjonelle filialar.

Noregs Bank står sjølv for drifta av sentralbank-  
depotet i Oslo og utfører òg destruksjon og  
andre kontrolloppgåver knytte til mottak og  
utsending av setlar og myntar.

#### UTGIVING AV MINNEMYNTAR

Noregs Bank gir ut jubileums- og minnemyntar i  
gull og sølv med spesiell heimel i sentral-  
banklova paragraf 16 og sirkulasjonsmynt med  
spesialpreg etter sentralbanklova paragraf 13,  
som er den generelle heimelen for utferding av  
mynt. Ifølgje sentralbanklova paragraf 16 er det  
Kongen som avgjer at myntar skal bli gitt ut.  
Finansdepartementet har delegert myndigheita  
si til å gjere vedtak til Noregs Bank.

I 2015 har Noregs Bank gitt ut ein 20-krone  
sirkulasjonsmynt med spesialpreg for å markere  
at det er 200 år sidan Noregs Høgsterett starta  
verksemda si.

*Jubileumsmotivet er utforma av målaren og  
grafikaren Christopher Rådlund. Det viser ein  
av dei to løveskulpturane som flankerer hovud-  
trappa i inngangshallen til Høgsterett.  
Skulpturane er modellerte av Lars Utne (1862-*

*1922)  
og  
utførte i  
messing.  
Løvemotivet  
er eit gjennom-  
gangstema i høg-  
sterettsbygningen  
og.*

*Framsidemotivet på  
mynten er kongeportrettet av  
Harald V, slik det har vore brukt  
på sirkulasjonsmyntar med spesi-  
alpreg dei seinare åra. Motivet er  
utforma av formgivaren Ingrid Austlid  
Rise ved Det Norske Myntverket.*





I 2017 er det 100 år sidan det første samiske riksmøtet blei halde i Trondheim. Noregs Bank har vedteke å gi ut ein 20-krone sirkulasjonsmynt med spesialpreg for å markere denne hendinga.

### ARBEIDET MED NY SETELSERIE

Arbeidet med å utvikle ein ny setelserie blei sett i gang tidleg i 2013. Bakgrunnen er at det er behov for å auke tryggleiken, slik at norske setlar også i framtida vil vere vanskelege å forfalske. Det vil bli gjort ved å leggje inn nye tryggleikselement, både for visuell kontroll av publikum og for maskinell kontroll i automatar o.l.

Noregs Bank har bestemt at den nye setelserien skal setjast i sirkulasjon i tre omgangar. Først skal 100- og 200-kronesetelen lanserast. Desse to valørane vil tidlegast bli sette i sirkulasjon i andre kvartal 2017. Deretter vil det ta minst eitt år før 50- og 500-kronesetelen blir gitt ut. 1000-kronesetelen vil bli sett i sirkulasjon til slutt. Det skal etter planen skje innan utgangen av 2019. Det er knytt stor usikkerheit til framdrifta i prosjektet, så tidspunkta for lansering kan bli endra.

Når dei nye setelvalørane blir sette i sirkulasjon, vil dei gamle setlane framleis kunne brukast i ein avgrensa periode – den nye og den gamle utgåva vil derfor sirkulere parallelt i denne perioden.

I oktober 2014 blei det etter ein kunstnarkonkurranse avgjort kva motivforslag som skal danne utgangspunktet for designet på den nye setelserien. I 2015 har arbeidet med å ferdigstille motiva og transformere dei til setelspråk, det vil seie teikne ut i strek/linjer, vore ein hovudaktivi-

tet. Integrering og utforming av tryggleikselement har òg inngått i arbeidet. Det er denne prosessen som gjer ein setel til eit avansert og unikt produkt.

Hausten 2015 har det blitt gjennomført prøve-trykk av ny 100-kronesetel med godt resultat, og planen er at denne valøren skal produserast før sommaren 2016. Arbeidet med å ferdigstille designet på 200-kronesetelen er òg i full gang, og produksjonen av denne valøren er planlagd å skulle skje hausten 2016. For å vere sikker på at setlane fungerer på automatar og i minibankar, må dei vere tilgjengelege for testing i god tid før lanseringa.



## KAPITTEL 5

# INTERNASJONALT SAMARBEID

Noregs Bank deltek i internasjonalt samarbeid gjennom fleire kanalar. Mellom anna er banken aktiv gjennom finansieringsordningar og avtalar med Det internasjonale valutafondet (IMF), som gjennom overvaking og rådgiving om økonomisk politikk og finansiering i krisesituasjonar bidreg til å sikre global økonomisk og finansiell stabilitet. Noregs Bank er òg medeigar i Den internasjonale oppgjersbanken (BIS). Banken har omfattande kontakt med sentralbankar i andre land og med internasjonale organisasjonar.

### AUKA KVOTAR OG KREDITTAVTALAR MED DET INTERNASJONALE VALUTAFONDET (IMF)

Den viktigaste finansieringskjelda for IMF-utlåna er innskota frå medlemslanda (kvotane). I tillegg kan fondet ved behov låne direkte frå medlemslanda. IMF har ei ståande innlånsordning som blir kalla «New Arrangements to Borrow» (NAB-ordninga). 38 land, mellom anna Noreg, deltek. Ved ytterlegare finansieringsbehov kan fondet òg mellombels låne direkte frå dei enkelte medlemslanda.

IMF har etter finanskrisa styrkt utlånskapasiteten sin monaleg. Medlemslanda blei i 2010 einige om å doble kvotane i IMF. Dei enkelte medlemslanda måtte vedta kvoteauken, som ikkje ville ha stort nok fleirtal til å bli sett i verk utan at USA vedtok han. USA gav IMF melding om at landet hadde vedteke kvoteauken i januar i år. Noregs kvote auka frå 1 884 til 3 755 millionar SDR<sup>1</sup>.

Den ståande innlånsordninga (NAB) blei tidobla etter finanskrisa. Omfanget av ordninga blei redusert om lag tilsvarande auken i kvotane då kvoteauken tok til å gjelde. For Noregs del blei

deltakinga i NAB då redusert frå 3 871 til 1 967 millionar SDR. IMF hadde per 31.12.2015 trekt 377 millionar SDR<sup>1</sup>. Det er Finansdepartementet som er Noregs avtalepart med IMF for NAB-ordninga, men Noregs Bank administrerer den norske deltakinga og stiller valutareservar til disposisjon etter paragraf 25 i sentralbanklova.

IMF har i tillegg mellombelse trekkrettar med fleire medlemsland, mellom anna Noreg. Noregs Bank gav i oktober 2012 IMF ein trekkrett på 6 milliardar SDR, som svarer til i overkant av 73 milliardar kroner (valutakurs per 31.12.2015). Lånet hadde først ein trekkperiode på to år, men perioden er to gonger forlengd med eitt år og vil vare til november 2016. IMF hadde per 31.12.2015 ikkje trekt på denne avtalen. Lånet skal berre trekkjast på dersom ressursane frå kvotane og NAB-ordninga kjem under ein gitt terskelverdi.

Finansdepartementet inngjekk i juni 2010 ein avtale med IMF om å stille lånemidlar til disposisjon for IMF-låneordningane for låginntektsland innanfor ei ramme på 300 millionar SDR. Med heimel i sentralbanklova paragraf 25 bad Finansdepartementet Noregs Bank om å ta seg av pliktene Noreg har etter avtalen, ved å stille midlane til disposisjon gjennom å omplassere valutareservane. IMF hadde per 31.12.2015 trekt 298 millionar SDR under avtalen. IMF oppmoda i

<sup>1</sup> 1 SDR svarte til 12,21 kroner 31. desember 2015.

november 2015 Noreg om å auke låna til desse ordningane med 300–500 millionar SDR. Saka er til vurdering i Finansdepartementet.

Dei samla norske pliktene overfor IMF var 31.12.2015 på 12 milliardar SDR (om lag 147 milliardar kroner). Rekna i SDR var pliktene om lag uendra frå året før, men lågare kurs på norske kroner førte med seg ein monaleg auke rekna i norske kroner.

Sikkerheita for lån til IMF blir vurdert som svært god, mellom anna på grunn av vilkåra om økonomiske tilpassings- og stabiliseringsprogram for låntakarane. I tillegg er det presedens for at IMF får tilbakebetalt fordringane sine før andre kreditorar. Fondet har aldri realisert tap på lån under dei generelle utlånsordningane. Noreg har ikkje kredittrisiko overfor tredjeland i samband med lån sidan alle fordringar er på IMF.

## LØPANDE KONTAKT OG SAMARBEID MED ANDRE SENTRALBANKAR OG INTERNASJONALE ORGANISASJONAR

Noregs Bank er medeigar i Den internasjonale oppgjersbanken (BIS), som har til oppgåve å fremje samarbeidet mellom sentralbankane. I tillegg til å utføre forretningar for sentralbankar er BIS utgreiingsorgan og diskusjonsforum for medlemsbankane. Sentralbanksjefen deltek jamleg på møte i BIS.

Etter paragraf 25 i sentralbanklova skal Noregs Bank handheve dei finansielle rettane til landet og oppfylle dei tilsvarande pliktene som følgjer av deltakinga i Det internasjonale valutafondet (IMF). På oppdrag frå Finansdepartementet er det Noregs Bank som har ansvaret for å gjennomføre det daglege arbeidet med IMF i Noreg. Finansdepartementet fastset etter tilråding frå Noregs Bank norske politikksynspunkt i saker som skal opp i styret i IMF. Eit eige kapittel i finansmarknadsmeldinga omtaler viktige forhold og hendingar knytte til IMF-verksemda, med vekt på dei siste 12–18 månadene.

Det øvste organet i IMF er guvernørrådet. I 2015 var sentralbanksjef Øystein Olsen norsk representant (guvernør). I februar 2015 overtok finansråd Hans Henrik Scheel etter finansråd Svein Gjedrem som norsk vararepresentant. Rådet har til vanleg møte éin gong i året – årsmøtet i IMF. Utanom dette gjer guvernørrådet vedtak ved skriftleg avstemming. Eit styre på 24 medlemmer, såkalla eksekutivdirektørar, leier arbeidet i IMF til dagleg. Dei fem nordiske og dei tre baltiske landa utgjer ein valkrets med felles representant i styret. Stillinga som styremedlem går på rundgang mellom dei nordiske og dei baltiske landa. Noreg hadde stillinga i perioden 2013–2015. Frå januar i år har Sverige stillinga i fire år.

Landa i valkretsen samordnar felles standpunkt som representanten for gruppa presenterer i IMF-styret. Landet som har stillinga som eksekutivdirektør, er ansvarleg for den daglege



samordninga av nordisk-baltiske synspunkt på saker som skal opp i styret til IMF. Den nordisk-baltiske monetære og finansielle komiteen (Nordic-Baltic Monetary and Financial Committee – NBMFC) legg prinsipielle føringar for behandlinga. Dei norske medlemmene er finansråden og visesentralbanksjefen. Dei andre landa er representerte på eit tilsvarende nivå. NBMFC har til vanleg møte to gonger i året.

Den internasjonale monetære og finansielle komiteen (International Monetary and Financial Committee – IMFC) har ein viktig funksjon som rådgivande organ for styret i IMF. IMFC har møte to gonger i året. Komiteen legg dei politiske føringane for verksemda til IMF. IMFC har medlemmer på minister- eller sentralbanksjef-nivå som anten representerer eit land eller ein valkrets som er sett saman av fleire land. Latvia og Noreg representerte den nordisk-baltiske valkretsen på IMFC-møta i høvesvis april og oktober 2015.

Overvaking av den økonomiske utviklinga i medlemslanda og globalt, med særleg vekt på makroøkonomiske forhold og finansiell stabilitet, er ein vesentleg del av verksemda til IMF. Den bilaterale overvakinga skjer i hovudsak gjennom dei såkalla artikkel IV-konsultasjonane, som for dei fleste land blir gjennomførte kvart år. Rapporten for artikkel IV-konsultasjon med Noreg for 2015 blei behandla i IMF-styret 5. september 2015. Rapporten og konklusjonane frå styrebehandlinga blei publiserte 9. september.

IMF har i fleire år gjennomført omfattande vurderingar av den finansielle sektoren i medlemslanda – såkalla Financial Sector Assessment Programs (FSAP). Ei slik vurdering blei gjort i Noreg i 2005. I desember 2013 bestemte IMF at slike vurderingar skulle gjennomførast kvart femte år også for mellom anna Noreg, som blei vurdert til å ha ein systemviktig finanssektor. Samtidig gjekk IMF i 2014 over til årlege artikkel IV-konsultasjonar med Noreg etter at Noreg lenge hadde hatt slike konsultasjonar annakvart år. IMF arbeidde frå sommaren 2014 med ei ny FSAP-vurdering av den finansielle sektoren i Noreg. Vurderinga blei publisert samtidig med rapporten for artikkel IV-konsultasjonen for 2015.

Noregs Bank har eit omfattande samarbeid med dei nordiske sentralbankane. Det årlege nordiske sentralbanksjefmøtet i 2015 blei arrangert av Noregs Bank. Tenestemenn frå ulike område i sentralbankane møtest med jamne mellomrom for å diskutere spørsmål knytte til økonomisk analyse, pengepolitikk, finansiell stabilitet, betalingssystem, juridiske forhold på sentralbankområdet, personalpolitikk og anna. Banken har òg jamleg kontakt med Den europeiske sentralbanken (ESB) og med andre sentralbankar i EU.

Etter den siste finanskrisa har EU styrkt overvakinga av truslar mot den finansielle stabiliteten. Det er oppretta eigne organ for mikrotilsyn av bankar, verdipapirmarknader og forsikring og tenestepensjon, og eit organ for makrotilsyn, European Systemic Risk Board (ESRB). Mikro-



tilsynsorgana har vedtakskompetanse som kan binde tilsynsmakter eller gjelde direkte overfor private aktørar. Både Noregs grunnlov og EØS-avtalen set grenser for å ta slike forordningar om mikrotilsynsorgana inn i EØS-avtalen. I 2014 blei EØS/EFTA-landa og EU-landa einige om eit avgrensa samarbeid som kan løyse desse utfordringane, sjå Noregs Bank si årsmelding for 2014. Noreg har vore observatør på uformelt grunnlag ved at Finanstilsynet er norsk observatør i mikrotilsynsorgana. Noregs Bank har òg delteke på møta i mikrotilsynsorganet for banksektoren, European Banking Authority (EBA). Banken har i tillegg delteke i ei arbeidsgruppe som jobbar med å utvikle nye kriseløysingsverktøy.

Noregs Bank og Finanstilsynet har sidan 2013 delteke som observatør på møta i Advisory Technical Committee (ATC), ei undergruppe i ESRB som gir råd om og assistanse i saker om makrotilsyn. Banken har delteke på møta til ATC i 2015, og i møta til fleire av undergruppene til ATC.

Leiinga i Noregs Bank deltek saman med leiinga i Finanstilsynet og Finansdepartementet i Financial Stability Board Regional Consultative Group for Europe. Det er ei gruppe som utvekslar informasjon og synspunkt mellom dei europeiske landa som deltek i Financial Stability Board, og dei som ikkje deltek. I 2015 blei visesentralbanksjef Jon Nicolaisen vald inn som éin av to likestilte leiingar av gruppa for ein periode på to år. Den andre leiaren er visesentralbanksjefen i den franske sentralbanken, Anne le Lorier.

Noregs Bank deltek i fleire møte der ein drøftar makrotilsyn og regulering og spørsmål knytte til finansiell infrastruktur med dei andre nordiske og baltiske landa. Sjølv om Noreg ikkje er med i Baselkomiteen, er Noregs Bank med i arbeidet i ei av undergruppene til komiteen, Research Task Force.

Noregs Bank har etablert ordningar med ESB, Bank of England, FED og enkelte andre sentralbankar som gir medarbeidarar sjansen til å arbeide i desse institusjonane i periodar på inntil tolv månader.

## FAGLEG BISTAND TIL SENTRALBANKANE I MALAWI OG ZAMBIA

Noregs Bank har i fleire år gitt fagleg bistand til sentralbankar i utviklingsland. I 2011 tok Noregs Bank ansvar for IMF's faglege bistand til sentralbanken i Zambia. Formelt blei bistanden frå Noregs Bank administrert av IMF, men finansiert av midlar frå Utanriksdepartementet.

Noregs Bank stiller 1,5 årsverk per år til disposisjon. Av dette går eitt årsverk til ein stadleg rådgivar og eit halvt årsverk til besøk av korttidseksperter. Sidan 10. august 2014 har seniorrådgivar Steinar Selnes vore tilsett i stillinga som stadleg rådgivar. Fase I i prosjektet blei avslutta i 2012 og fase II i august 2015. Etter ei evaluering blei det bestemt å vidareføre prosjektet. Det skal vere avslutta seinast innan 31. mars 2017, tidlegast i august 2016. Prosjektet vil då ha vart i om lag fem år.

Det er i 2015 gjennomført til saman ni korttidsbesøk à to veker. Besøka har dekt eit breitt felt av dei eksterne og interne arbeidsoppgåvene til Bank of Zambia, inkludert pengepolitikk, finansiell stabilitet, betalingsformidling, kontant-handtering og organisasjonsutvikling.

Noregs Bank hadde eit tilsvarande prosjekt i Malawi frå 2006 til 2012. Dette er dokumentert i Noregs Banks skriftserie nr. 40, Central Bank Modernization. Det blei i desember 2013 gjort avtale mellom IMF og den norske ambassaden i Malawi om eit avgrensa oppfølgingsprosjekt. Noregs Bank hadde teke på seg å stille med ekspertar. I dette oppfølgingsprosjektet er det i 2015 gjennomført eit korttidsbesøk. Prosjektet blei avslutta ved utgangen av 2015.

## KAPITTEL 6

# FORSKING

Forskinga i Noregs Bank dannar ein del av grunnlaget for dei avgjerdene banken tek. Forskingsaktiviteten er retta inn mot pengepolitikk og finansiell stabilitet og skal vere forankra i det internasjonale og norske forskingsmiljøet. Forskinga skal vere av ein kvalitet som gjer at ho kan publiserast i gode internasjonale eller nasjonale tidsskrift med fagfellelevurdering.

### FORSKINGSAKTIVITET

I 2015 fekk forskarar i Noregs Bank tolv artiklar godkjende for publisering i tidsskrift med fagfellelevurdering. Dette er færre enn dei to føregående åra, som må reknast som to svært gode år. Ein må sjå nedgangen i samanheng med at fleire seniorforskarar har gått over i akademiske institusjonar. Noregs forskingsråd deler journalar med fagfellelevurdering inn i nivå 1 og nivå 2, der 2 er best. Av dei godkjende forskingsartiklane til Noregs Bank i 2015 blei 67 prosent publiserte på nivå 2. Det er mykje høgare enn målet som blei sett i 2007 om ein prosentdel på 25. Trass i færre publiseringar har prosentdelen i nivå 2 auka frå 2014, frå 35 til 67. Temaa for publikasjonane strekkjer seg over mange område, til dømes pengepolitikk, arbeidsløyse, prognosar, bustadmarknaden, og bank- og finansmarknader. Ei oversikt over godkjende og publiserte artiklar finst på nettsidene til Noregs Bank.

Den pågåande forskingsaktiviteten blir dokumentert i serien Working Papers. I 2015 kom det ut 22 arbeid i denne serien, mens gjennomsnittet for dei tre siste åra er 23 arbeid. Talet på publikasjonar i serien Working Papers er ofte ein god indikator på framtidige publikasjonar i internasjonale tidsskrift, og såleis ser det ut til at Noregs Bank vil halde fram med ein høg publiseringssrate dei kommande åra. Working Papers er tilgjengeleg på nettsidene til banken og på Internett-portalane Research Papers in

Economics (RepEc) og Social Sciences Research Network (SSRN). I 2015 blei Noregs Banks Working Papers lasta ned 1852 gonger frå RepEc.

### KONFERANSAR, KURS OG SEMINAR

I 2015 arrangerte Noregs Bank fleire konferansar. I samarbeid med BI arrangerte forskningseininga den årlege internasjonale konferansen «23rd Annual Symposium of the Society for Nonlinear Dynamics and Econometrics». Det var om lag 120 deltakarar frå store delar av verda. I samarbeid med CEPR blei konferansen «The Third CEPR Economic History Symposium» arrangert som del av prosjektet rundt 200-årsjubileet til Noregs Bank. I tillegg arrangerte Noregs Bank konferansen «Banking and Financial Intermediation: Frictions, Regulation and Optimal Design», der verdsleiande forskarar innanfor bank- og finansøkonomi deltok. Det blei òg organisert ein konferanse i samarbeid med HEC Montreal og Bank of Canada, «New Developments in Business Cycle Analysis», og éin i samarbeid med Euro Area Business Cycle Network, «Econometric Methods for Business Cycle Analysis, Forecasting and Policy Simulations». Til sist blei det organisert to workshops med temaa «Household Debt, Credit and Demand Risk» og «Empirical Macroeconomics», den siste i samarbeid med BI.

I 2015 blei det halde eit kurs retta mot Noregs Banks eigne tilsette, der også personar frå akademiske institusjonar i Noreg og PhD-studentar i Norden deltok. Kurset tok for seg informasjonsfrikisjonar og koordinering mellom agentar i generelle likevektsmodellar. I tillegg blei det arrangert eit kurs om økonomiske metodar for å berekne framtidige valutakursar. Begge kursa blei haldne av forskarar som er verdsleiande på desse fagfelt, professor George-Marios Angeletos frå MIT i USA og professor Barbara Rossi frå University Pompeu Fabra i Spania.

Forskingsmiljøet i Noregs Bank har også i 2015 hatt omfattande kontakt med forskarar frå universitet og andre sentralbankar i det daglege arbeidet gjennom felles forskingsprosjekt, presentasjon av pågåande forskingsarbeid på norske og internasjonale konferansar og seminar, og arrangement av forskingsseminar i Noregs Bank

kvar veke. Slik kontakt bidreg til å spreie forskingskunnskap internt og styrkje det faglege omdømmet til banken i akademia og i forskings- og politikkinstitusjonar. I 2015 arrangerte Noregs Bank 42 seminar med eksterne foredragshaldarar, som presenterte forskinga si og tok del i møte og diskusjonar med dei tilsette i banken. Ei fullstendig liste over dei eksterne foredragshaldarane ligg på nettsidene til Noregs Bank. I tillegg til interne presentasjonar i Noregs Bank har forskarane til banken presentert på 70 internasjonale fagkonferansar og seminar i 2015. Til slutt må det nemnast at fleire av forskarane held kurs og gjesteforelesingar på norske universitet og høgskular, og at dei tek på seg oppdrag med å gjennomføre fagfellevurderingar av forskingsartiklar for internasjonale tidsskrift.

## STØTTE TIL ØKONOMISK FORSKING OG UTDANNING

Gjennom eit gåveprofessorat ved Universitetet i Oslo medverkar Noregs Bank til større merksemd rundt makroøkonomi og pengepolitiske problemstillingar.

I 2012 oppretta Noregs Bank ei ordning for å motivere dei beste unge norske økonomane til å ta doktorgrad ved dei beste universiteta i verda. Ordninga består av opptil tre stipend som blir delte ut til studentar ved godkjende universitet, og tilsetjing av forskarassistentar. Forskareininga støttar forskarassistentane i søkjarprosessen til godkjende doktorgradsprogram. I 2014/2015 hadde Noregs Bank to slike assistentar, og begge kom inn på leiande universitet (University of Wisconsin og Stanford University) og kvalifiserte seg for stipend.

Noregs Banks fond til økonomisk forskning gir støtte til mellom anna forskingsopphald i utlandet, deltaking på internasjonale konferansar for å presentere eigne





forskningsarbeid og arrangement av forskingskonferansar i Noreg.

### BOKPROSJEKT I SAMBAND MED 200-ÅRSJUBILEET I 2016

I desember 2007 vedtok hovudstyret at det skulle setjast i gang eit omfattande forskingsprosjekt med sikte på bokutgivingar i samband med 200-årsjubileet til Noregs Bank i 2016. Noregs Banks jubileumsprosjekt 1816–2016 blir gjennomført som eit samarbeidsprosjekt med bidrag frå både norske og internasjonale forskingsmiljø. Dei internasjonale ekspertane professor Michael D. Bordo frå Rutgers University, New Jersey, og professor Marc Flandreau frå The Graduate Institute of International and Development Studies, Genève, sit i styringskomiteen for prosjektet saman med direktør Jan F. Qvigstad og direktør Øyvind Eitrheim.

Følgjande fire bøker blir utgitte i 2016:

- *Norges Bank 1816–2016*
- *A Monetary History of Norway 1816–2016*
- *Central Banks at a Crossroads. What Can We Learn From History?*
- *Norges Bank 1816–2016. En historie i bilder*

Prosjektet skal bidra til å kaste lys over Noregs Bank si rolle som samfunnsinstitusjon i eit historisk perspektiv. Cambridge University Press gir ut dei to engelskspråklege bøkene, og Fagbokforlaget gir ut dei to andre. Biletboka skal nå

ein brei krets av lesarar og skal kunne nyttast som gåvebok.

Banken har tilsett professorane Einar Lie, Universitetet i Oslo, og Jan Tore Klovland, Noregs Handelshøgskole (saman med Øyvind Eitrheim), som prosjektleiarar for dei to første bøkene. Den tredje boka vil byggje på artiklane som blei skrivne til konferansen «Of the Uses of Central Banks: Lessons from History», som Noregs Bank arrangerte 5.–6. juni 2014. Den fjerde boka blir redigert av Harald Bøhn, Øyvind Eitrheim og Jan F. Qvigstad. Tone Svinningen og Aud Gloppen er engasjerte som redaktør for høvesvis bilete og design.

Det er i 2015 publisert eitt arbeid i Noregs Banks skriftserie om bankens rolle innanfor finanssektoren 1945–2013 med særleg vekt på finansiell stabilitet. Banken har i samarbeid med grunnlovsjubileumsprosjektet ved Universitetet i Oslo finansiert eit treårig doktorgradsprosjekt som har gitt ny kunnskap om dei første tiåra av historia. Avhandlinga blei godkjend i 2014. Universitetet i Oslo har òg godkjent ei doktoravhandling om penge- og finanspolitikk under og rett etter første verdskrigen. Begge avhandlingane vil bli publiserte i Noregs Banks skriftserie i 2016. I samband med jubileumsprosjektet til banken er det i 2015 publisert tre forskingsarbeid som Working Paper.

# KOMMUNIKASJON

Openheit og god kommunikasjon er avgjerande for at Noregs Bank skal kunne utføre kjerneoppgåvene sine på ein god måte. Det er mellom anna ein føresetnad for at pengepolitikken skal fungere effektivt, og for å sikre tillit til at Statens pensjonsfond utland blir forvalta på ein god måte.

Noregs Bank skal i formidlinga si vere korrekt, føreseieleg, open og ansvarleg. Banken varetek dette gjennom å kommunisere aktivt i form av pressekonferansar, foredrag, publikasjonar og møte med ulike grupper. All vesentleg informasjon blir gjort tilgjengeleg på nettsidene til banken.

### PRESSEKONFERANSAR

Mediedekninga har mykje å seie for at budskapet til banken når offentlegheita. Pressekonferansane er ein viktig kanal for å informere om arbeidet til banken og vurderingane til hovudstyret. Alle pressekonferansar blir sende direkte på nettsidene til banken. I 2015 hadde Noregs Bank i alt ti pressekonferansar.

Noregs Bank arrangerer òg fleire presseseminar kvart år for å gi journalistane kunnskap og meir utfyllande informasjon om verksemdsområda våre. I 2015 blei det arrangert tre presseseminar: eitt i samband med utgivinga av rapporten Ansvarlig forvaltning 2014, eitt i samband med rapporten Finansiell infrastruktur 2015 og eitt i samband med rapporten Finansiell stabilitet 2015.

### TALAR OG FOREDRAG


Talar og foredrag er ein annan viktig kanal for å orientere om verksemda til banken. Talane skal nå eit breitt publikum og dekkje kjerneområda til

banken. Det er eit mål å sikre god geografisk spreing.

I 2015 heldt sentralbanksjefen, visesentralbanksjefen og leiaren for Norges Bank Investment Management totalt 32 publiserte talar og foredrag. Av desse blei fire haldne i utlandet, 15 på norske stader utanfor Oslo og 13 i Oslo. Publikum var mellom anna økonomiske fagmiljø, politiske miljø, akademia, studentar, næringsliv, interesseorganisasjonar, partar i arbeidslivet, journalistar og diplomatar. Det var svært varierte tema for foredraga, mellom anna pengepolitikk, finansiell stabilitet, forvaltning av Statens pensjonsfond utland og generelle økonomiske problemstillingar.

Årstalen til sentralbanksjefen, Økonomiske perspektiv, samla gjester frå politikk, næringsliv, offentlege verksemder, presse og akademia. Andre viktige talar er foredraga til Noregs Bank sitt nettverk i regionane og presentasjonane under høyringane i Stortingets finanskomité. I tillegg heldt sentralbanksjefen mellom anna ei forelesing ved London School of Economics. Sentralbanksjefen, visesentralbanksjefen og leiaren for Norges Bank Investment Management





heldt dessutan talar under konferansar som Noregs Bank arrangerte.

Pengepolitisk rapport blir presentert for finansnæringa og marknadsaktørar i London. Tilsette i Noregs Bank held òg jamleg foredrag om ulike delar av verksemda til banken.

## NETTSIDENE OG SOSIALE MEDIUM

Nettsidene til Noregs Bank er primærkanalen for kommunikasjonen frå banken. Nettsidene er med på å gjere informasjon frå banken open og lett tilgjengeleg for alle. På sidene legg banken ut nyheiter og informasjon om verksemda til banken i tillegg til bakgrunnsstoffet for analysar og avgjerder.

Noregs Bank bruker sosiale medium som kommunikasjonskanal og er til stades på Twitter, YouTube, Flickr, LinkedIn og Instagram. Banken har òg tre Facebook-sider om høvesvis rekruttering, den nye setelserien og 200-årsjubileet. Deltakinga i sosiale medium bidreg til at banken kan nå fleire og andre målgrupper enn gjennom dei tradisjonelle kanalane.

## PUBLIKASJONAR

Banken gav i 2015 ut følgjande publikasjonar:

- Noregs Banks årsmelding og rekneskap
- Årsrapport Statens pensjonsfond utland
- Rapport om ansvarleg forvaltningsverksemd
- Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet (4 utgåver)
- Kvartalsrapportar Statens pensjonsfond utland
- Finansiell stabilitet (1 utgåve)
- Finansiell infrastruktur (1 utgåve)
- Årsrapport om oppgjerssystemet til Noregs Bank
- Årsrapport om setlar og myntar
- Noregs Banks utlånsundersøking (4 utgåver)
- Noregs Banks penge-marknadsundersøking (1 utgåve)
- Regionalt nettverk (4 utgåver)
- Månadsrapportar om Noregs Banks oppgjerssystem og tryggleik for lån
- Kvartalsrapportar valutaresservane
- Noregs Bank Memo (2 utgåver)
- Staff Memo (5 utgåver)
- Working Paper (22 utgåver)
- Aktuell kommentar (5 utgåver)
- Diskusjonsnotat (5 utgåver)
- Forvaltarperspektiv (3 utgåver)
- Posisjonsnotater (2 utgåver)
- Forventningsdokumenter (3 utgåver)



## ETABLERING AV NOREGS BANK KUNNSKAPSSENTER

I tilknytning til markeringa av 200-årsjubileet i 2016 vil Noregs Bank ta eit viktig skritt vidare i utviklinga av kommunikasjons- og kunnskapsdelinga vår gjennom etableringa av Noregs Bank Kunnskapssenter ved hovudkontoret på Bankplassen i Oslo.

Kunnskapssenteret vil vere ein permanent arena for læring gjennom oppleving, der kunnskap om heilskapen i oppgåvene og den 200-årige historia til Noregs Bank blir formidla gjennom interaktive installasjonar.

Hovudinstallasjonen i senteret vil vere eit rollespel i fire akter, der deltakarane skal løyse sentrale problemstillingar i tilknytning til verksemda til Noregs Bank. Her er nokre døme på aktuelle problemstillingar:

- Kva er pengar, og kva må til for at pengar skal fungere?
- Kva rolle har bankane i økonomien, kva er forholdet mellom bankane og sentralbanken, og korleis kan myndigheitene motverke finansiell ustabilitet?

- Korleis verkar styringsrenta, og kva faktorar tek sentralbanken omsyn til i rentesetjinga?
- Kva inneber det å investere ei stor formue globalt, og kva omsyn må ein avvege for å sikre verdiane for framtidige generasjonar?

Primærmålgruppa for Kunnskapssenteret er elevlar i vidaregåande skule. Ein kan òg få tilpassa opplegg til andre målgrupper, avhengig av kapasiteten til senteret.

# VEDLEGG

## STYRANDE ORGAN, LEIING OG ORGANISASJON 2016

### HOVUDSTYRET

**Øystein Olsen**, leiar

Tilsett som sentralbanksjef i Noregs Bank frå 01.01.2011 for eit tidsrom på inntil seks år.

**Jon Nicolaisen**, første nestleiar

Tilsett som visesentralbanksjef i Noregs Bank frå 01.04.2014 for eit tidsrom på inntil seks år.

**Egil Matsen**, andre nestleiar

Tilsett som visesentralbanksjef i Noregs Bank frå 18.01.2016 for eit tidsrom på inntil seks år.

**Hilde Myrberg**

Oppnemnd for tidsrommet 01.01.2014–31.12.2017.

**Kjetil Storesletten**

Oppnemnd for tidsrommet 01.01.2014–31.12.2017.

**Karen Helene Ulltveit-Moe**

Oppnemnd for tidsrommet 01.01.2014–31.12.2017.

**Kathryn Moore Baker**

Oppnemnd for tidsrommet 01.01.2016–31.12.2019.

**Steinar Juel**

Oppnemnd for tidsrommet 01.01.2016–31.12.2019.

**Varamedlemmer**

Vil bli oppnemnd

**Representantar for dei tilsette**

**Gøril Bjerkhol Havro**

Oppnemnd for tidsrommet 01.01.2011–31.12.2016.

**Henrik Borchgrevink** (varamedlem)

**Mona Helen Sørensen**

Oppnemnd for tidsrommet 01.01.2016–31.12.2016.

### REPRESENTANTSKAPET

**Reidar Sandal**, 2010–2013, 2014–2017

(leiar, 2010–)

**Tormod Andreassen**, 2012–2015, 2016–2019

(nestleiar, 2016–)

**Vidar Bjørnstad**, 2012–2015, 2016–2019

**Ingrid Fiskaa**, 2016–2019

**Helle Hammer**, 2016–2019

**Toril Hovdenak**, 2014–2017

**Kjetil Lund**, 2016–2019

**Morten Lund**, 2010–2011, 2012–2015, 2016–2019

**Peter Meidell**, 2014–2017

**Iver Nordseth**, 2014–2017

**Frank Sve**, 2006–2009, 2010–2013, 2014–2017

**Synnøve Søndergaard**, 2010–2013, 2014–2017

**Ingebrigt S. Sørfonn**, 2012–2015, 2016–2019

**Paul Birger Torgnes**, 2014–2017

**Randi Øverland**, 2012–2015, 2016–2019

**Varamedlemmer**

**Lars Tvete**, 2014–2015, 2016–2019

**Jonas Varhaug**, 2016–2019

### REPRESENTANTSKAPETS

#### TILSYNSSEKRETARIAT

Direktør Svenn Erik Forsstrøm

### INTERNREVISJONEN

Direktør Ingunn Valvatne

## **SENTRALBANKVERKSEMDA**

Sentralbanksjef Øystein Olsen

Visesentralbanksjef Jon Nicolaisen

Visesentralbanksjef Egil Matsen

### **Stabsfunksjonar**

Direktør Birger Vikøren

### **Kommunikasjonsdirektør**

Direktør Runar Malkenes

### **Juridisk direktør**

Direktør Marius Ryel

### **Finansiell stabilitet**

Fungerande direktør Sindre Weme

### **Pengepolitikk**

Direktør Ida Wolden Bache

### **Marknader og banktenester**

Direktør Kristin Gulbrandsen

### **Pengepolitikk**

Direktør Ida Wolden Bache

### **Konsern- og fellesfunksjonar**

Direktør Jannecke Ebbesen

### **Risiko og etterleving**

Direktør Kathrine Stang Ottesen

## **NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT**

Chief Executive Officer Yngve Slyngstad

Deputy Chief Executive Officer Trond Grande

## **NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT**

### **Allokering**

Chief Investment Officer Ole Christian Bech-Moen

### **Marknadseksponeering**

Chief Investment Officer Øyvind G. Schanke

### **Selskapsinvesteringar**

Chief Investment Officer Petter Johnsen

### **Risikostyring**

Chief Risk Officer Dag Huse

### **Drift**

Chief Operating Officer Age Bakker

### **Administrasjon**

Chief Administrative Officer Trond Grande

### **Kontroll og etterleving**

Chief Compliance and Control Officer Stephen A. Hirsch

## **NORGES BANK REAL ESTATE MANAGEMENT**

### **Eigedomsinvesteringar**

Chief Executive Officer Karsten Kallevig

### **Risikostyring**

Chief Risk Officer Lars Dahl

### **Drift**

Chief Operating Officer Nina Kathrine Hammerstad

### **Administrasjon**

Chief Administrative Officer Mie Holstad

### **Kontroll og etterleving**

Chief Compliance and Control Officer Jan Thomsen



