

VALUTARESERVENE

Forvaltningen av valutareservene

4 | 2023

FEBRUAR 2024

RAPPORT FOR
FJERDE KVARTAL 2023

1 FORVALTNINGEN AV VALUTARESERVENE

Valutareservene skal være tilstrekkelig likvide til å kunne benyttes til transaksjoner i valutamarkedet som ledd i gjennomføringen av pengepolitikken eller ut fra hensynet til finansiell stabilitet og for å møte Norges Banks internasjonale forpliktelser. Forvaltningen av valutareservene rettes inn mot å oppnå høyest mulig avkastning innenfor de rammer som gjelder for forvaltningen. Reservene deles inn i en aksjeportefølje, en renteportefølje og en petrobufferportefølje. Valutareservene kan plasseres i kontant-innskudd, statssertifikater, statsobligasjoner og aksjer notert på en regulert og anerkjent markedsplass.

Renteporteføljens referanseindeks er en markedsverdivektet indeks av alle nominelle statsobligasjoner med gjenværende løpetid fra 1 måned til 10 år utstedt i egen valuta av Frankrike, Japan, Kina, Storbritannia, Tyskland og USA. Aksjeporteføljens referanseindeks er en markedsverdivektet skattejustert, global aksjeindeks for mellomstore og store selskaper som er begrenset til ni valutaer. Den strategiske aksjeandelen av den samlede aksje- og renteporteføljen er 20 prosent.

Petrobufferporteføljen skal motta valuta fra SDØE og overføringer fra SPU, samt brukes til å jevne ut statens behov for vekslinger mellom utenlandsk valuta og norske kroner. Petrobufferporteføljen plasseres i kortsiktige renteinstrumenter. Det er ikke fastsatt noen referanseindeks for petrobufferporteføljen.

HOVEDPUNKTER FRA FJERDE KVARTAL 2023

- Valutareservenes markedsverdi var ved utgangen av fjerde kvartal 692,1 milliarder kroner, en reduksjon på 10,4 milliarder kroner siden forrige kvartal.
- Valutareservenes avkastning var 4,9 prosent målt i internasjonal valuta. Aksjeinvesteringene hadde en avkastning på 10,1 prosent, mens avkastningen til renteinvesteringene var 3,5 prosent. Målt i norske kroner var valutareservenes avkastning 2,2 prosent.
- Valutareservenes størrelse og likviditet anses som tilstrekkelig til å møte Norges Banks beredskapsbehov og internasjonale forpliktelser.
- Norges Banks egenkapital anses som tilstrekkelig for å oppfylle bankens formål.

INTERNASJONAL VALUTA

Valutareservene holdes for beredskapsformål. Kronekursbevegelser påvirker egenkapitalen til Norges Bank, men ikke bankens evne til å oppfylle forpliktelser i valuta. Petrobufferporteføljen, som ikke holdes for valuta-beredskap, holdes utenfor avkastningsmålingen.

Valutareservene

Valutareservenes markedsverdi var 692,1 milliarder kroner ved utgangen av kvartalet. Verdien ble redusert med 10,4 milliarder i kvartalet. Avkastning målt i internasjonal valuta økte verdien med 32,7 milliarder, mens sterkere kronkurs reduserte verdien med 19,5 milliarder kroner. Netto tilførsel var -23,5 milliarder kroner, i hovedsak fra petrobufferporteføljen. I 2023 økte valutareservene med 77,7 milliarder kroner.

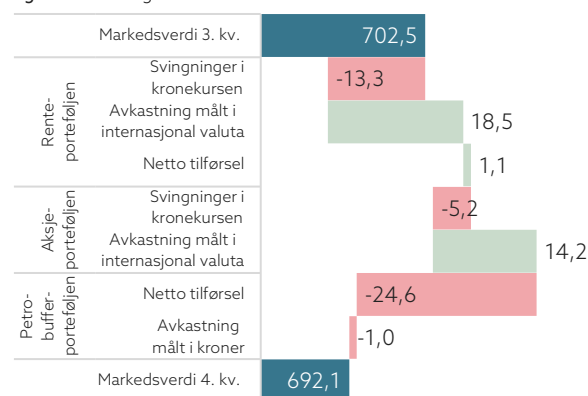
Tabell 1-1 Markedsverdier

	4. kvartal 2023			Valuta- reservene	2023			Valuta- reservene
	Rente- investeringer	Aksje- investeringer	Petrobuffer- porteføljen		Rente- investeringer	Aksje- investeringer	Petrobuffer- porteføljen	
<i>I milliarder kroner</i>								
Markedsverdi ved inngang	505,0	134,2	63,3	702,5	472,0	110,4	32,0	614,4
Markedsverdi ved utgang	511,3	143,1	37,7	692,1	511,3	143,1	37,7	692,1
Endring i markedsverdi	6,3	9,0	-25,6	-10,4	39,3	32,7	5,7	77,7
Netto tilførsel	1,1	0,0	-24,6	-23,5	-2,0	0,0	-3,1	-5,1
Avkastning målt i kroner	5,2	9,0	-1,0	13,2	41,3	32,7	8,8	82,9

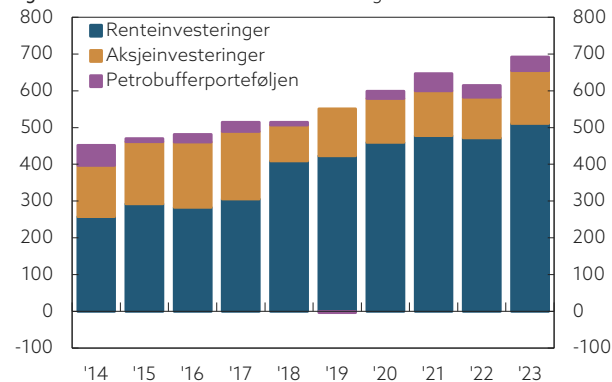
Tabell 1-2 Detaljer for rente- og aksjeinvesteringene

	4. kvartal 2023		Sum	2023		Sum
	Rente- investeringer	Aksje- investeringer		Rente- investeringer	Aksje- investeringer	
<i>I milliarder kroner</i>						
Avkastning målt i kroner		5,2	14,2	41,3	32,7	74,0
Avkastning målt i internasjonal valuta		18,5	32,7	21,6	30,2	51,8
Svingninger i kronkursen		-13,3	-18,5	19,8	2,5	22,2
<i>I prosent</i>						
Avkastning målt i internasjonal valuta		3,5	4,9	4,3	25,0	8,2
Avkastning målt i kroner		1,0	2,2	8,8	29,6	12,7
Relativ avkastning målt i kroner		0,00	-	0,03	0,01	-
Forventet relativ volatilitet målt i kroner (annualisert)		0,02				

Figur 1-1 Endring i markedsverdier. Milliarder kroner



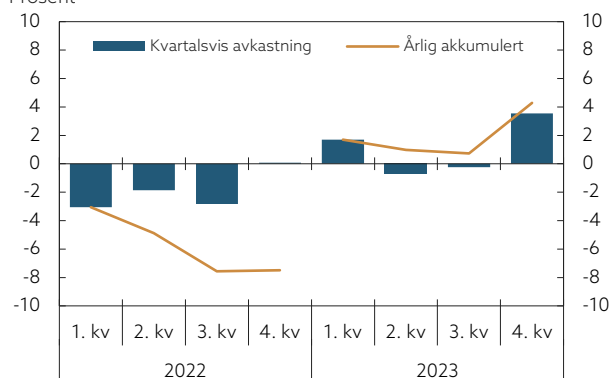
Figur 1-2 Valutareservenes sammensetning. Milliarder kroner



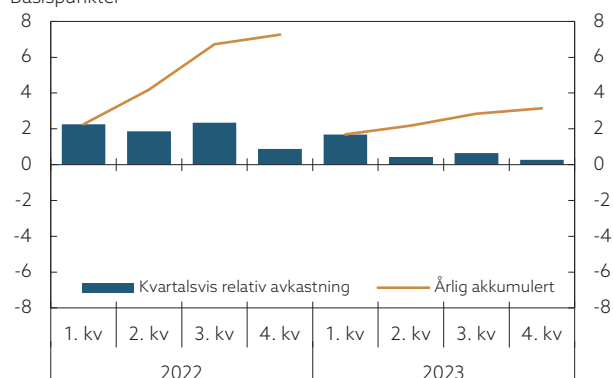
Renteinvesteringer

Markedsverdien av renteinvesteringene var 511,3 milliarder kroner ved utgangen av kvartalet, opp 6,3 milliarder kroner fra forrige kvartal. Avkastning målt i internasjonal valuta økte verdien med 18,5 milliarder kroner, tilsvarende 3,5 prosent. Sterkere kronekurs reduserte verdien med 13,3 milliarder kroner. Netto tilførsel til renteporteføljen var 1,1 milliarder kroner som følge av IMF-transaksjoner.

Figur 1-3 Avkastning målt i internasjonal valuta. Renteinvesteringer. Prosent



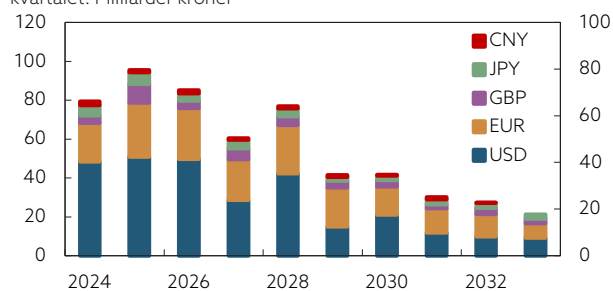
Figur 1-4 Relativ avkastning i kroner. Renteinvesteringer. Basispunkter



Tabell 1-3 Renteinvesteringene fordelt på valuta. Per utgangen av kvartalet. Markedsverdi i milliarder kroner

	Markedsverdi	Andel	Durasjon	Yield
Totalt	511,30	100,00 %	3,54	3,26
CNY	10,25	2,00 %	3,63	2,35
EUR	173,27	33,89 %	3,91	2,40
GBP	35,88	7,02 %	3,78	3,73
JPY	35,96	7,03 %	4,11	0,17
USD	255,94	50,06 %	3,17	4,25

Figur 1-5 Forfall av hovedstol og kupong per år. Per utgangen av kvartalet. Milliarder kroner



USA Amerikanske statsrenter falt gjennom fjerde kvartal. Korte og lange renter endte kvartalet mellom 70 og 90 basispunkter lavere. Den amerikanske sentralbanken holdt pengepolitikken uendret og signaliserte at rentetoppen kan være nådd. Investeringene i amerikanske dollar oppnådde en avkastning på 3,6 prosent i kvartalet.

EUROPA Europeiske statsrenter falt også gjennom fjerde kvartal. Både korte og lange renter endte kvartalet ned rundt 80 basispunkter. Den europeiske sentralbanken holdt styringsrentene uendret gjennom kvartalet, men annonserte i desember at reduksjonen av obligasjonsporteføljen knyttet til pandemien (PEPP) vil begynne i juli 2024, et halvt år tidligere enn signalisert til nå. Investeringene i euro oppnådde en avkastning på 4,1 prosent i fjerde kvartal.

STORBRITANNIA Britiske statsrenter falt i fjerde kvartal, hovedsakelig drevet av lavere styringsrenteforventninger etter at nøkkeltallene viste

lavere inflasjon og lønnsvekst. Bank of England holdt pengepolitikken uendret. Investeringene i britiske pund fikk en avkastning på 4,6 prosent i fjerde kvartal.

JAPAN Korte japanske renter endte kvartalet om lag uendret, mens de lange rentene falt i overkant av ti basispunkter. Rentefallet må ses i sammenheng med den internasjonale renteutviklingen. Den japanske sentralbanken justerte tidlig i kvartalet rentekurvekontrollen, slik at 10-årsrenten kan stige noe mer enn tidligere før sentralbanken intervensjoner. Investeringer i japanske yen oppnådde en avkastning på 0,6 prosent i løpet av kvartalet.

KINA Kinesiske statsrenter falt rundt 10 basispunkter i fjerde kvartal. Nedgangen må ses i sammenheng med fortsatt svak utvikling i kinesisk økonomi. Investeringer i kinesiske yuan oppnådde en avkastning på 1,1 prosent i kvartalet.

Aksjeinvesteringer

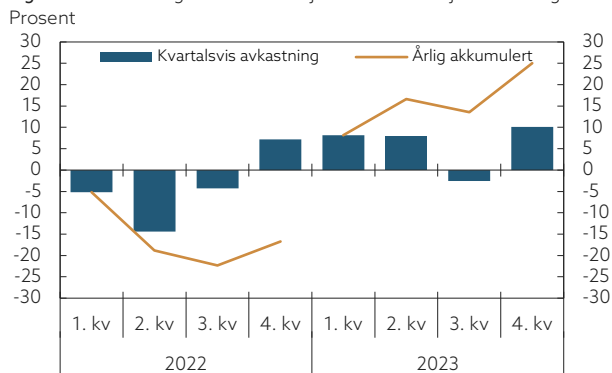
Aksjeporteføljens markedsverdi var 143,1 milliarder kroner ved utgangen av fjerde kvartal, en økning på 9,0 milliarder kroner fra utgangen av forrige kvartal. Avkastning i internasjonal valuta økte markedsverdien med 14,2 milliarder kroner, mens en sterkere krone, isolert sett, reduserte porteføljens verdi med 5,2 milliarder kroner.

Aksjeporteføljens avkastning var 10,1 prosent i fjerde kvartal, målt i internasjonal valuta. Nordamerikanske aksjer hadde en avkastning på

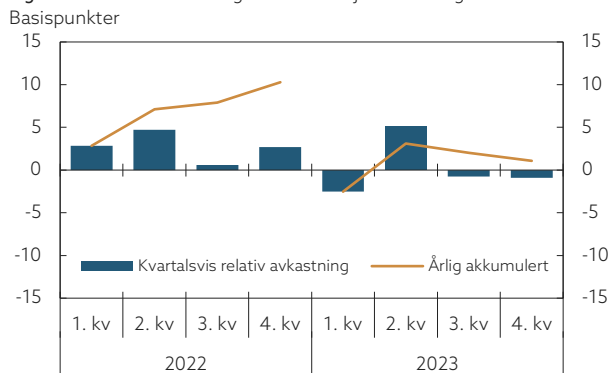
10,5 prosent, europeiske aksjer 9,7 prosent, og asiatiske aksjer hadde en avkastning på 6,3 prosent.

Aksjer innen eiendom hadde den sterkeste avkastningen i fjerde kvartal med 16,6 prosent. Aksjer innen teknologi ga det største bidraget til porteføljens avkastning med 4,1 prosentpoeng. Aksjer innen energisektoren hadde den svakeste avkastningen i kvartalet med -4,8 prosent.

Figur 1-6 Avkastning målt i internasjonal valuta. Aksjeinvesteringer.



Figur 1-7 Relativ avkastning i kroner. Aksjeinvesteringer.



Tabell 1-4 Aksjeinvesteringer fordelt på industri og avvik fra referanseindeksen. Per utgangen av kvartalet. Milliarder kroner

	Markedsverdi	Andel
Materialer	5	3 %
Varige konsumvarer	21	15 %
Konsumvarer	8	5 %
Energi	5	3 %
Finans	20	14 %
Helse	18	12 %
Industri	19	13 %
Eiendom	4	2 %
Teknologi	38	27 %
Telekommunikasjon	3	2 %
Kraft- og vannforsyning	3	2 %

Tabell 1-5 Aksjeinvesteringer fordelt på valuta og avvik fra referanseindeksen. Per utgangen av kvartalet. Milliarder kroner

	Markedsverdi	Andel
AUD	3	2 %
CAD	3	2 %
CHF	4	3 %
DKK	1	1 %
EUR	13	9 %
GBP	5	4 %
JPY	11	7 %
SEK	2	1 %
USD	101	70 %

Petrobufferporteføljen

Markedsverdien av petrobufferporteføljen var 37,7 milliarder kroner ved utgangen av fjerde kvartal, en reduksjon på 25,6 milliarder kroner i kvartalet, se tabell 1-7. I løpet av kvartalet ble det kjøpt valuta fra SDØE for 79,7 milliarder kroner og det ble overført valuta tilsvarende 176,9 milliarder kroner til SPU. Samtidig kjøpte Norges Bank valuta i markedet tilsvarende 72,6 milliarder kroner.¹ Avkastningen til porteføljen var -1,0 milliard, i hovedsak som følge av sterkere kronekurs.

¹ Disse kontantstrømmene er en del av petroleumsfondsmekanismen. Mer informasjon om petroleumsfondsmekanismen finnes på Norges Banks nettsider: <https://www.norges-bank.no/tema/markeder-likviditet/Valutakjop-til-SPU/>

Finansiell risiko

Valutareservene er plassert i utenlandsk valuta, mens Norges Banks gjeldsposter hovedsakelig er i norske kroner. Utviklingen i kronkursen har derfor stor betydning for Norges Banks resultat målt i kroner. En styrking av kronen reduserer kroneverdien av valutareservene, mens en svekkelse av kronen øker kroneverdien. For beredskapsformål vil valutareservenes kroneverdi derimot være av underordnet betydning. Finansiell risiko knyttet til valutareservene, sett bort i fra endringer i kroneverdien, består av markeds-, kreditt- og motpartsrisiko.

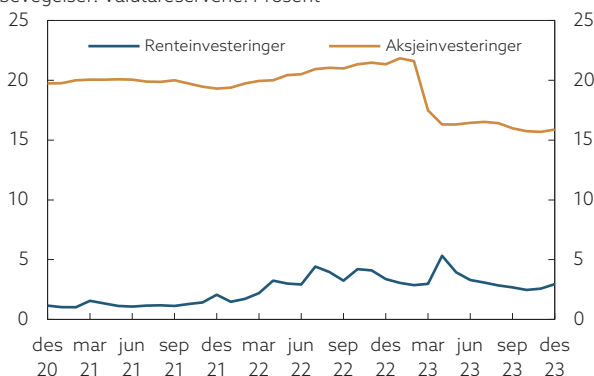
FORVENTET RELATIV VOLATILITET

I hovedstyrets prinsipper for valutareservene er maksimal forventet relativ volatilitet satt til 50 basispunkter for henholdsvis rente- og aksjeporteføljen. Det innebærer at avkastningen til porteføljen relativt til referanseindeksen forventes å ligge innenfor ± 50 basispunkter i to av tre år.

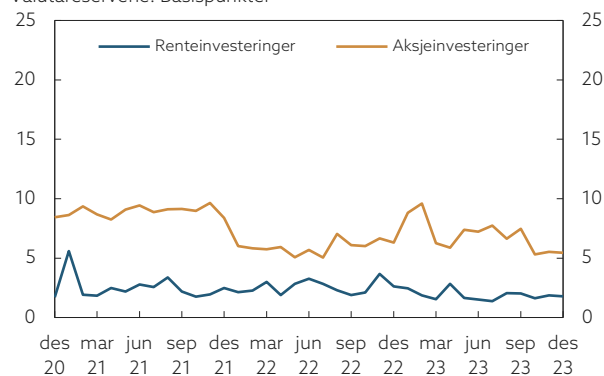
Reservenes markedsrisiko bestemmes av sammensetningen av investeringene og svingninger i aksjekurser, rentenivå og kredittrisikopåslag. For aksje- og renteinvesteringer var forventet absolutt volatilitet, ekskludert kronkursbevegelser, henholdsvis 15,9 og 3,0 prosent ved utgangen av kvartalet. Både aksje- og renteporteføljen forvaltes indekxnært. Forventet relativ volatilitet var ved utgangen av kvartalet 0,05 og 0,02 prosentpoeng for henholdsvis aksje- og renteinvesteringene.

Kreditt- og motpartsrisiko er definert som risiko for tap knyttet til at en utsteder eller motpart ikke oppfyller sine betalingsforpliktelser. Obligasjons- og sertifikatinvesteringene i valutareservene har lav kredittisiko. Den laveste kredittvurderingen fra de tre største kredittvurderingsbyråene Fitch, Moody's og Standard & Poor's tilsvarer for tysk stat AAA, amerikansk stat AA+, fransk stat AA-, britisk stat AA-, kinesisk stat A+ og japansk stat A.

Figur 1-8 Forventet absolutt volatilitet, ekskludert kronkursbevegelser. Valutareservene. Prosent



Figur 1-9 Forventet relativ volatilitet, inkludert kronkursbevegelser. Valutareservene. Basispunkter



2 FORPLIKTELSER TIL IMF

Etter sentralbankloven skal Norges Bank forvalte landets rettigheter og forpliktelser som følge av delttagelse i Det internasjonale valutafondet (IMF). Medlemskapet innebærer en stående forpliktelse til å stille valuta til disposisjon for fondets utlån til medlemsland.

Forpliktelsene gjennom kvoten, New Arrangements to Borrow (NAB), bilaterale avtaler og Poverty Reduction and Growth Trust (PRGT)² var på 10 823 millioner SDR³ per 31. desember 2023. Ved utgangen av kvartalet hadde IMF trukket 1 658 millioner SDR. Samlet gjenstående trekkadgang på ordningene er 9 465 millioner SDR. Forpliktelsen gjennom kvoten er en følge av medlemskapet i IMF og gjelder for alle medlemslandene, men det er frivillig å delta i finansieringen av IMF's ulike innlånsordninger. Valuta-reservenes størrelse og likviditet vurderes som tilstrekkelig til å møte Norges Banks internasjonale forpliktelser.

Tabell 2-1 Detaljer på låneordninger. Tall i tusen SDR

	Kapitalinnskudd / forpliktelse	Utestående trekk	Gjenstående trekkadgang	Endring i utestående trekk	
				4. kvartal 2023	2023
Sum	10 823 080	1 658 372	9 464 708	-23 872	215 629
Kvote	3 754 700	1 060 085	2 694 615	-9 134	-32 796
NAB	3 933 380	3 962	3 929 418	-7 400	-14 800
Bilaterale lån	2 585 000	0	2 585 000	0	0
PRGT ²	550 000	594 325	255 675	-7 338	263 224

Tabell 2-2 Detaljer på SDR-beholdning. Tall i tusen SDR

	Tildelte SDR	Beholdning SDR	Rest frivillig kjøp	Endring i beholdning SDR	
				4. kvartal 2023	2023
SDR-beholdning	5 161 781	5 469 661	2 273 010	-29 591	-4 136

RENTE PÅ ORDNINGENE

Norges Bank mottar SDR-renten på reserveposisjonen⁴, NAB, PRGT og beholdning av SDR og betaler SDR-renten på tildelt SDR. SDR-renten er et vektet gjennomsnitt av tremåneders statsrenter i de land/valutaområder som inngår i SDR-kurven. SDR-renten har et gulv på 0,05 prosent. For reserveposisjonen kommer det et fradrag i renten for eventuell byrdefordeling⁵. Under byrdefordelingsmekanismen deler debitor- og kreditor-medlemmer kostnaden for forfalte forpliktelser på utestående kreditt hos IMF gjennom en justering av renten.

² Forpliktelsene inkluderer 2020- og 2022-avtalen under PRGT, men ikke 2010- og 2016-avtalen da disse ikke lengre kan trekkes på. Det samme er tilfelle for samlet gjenstående trekkadgang. Trukket beløp inkluderer alle avtalene.

³ Special Drawing Rights — IMF's spesielle trekkrettigheter. SDR er et instrument IMF kan bruke for å tildele internasjonal likviditet. Verdien av SDR blir utregnet av en valutakurv av amerikanske dollar, euro, japanske yen, britiske pund og kinesiske Yuan. Per 31.12 var 1 SDR = 13,65 NOK.

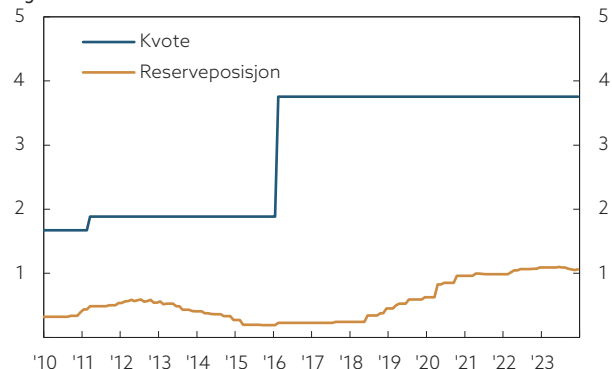
⁴ Reserveposisjonen er lik trukket beløp av vår kvote og tilsvarer differansen mellom kvoten og IMF's kroneinnskudd i Norges Bank.

⁵ Grunnlaget for beregningen er reserveposisjonen fratrukket 60 millioner SDR. Fradraget skyldes at før 1978 inngikk kun 75 prosent av kvoten i beregningen.

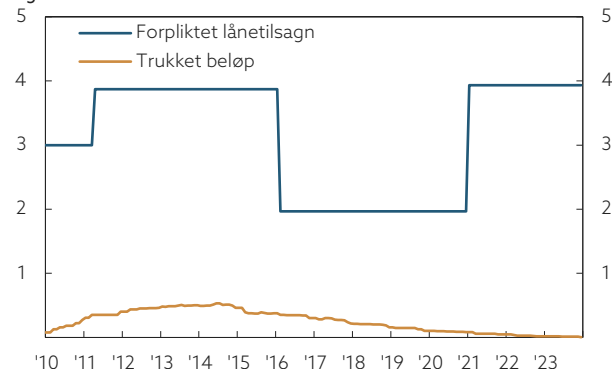
KVOTER er IMF's hovedkilde til finansiering. Hvert medlem av IMF er tildelt en kvote som i hovedsak er basert på medlemslandets relative posisjon i verdensøkonomien. Norges kvote er på 3 755 millioner SDR. Trukket beløp ble redusert med 9 millioner SDR i kvartalet, se tabell 2-1 og figur 2-1.

NAB utgjør IMF's andrelinjeforsvar. Gjennom NAB står en rekke medlemsland og institusjoner klare til å låne ytterligere midler til IMF. IMF's styre må særskilt beslutte aktivering av NAB før nye utlån kan finansieres ved trekk på denne ordningen. Det er staten, ved Finansdepartementet, som er avtalepart til IMF. Forpliktelser gjennom utlånsprogrammet utgjør 3 933 millioner SDR. Utestående trekk ble redusert med 7 millioner SDR i kvartalet, se tabell 2-1 og figur 2-2.

Figur 2-1 Kvote. Milliarder SDR



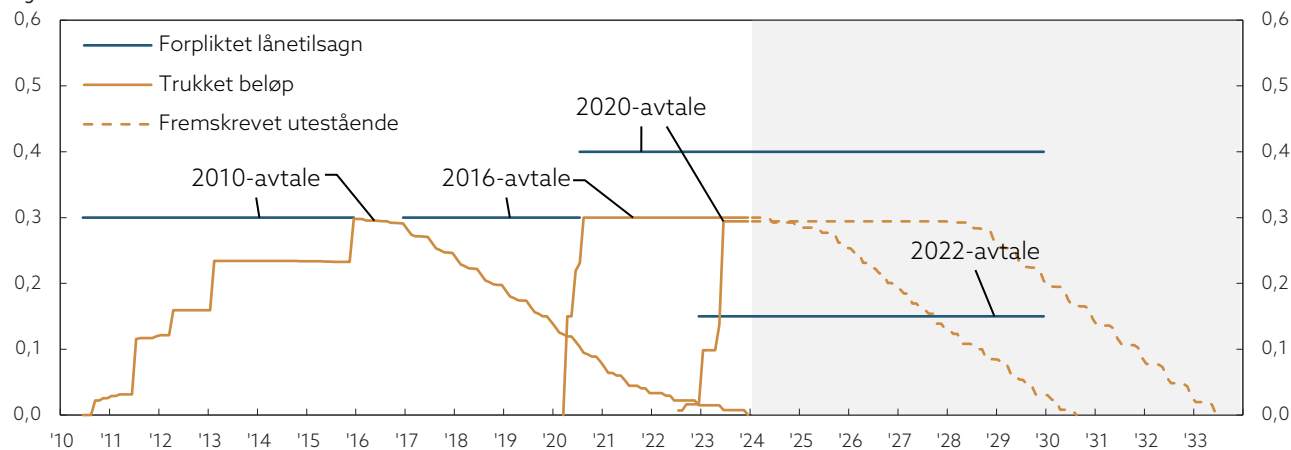
Figur 2-2 NAB. Milliarder SDR



BILATERALE LÅNEAVTALER fungerer som IMF's tredjelinjeforsvar etter kvoter og NAB. Gjeldende låneavtale trådte i kraft 1. januar 2021 med en trekkadgang på 2 585 millioner SDR. Avtalen ble i august forlenget med ett år til 31. desember 2024. Det var ved utgangen av kvartalet ikke trukket midler på denne ordningen. Det er Norges Bank som er IMF's avtalepart i den bilaterale låneavtalen. Norges Banks låneavtaler med IMF skal godkjennes av Finansdepartementet, jf. sentralbankloven § 3-10 (2).

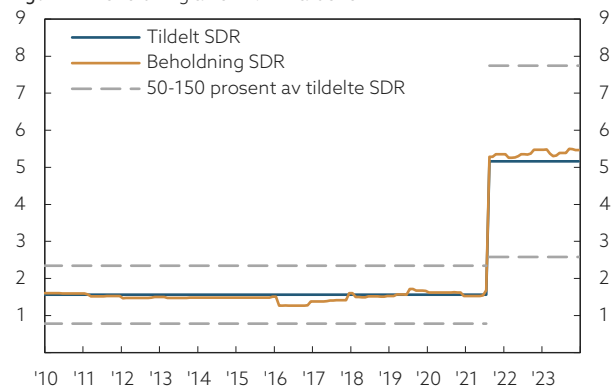
PRGT Finansdepartementet har låneavtaler med PRGT, som står for IMF's utlånsordninger for lavinntektsland. Norge inngikk i 2010 og 2016 låneavtaler på 300 millioner SDR hver. Disse lånene er trukket fullt ut og under avtalene vil det kun komme tilbakebetalinger, se tabell 2-1 og figur 2-3. Siste avdrag på 2010-avtalen ble betalt i desember 2023. I 2020 ble det inngått en låneavtale på 400 millioner SDR. Det ble ikke trukket på denne avtalen i løpet av kvartalet. I desember 2022 ble ytterligere en låneavtale på 150 millioner SDR inngått. Denne avtalen er ikke trukket på ved utgangen av kvartalet. Norges Bank er agent for lånene til PRGT og ivaretar forpliktelsene.

Figur 2-3 PRGT-avtaler. Milliarder SDR



BEHOLDNINGEN AV SDR er tildelt medlemslandene av IMF. Medlemsland, IMF og «prescribed holders»⁶ kan endre sin beholdning av SDR ved kjøp/salg av hverandre. Enkelte medlemsland og prescribed holders har avtaler med IMF om å delta i en vekslingsordning for SDR slik at det skal eksistere et likvid SDR-marked. Norges Bank inngikk i 2009 en slik avtale med IMF om frivillig kjøp og salg av SDR så lenge beholdningen er innenfor 50–150 prosent av tildelt SDR. Norges Banks beholdning skal dermed være mellom 2 581 og 7 743 millioner SDR. Kjøp av SDR belastes valutareservene. Avtalen innebærer også en rett for Norges Bank til å selge SDR. I kvartalet har beholdningen falt med 30 millioner SDR. Norges beholdning av SDR ved utgangen av kvartalet var 5 470 millioner SDR, se tabell 2-2 og figur 2-4.

Figur 2-4 Beholdning av SDR. Milliarder SDR



⁶ «Prescribed holders of SDR» er 20 institusjoner autorisert av IMF's styre til å eie SDR, men de tildeles ikke SDR. Blant prescribed holders er fire sentralbanker for valutaunioner (European Central Bank, Bank of Central African States, Central Bank of West African States, og Eastern Caribbean Central Bank), tolv utviklingsbanker (African Development Bank, African Development Fund, Asian Development Bank, Caribbean Development Bank, Development Bank of Latin America, European Bank for Reconstruction and Development, Inter-American Development Bank, International Bank for Reconstruction and Development, International Development Association, Islamic Development Bank, Nordic Investment Bank, and International Fund for Agricultural Development) og fire «intergovernmental monetary institutions» (Arab Monetary Fund, Bank of International Settlements, European Investment Bank og Latin American Reserve Fund).

VEDLEGG NØKKELTALL

Tabell 1 Nøkkeltall ved utgangen av kvartalet. Annualiserte tall målt i internasjonal valuta. Prosent

	Siste år	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år
Avkastning på valutareservene	8,21	0,59	3,04	3,50
<i>Renteinvesteringer</i>				
Avkastning på renteinvesteringer	4,28	-1,67	0,15	0,95
Avkastning på referanseindeksen	4,25	-1,71	0,14	0,96
Relativ avkastning	0,03	0,03	0,01	-0,01
<i>Aksjeinvesteringer</i>				
Avkastning på aksjeinvesteringer	25,03	9,19	13,93	10,43
Avkastning på referanseindeksen	25,02	9,07	13,86	10,32
Relativ avkastning	0,01	0,12	0,07	0,11

Tabell 2 Durasjon og yield på renteinvesteringene. Siste fem kvartal

	4. kv. 2023	3. kv. 2023	2. kv. 2023	1. kv. 2023	4. kv. 2022
Durasjon	3,54	3,54	3,58	3,61	3,59
CNY	3,63	3,59	3,55	3,43	3,47
EUR	3,91	3,96	4,00	4,02	3,96
GBP	3,78	3,85	3,90	3,97	3,94
JPY	4,11	4,08	4,05	3,99	4,19
USD	3,17	3,13	3,18	3,23	3,21
Yield	3,26	3,96	3,73	3,23	3,33
CNY	2,35	2,42	2,29	2,48	2,49
EUR	2,40	3,19	2,95	2,63	2,61
GBP	3,73	4,46	5,04	3,69	3,52
JPY	0,17	0,24	0,04	0,05	0,19
USD	4,25	5,00	4,64	4,05	4,27