

VALUTARESERVENE

Forvaltningen av valutareservene

1 | 2022

MAI 2022

RAPPORT FOR
FØRSTE KVARTAL 2022

1 FORVALTNINGEN AV VALUTARESERVENE

Valutareservene skal 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. Reservene deles inn i en aksjeportefølje, en renteportefølje og petrobufferporteføljen. Valutareservene kan plasseres i kontantinnskudd, 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 av Kina, Frankrike, Tyskland, Japan, Storbritannia og USA. Aksjeporteføljens referanseindeks er en 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.

Formålet med petrobufferporteføljen er å sørge for hensiktsmessig håndtering av statens behov for veksling mellom utenlandsk valuta og norske kroner, samt foreta overføringer til/fra SPU. Petrobufferporteføljen plasseres i kortsiktige renteinstrumenter. Det er ikke fastsatt noen referanseindeks for petrobufferporteføljen.

HOVEDPUNKTER FRA FØRSTE KVARTAL 2022

- Valutareservenes markedsverdi var 602,4 milliarder kroner, en reduksjon på 44,1 milliarder kroner siden forrige kvartal.
- Valutareservenes avkastning var -3,5 prosent målt i internasjonal valuta. Aksjeinvesteringene hadde en avkastning på -5,2 prosent, mens avkastningen til renteinvesteringene var -3,1 prosent. Målt i norske kroner var valutareservenes avkastning -5,4 prosent.
- Valutareservenes størrelse og likviditet anses som tilstrekkelig til å møte Norges Banks forpliktelser.

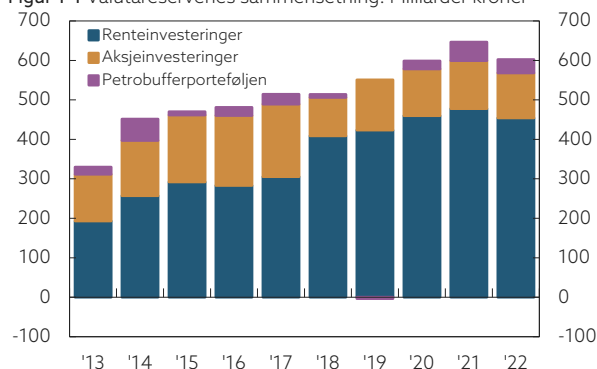
INTERNASJONAL VALUTA

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 602,4 milliarder kroner ved utgangen av kvartalet. Verdien falt med 44,1 milliarder i kvartalet. Avkastning målt i internasjonal valuta reduserte verdien med 21,0 milliarder, mens sterkere kronkurs reduserte verdien med ytterligere 14,3 milliarder. Netto utflyt var 8,8 milliarder kroner.

Figur 1-1 Valutareservenes sammensetning. Milliarder kroner



Tabell 1-1 Markedsverdier

	1. kvartal 2022			Valuta-reservene
	Rente-investeringer	Aksje-investeringer	Petrobuffer-porteføljen	
<i>I milliarder kroner</i>				
Markedsverdi ved inngang	477,7	122,0	46,8	646,5
Markedsverdi ved utgang	454,2	113,9	34,3	602,4
Endring i markedsverdi	-23,5	-8,1	-12,5	-44,1
Netto tilførsel	1,0	0	-9,8	-8,8
Avkastning målt i kroner	-24,5	-8,1	-2,8	-35,3

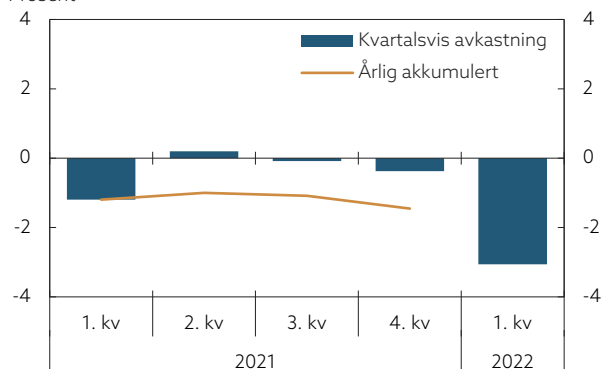
Tabell 1-2 Detaljer for rente- og aksjeinvesteringene

	1. kvartal 2022		Sum
	Rente-investeringer	Aksje-investeringer	
<i>I milliarder kroner</i>			
Avkastning målt i kroner			-32,5
Avkastning målt i internasjonal valuta			-21,0
Svingninger i kronkursen			-11,5
<i>I prosent</i>			
Avkastning målt i internasjonal valuta			-3,5
Avkastning målt i kroner			-5,4
Relativ avkastning målt i kroner			-
Forventet relativ volatilitet målt i kroner (annualisert)			-

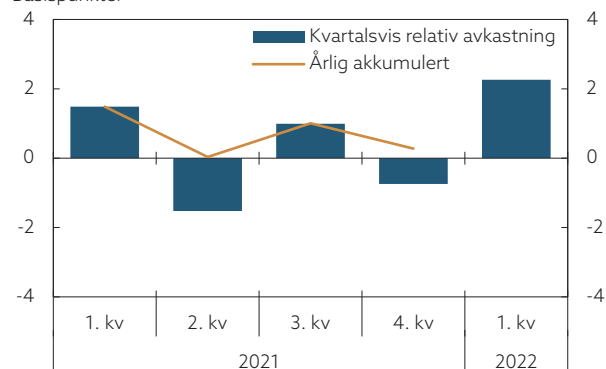
Renteinvesteringer

Markedsverdien av renteinvesteringene var 454,2 milliarder kroner, ned 23,5 milliarder kroner fra forrige kvartal. Avkastning målt i internasjonal valuta reduserte verdien med 14,6 milliarder kroner, tilsvarende - 3,1 prosent. En sterkere kronekurs bidro til å redusere verdien med 9,9 milliarder kroner. Netto innflyt til renteporteføljen var 1,0 milliarder kroner som følge av IMF-transaksjoner.

Figur 1-2 Avkastning målt i internasjonal valuta. Renteinvesteringer. Prosent



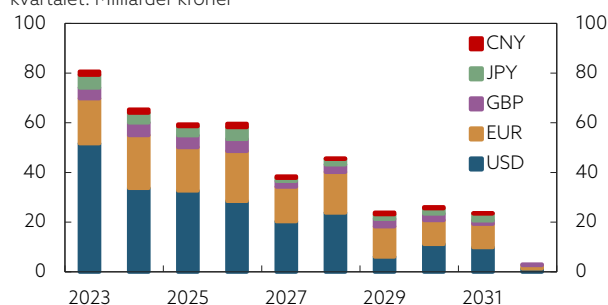
Figur 1-3 Relativ avkastning i kroner. Renteinvesteringer. Basispunkter



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

	Markedsverdi	Andel	Durasjon	Yield
Totalt	454,18	100,00	3,78	1,31
CNY	9,17	2,02	3,42	2,40
EUR	155,46	34,23	4,22	0,21
GBP	31,68	6,97	4,13	1,38
JPY	31,76	6,99	4,10	0,02
USD	226,11	49,78	3,40	2,20

Figur 1-4 Forfall av hovedstol og kupong per år. Per utgangen av kvartalet. Milliarder kroner



USA Amerikanske statsrenter steg kraftig i første kvartal. Toårsrentene steg i overkant av 160 basispunkter, mens tiårsrentene steg 83 basispunkter. Den amerikanske rentekurven ble betydelig flatere. Investeringene denominert i amerikanske dollar oppnådde en avkastning på - 3,6 prosent i første kvartal. Hovedårsaken til den negative avkastningen er renteoppgangen i perioden.

EUROPA Både kortsiktige og langsiktige europeiske statsrenter steg i løpet av første kvartal. De kortsiktige rentene er nå på de høyeste nivåene siden 2015. Rentene falt da Russland angrep Ukraina, men rentefallet ble raskt reversert. Investeringene denominert i euro hadde en avkastning på -3,1 prosent i første kvartal, hovedsakelig som følge av renteoppgangen.

STORBRITANNIA Britiske statsobligasjonsrenter steg på tvers av rentekurven gjennom første kvartal. Bank of England hevet renten to ganger i

løpet av kvartalet og styringsrenten er nå 0,75 prosent. Investeringer denominert i britiske pund hadde en avkastning på -2,5 prosent i kvartalet, hovedsakelig på grunn av økte renter.

JAPAN Japanske renter steg litt i første kvartal og tiårsrenten steg opp til Bank of Japans øvre grense for rentekurvekontrollen. Investeringer denominert i japanske yen hadde en avkastning på -0,5 prosent i første kvartal, hovedsakelig på grunn av økte renter.

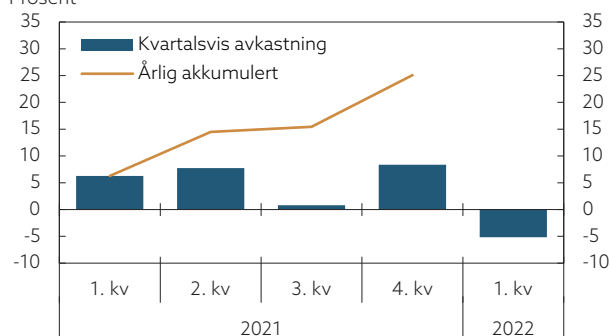
KINA I Kina falt de korte statsrentene mens de lange steg i første kvartal. Toårsrenten falt om lag seks basispunkter. Den kinesiske tiårsrenten endte kvartalet i underkant av 2,8 prosent. Investeringer denominert i kinesiske Yuan oppnådde en avkastning på 0,6 prosent, hovedsakelig som følge av løpende renteinntekter.

Aksjeinvesteringer

Aksjeporteføljens markedsverdi var 113,9 milliarder kroner ved utgangen av første kvartal, en reduksjon på 8,1 milliarder kroner fra utgangen av fjoråret. Avkastning i internasjonal valuta reduserte markedsverdien med 6,4 milliarder kroner. En sterkere krone reduserte porteføljens verdi med ytterligere 1,7 milliarder kroner.

Aksjeporteføljens avkastning var -5,2 prosent i første kvartal, målt i internasjonal valuta. Nord-amerikanske aksjer hadde en avkastning på -4,9 prosent, europeiske aksjer -7,6 prosent og asiatiske aksjer -5,8 prosent. Teknologisektoren hadde svakest avkastning i første kvartal med -10,5 prosent. Sektoren hadde også det største bidraget til porteføljens avkastning. Aksjer innen energisektoren hadde den sterkeste avkastningen i kvartalet med 26,3 prosent.

Figur 1-5 Avkastning målt i internasjonal valuta. Aksjeinvesteringer. Prosent



Figur 1-6 Relativ avkastning i kroner. Aksjeinvesteringer. Basispunkter



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

	Markedsverdi	Andel
Materialer	4	3 %
Konsumvarer, ikke-nødvendige	17	15 %
Konsumvarer, nødvendige	7	6 %
Energi	4	3 %
Finans	16	14 %
Helse	15	13 %
Industri	15	13 %
Eiendom	3	3 %
Teknologi	27	24 %
Telekommunikasjon	4	3 %
Kraft	3	2 %

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

	Markedsverdi	Andel
AUD	3	3 %
CAD	3	3 %
CHF	3	3 %
DKK	1	1 %
EUR	11	9 %
GBP	4	4 %
JPY	8	7 %
SEK	1	1 %
USD	79	69 %

Petrobufferporteføljen

Markedsverdien av petrobufferporteføljen var 34,3 milliarder kroner ved utgangen av første kvartal, en reduksjon på 12,5 milliarder kroner i kvartalet. I løpet av kvartalet ble det kjøpt valuta fra SDØE for 136,0 milliarder kroner og det ble overført valuta tilsvarende 140,5 milliarder kroner til SPU fra petrobufferporteføljen. Samtidig solgte Norges Bank valuta i markedet tilsvarende 5,3 milliarder kroner.

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.

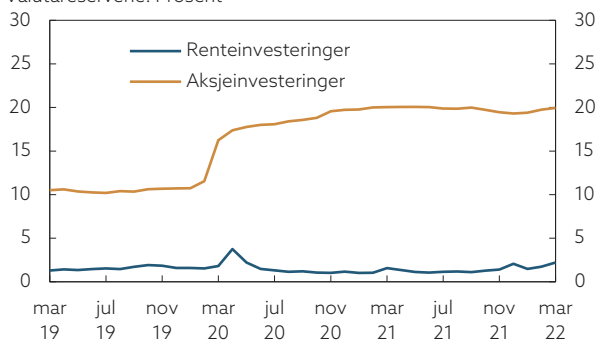
Reservenes markedsrisiko bestemmes av sammensetningen av investeringene og svingninger i aksjekurser, rentenivå og kreditttrisikopåslag. For aksje- og renteinvesteringer var forventet absolutt volatilitet, ekskludert kronkursbevegelser, henholdsvis 19,9 og 2,2 prosent ved utgangen av kvartalet. Dette tilsvarer en forventet årlig verdisvingning på om lag 22,7 og 10,0 milliarder kroner. Forventet relativ volatilitet var på samme tid 0,06 og 0,03 prosentpoeng for henholdsvis aksje- og renteinvesteringene.

FORVENTET RELATIV VOLATILITET

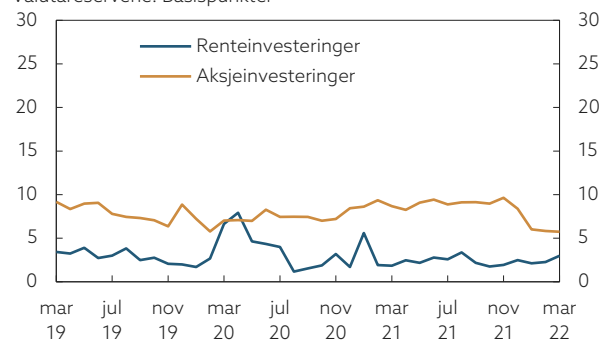
I hovedstyrets prinsipper for valutareservene er maksimal forventet relativ volatilitet satt til 50 basispunkter for henholdsvis rente- og aksjeporteføljen. Det innebærer at avkastningen til porteføljen relativt til referanseindeksen forventes å ligge innenfor ± 50 basispunkter i to av tre år.

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 1-7 Absolutt volatilitet, ekskludert kronkursbevegelser. Valutareservene. Prosent



Figur 1-8 Relativ volatilitet, inkludert kronkursbevegelser. Valutareservene. Basispunkter



2 FORPLIKTELSER TIL IMF

Etter sentralbankloven skal Norges Bank oppfylle forpliktelsene som følger av Norges medlemskap i Det internasjonale pengefondet (IMF). Medlemskapet innebærer en stående forpliktelse til å stille valuta til disposisjon for fondets utlån til medlemsland.

Forpliktelsene gjennom kvoten, NAB, bilaterale avtaler og PRGT¹ var på 10 673 millioner SDR per 31. mars 2022. Ved utgangen av kvartalet hadde IMF trukket 1 387 millioner SDR. Samlet gjenstående trekkadgang på ordningene er 9 619 millioner SDR. Valutareservenes størrelse og likviditet vurderes som tilstrekkelig til å møte Norges Banks internasjonale forpliktelser.

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

	Kapitalinnskudd / forpliktet lånetilsagn	Trukket beløp	Gjenstående trekkadgang	Endring i trukket beløp	
				1. kvartal 2022	2022
Sum	10 673 080	1 386 932	9 619 229	20 295	20 295
Kvote	3 754 700	1 015 140	2 739 560	28 000	28 000
NAB	3 933 380	38 711	3 894 669	-7 500	-7 500
Bilaterale lån	2 585 000	0	2 585 000	0	0
PRGT	400 000	333 081	400 000	-205	-205

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

	Tildelte SDR	Beholdning SDR	Rest frivillig kjøp	Endring i beholdning SDR	
				1. kvartal 2022	2022
SDR-beholdning	5 161 781	5 254 785	2 487 887	-99 748	-99 748

RENTE PÅ ORDNINGENE

Norges Bank mottar SDR-renten på reserveposisjonen, 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 byrdefordeling². Under byrdefordelingsmekanismen deler debitor- og kreditor-medlemmer kostnaden for forfalte forpliktelser på utestående kreditt hos IMF gjennom en justering av renten.

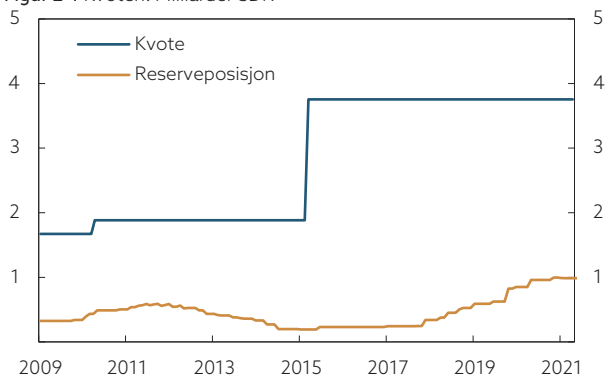
¹ Forpliktelsene inkluderer 2020-avtalen under PRGT, men ikke 2010- og 2016-avtalen da disse ikke lengre kan trekkes på. Det samme er tilfelle for samlet gjenstående trekkadgang. Trukket beløp inkluderer alle avtalene.

² Grunnlaget for beregningen er reserveposisjonen fratrukket 60 millioner SDR. Fradraget skyldes at før 1978 inngikk kun 75 prosent av kvoten i beregningen.

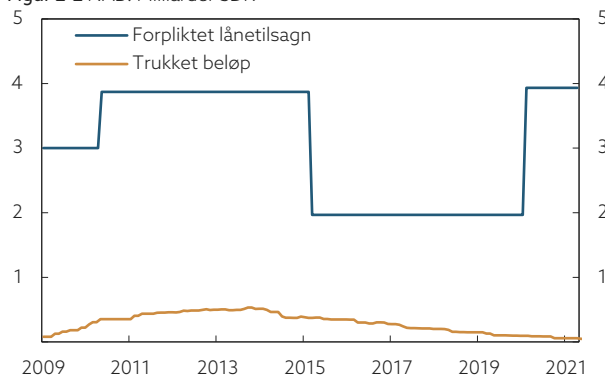
KVOTER er IMF's hovedkilde til finansiering. Hvert medlem av IMF er tildelt en kvote som i hovedsak er basert på medlemslandets relative posisjon i verdensøkonomien. Norges kvote er på 3 755 millioner SDR³. Trukket beløp⁴ økte med 28 millioner SDR i kvartalet, se tabell 2-1 og figur 2-1

NAB (New Arrangements to Borrow) utgjør IMF's andrelinjeforsvar. Gjennom NAB står en rekke medlemsland og institusjoner klare til å låne ytterligere ressurser til IMF. IMF's styre må særskilt beslutte aktivering av NAB før nye utlån kan finansieres ved trekk på denne ordningen. Norges Banks forpliktelser gjennom utlansprogrammet utgjør 3 933 millioner SDR. Utestående trekk ble redusert med 7,5 millioner SDR i kvartalet, se tabell 2-1 og figur 2-2.

Figur 2-1 Kvote. Milliarder SDR



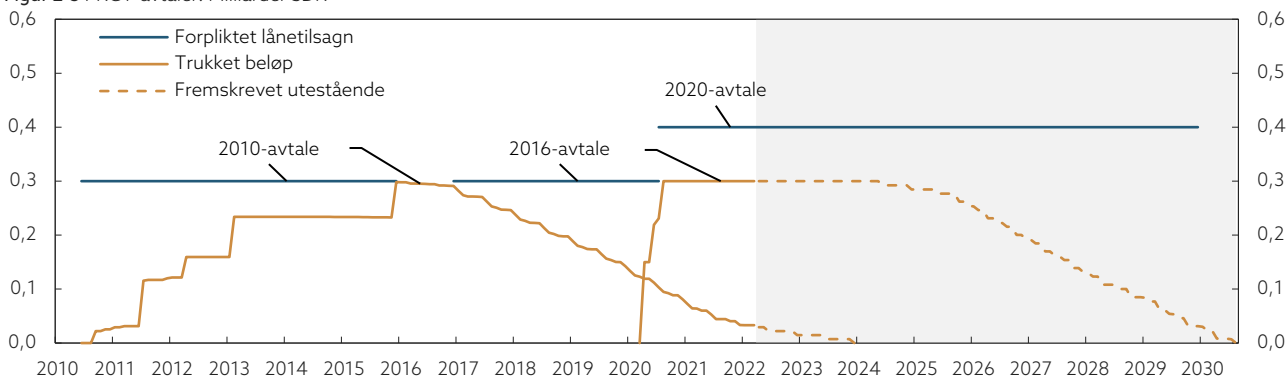
Figur 2-2 NAB. Milliarder SDR



BILATERALE LÅNEAVTALER fungerer som IMF's tredjelinjeforsvar etter kvoter og NAB. Gjeldende låneavtale som trådte i kraft 1. januar 2021, løper til 31. desember 2023, og har en trekkadgang på 2 585 millioner SDR. Det var ved utgangen av kvartalet ikke trukket midler på denne ordningen. Norges Banks låneavtaler med IMF skal godkjennes av Finansdepartementet, jf. sentralbankloven § 3-10 (2).

PRGT Finansdepartementet har låneavtaler med PRGT (Poverty Reduction and Growth Trust), som forestår IMF's utlansordninger 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, figur 2-3. I kvartalet er det foretatt tilbakebetalinger på 0,2 millioner SDR på 2010-avtalen. I 2020 ble ytterligere en låneavtale på 400 millioner SDR inngått. Denne avtalen, som løper til 31. desember 2029, 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

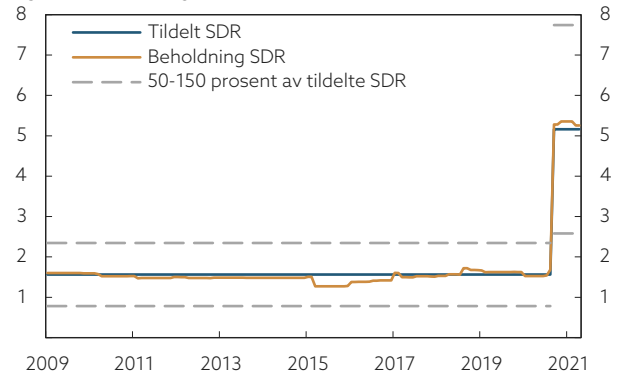


³ Special Drawing Rights – IMF's spesielle trekkrettigheter. SDR er et instrument IMF kan bruke for å tildele internasjonal likviditet. Verdien av SDR blir utregnet av en valutakurv av amerikanske dollar, euro, japanske yen, britiske pund og kinesiske Yuan.

⁴ Trukket beløp er lik reserveposisjonen.

BEHOLDNINGEN AV SDR er tildelt medlemslandene av IMF. Medlemslandene kan endre sin beholdning av SDR ved å kjøpe fra eller selge til medlemsland som har sagt seg villig til å være motpart i transaksjoner med SDR. Norges Bank inngikk i 2009 en avtale med IMF om frivillig kjøp og salg av SDR så lenge beholdning er innenfor 50-150 prosent av tildelt SDR. Norges Bank kan, om andre land ønsker å selge SDR måtte øke beholdningen til 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 blitt redusert med om lag 100 millioner SDR. Norges beholdning av SDR ved utgangen av kvartalet var 5 255 millioner SDR, se tabell 2-2 og figur 2-4.

Figur 2-4 Beholdning av SDR. Milliarder SDR



VEDLEGG NØKKELTALL

Tabell I-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	-0,17	3,42	3,51	4,70
<i>Renteinvesteringer</i>				
Avkastning på renteinvesteringer	-3,32	0,03	0,53	1,25
Avkastning på referanseindeksen	-3,33	0,03	0,54	1,23
Relativ avkastning	0,01	0,00	-0,01	0,02
<i>Aksjeinvesteringer</i>				
Avkastning på aksjeinvesteringer	11,59	15,86	12,94	12,77
Avkastning på referanseindeksen	11,43	15,79	12,87	12,60
Relativ avkastning	0,16	0,07	0,06	0,17

Tabell I-2 Durasjon og yield på renteinvesteringene. Siste fem kvartal

	1. kv. 2022	4. kv. 2021	3. kv. 2021	2. kv. 2021	1. kv. 2021
Durasjon	3,78	3,83	3,89	3,84	3,88
CNY	3,42	3,37	3,41	3,35	3,35
EUR	4,22	4,24	4,42	4,40	4,47
GBP	4,13	4,19	4,39	4,25	4,38
JPY	4,10	4,26	4,05	4,09	4,02
USD	3,40	3,47	3,47	3,40	3,41
Yield	1,31	0,40	0,23	0,20	0,19
CNY	2,40	2,38	2,51	2,70	2,81
EUR	0,21	-0,47	-0,51	-0,47	-0,54
GBP	1,38	0,70	0,55	0,31	0,35
JPY	0,02	-0,06	-0,08	-0,11	-0,08
USD	2,20	0,94	0,64	0,59	0,59