

VALUTARESERVENE

Forvaltningen av valutareservene

4 | 2020

FEBRUAR 2021

RAPPORT FOR
FJERDE KVARTAL 2020

Innhold

1 FORVALTNINGEN AV VALUTARESERVENE	1
Valutareservene	2
Renteinvesteringer	3
Aksjeinvesteringer	4
Petrobufferporteføljen	4
Finansiell risiko	5
2 FORPLIKTELSER TIL IMF	6
VEDLEGG NØKKELTALL	9

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 markeds plass.

Renteporteføljens referanseindeks er en markedsverdivektet indeks av alle nominelle statsobligasjoner med gjenværende løpetid fra 1 måned til 10 år utstedt av Frankrike, Tyskland, Japan, Kina, 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 FJERDE KVARTAL 2020

- Valutareservenes markedsverdi var 598,4 milliarder kroner, en reduksjon på 40,3 milliarder kroner siden forrige kvartal.
- Valutareservenes avkastning var 2,8 prosent målt i internasjonal valuta. Aksjeinvesteringene hadde en avkastning på 12,2 prosent, mens avkastningen til renteinvesteringene var -0,1 prosent. Målt i norske kroner var valutareservenes avkastning -4,1 prosent.
- Valutareservenes størrelse og likviditet anses som tilstrekkelig til å møte Norges Banks forpliktelser.

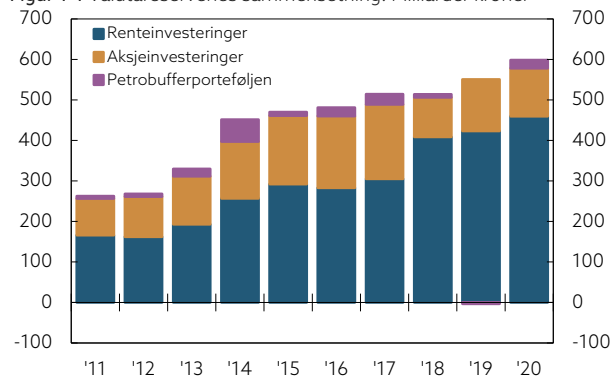
INTERNASJONAL VALUTA

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 598,4 milliarder kroner ved utgangen av kvartalet. Verdien falt med 40,3 milliarder kroner fra forrige kvartal. Styrket kronekurs reduserte verdien med 42,2 milliarder kroner i aksje- og renteporteføljen, og 2,2 milliarder kroner i petrobufferporteføljen. Netto tilførsel var -12,7 milliarder. Avkastning målt i internasjonal valuta økte verdien med 16,9 milliarder kroner. I 2020 har valutareservenes markedsverdi økt med 51,3 milliarder kroner.

Figur 1-1 Valutareservenes sammensetning. Milliarder kroner



Tabell 1-1 Markedsverdier

	4. kvartal 2020			Valuta- reservene	2020			Valuta- reservene
	Rente- investeringer	Aksje- investeringer	Petrobuffer- porteføljen		Rente- investeringer	Aksje- investeringer	Petrobuffer- porteføljen	
I milliarder kroner								
Markedsverdi ved inngang	462,5	139,9	36,4	638,7	423,4	127,3	-3,5	547,2
Markedsverdi ved utgang	459,8	118,6	20,0	598,4	459,8	118,6	20,0	598,4
Endring i markedsverdi	-2,7	-21,2	-16,4	-40,3	36,4	-8,7	23,5	51,3
Netto tilførsel	28,4	-27,0	-14,1	-12,7	17,9	-27,0	29,4	20,2
Avkastning målt i kroner	-31,1	5,8	-2,2	-27,6	18,6	18,3	-5,9	31,0

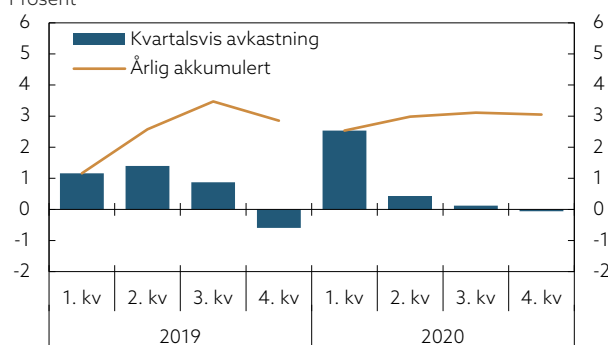
Tabell 1-2 Detaljer for rente- og aksjeinvesteringene

	4. kvartal 2020			2020		
	Rente- investeringer	Aksje- investeringer	Sum	Rente- investeringer	Aksje- investeringer	Sum
I milliarder kroner						
Avkastning målt i kroner	-31,1	5,8	-25,3	18,6	18,3	36,9
Avkastning målt i internasjonal valuta	-0,3	17,2	16,9	13,6	22,6	36,2
Svingninger i kronekursen	-30,8	-11,4	-42,2	5,0	-4,3	0,7
I prosent						
Avkastning målt i internasjonal valuta	-0,06	12,22	2,79	3,05	14,90	5,86
Avkastning målt i kroner	-6,62	4,17	-4,12	4,16	14,45	6,63
Relativ avkastning målt i kroner	0,00	0,04	-	0,01	-0,03	-
Forventet relativ volatilitet målt i kroner (annualisert)						
	0,02	0,08	-	0,02	0,08	-

Renteinvesteringer

Markedsverdien av renteinvesteringene var 459,8 milliarder kroner, ned 2,7 milliarder kroner fra forrige kvartal. Kronekursstyrkelse bidro til å redusere verdien med 30,8 milliarder kroner. Avkastning målt i internasjonal valuta reduserte verdien med 0,3 milliarder kroner, tilsvarende -0,1 prosent. Netto innflyt til renteporteføljen var 28,4 milliarder kroner, hovedsakelig som følge av innflyt i forbindelse med rebalansering til strategisk aksjevekt. Renteporteføljen oppnådde en avkastning tilsvarende referanseindeksen i kvartalet, se tabell 1-2 og figur 1-3.

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



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

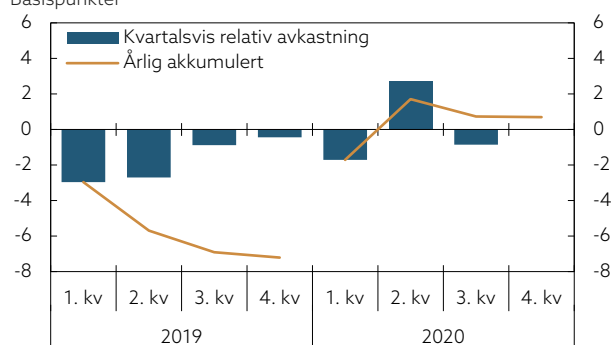
Markedsverdi		Andel	Durasjon	Yield
Totalt	459,80	100,00	3,86	-0,08
CNY	2,30	0,50	3,25	2,47
EUR	156,07	33,94	4,36	-0,68
GBP	35,68	7,76	4,56	-0,03
JPY	35,80	7,79	3,96	-0,10
USD	229,95	50,01	3,40	0,30

USA Den amerikanske statsrentekurven ble brattere i løpet av kvartalet. Mens de kortsiktige rentene endte om lag uendret, steg langsiktige renter rundt 20 basispunkter. Det var betydelige rentebevegelser i perioden. Investeringene denominert i amerikanske dollar utgjorde 50 prosent av renteporteføljen og hadde en avkastning på -0,2 prosent i kvartalet.

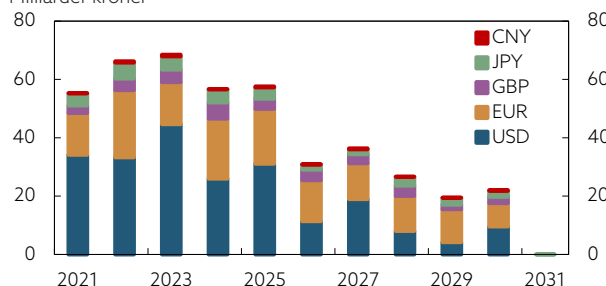
EUROPA Det var til tider relativt store rentebevegelser i både Tyskland og Frankrike gjennom kvartalet, men både kortsiktige og langsiktige renter endte om lag uendret i begge land. Investeringene denominert i euro utgjorde 34 prosent av porteføljen og oppnådde en avkastning på 0,1 prosent.

KINESISKE STATSOBLIGASJONER Hovedstyret ga i mai 2020 sin tilslutning til igangsetting av investeringer i kinesiske statsobligasjoner i løpet av andre halvår 2020. Dato for ikrafttredelse av investeringene ble delegert til sentralbanksjefen. Innfasingen foretas gradvis. De første innvesteringene ble foretatt i månedsskiftet november/desember med en andel på 0,5 prosent av renteporteføljen.

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



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



STORBRITANNIA Britiske statsobligasjonsrenter falt i kvartalet. Korte renter falt mest og rentekurven ble noe brattere. De pund-denominerte investeringene utgjorde 7,75 prosent av renteporteføljen og oppnådde en avkastning på 0,2 prosent.

JAPAN Både kortsiktige og langsiktige japanske renter endte kvartalet tilnærmet uendret. Tiårsrenten har i hele kvartalet ligget like over målet for sentralbankens rentekurvekontroll på null prosent. Investeringer denominert i japanske yen utgjorde 7,75 prosent av renteporteføljen og hadde en avkastning på 0,0 prosent.

Aksjeinvesteringer

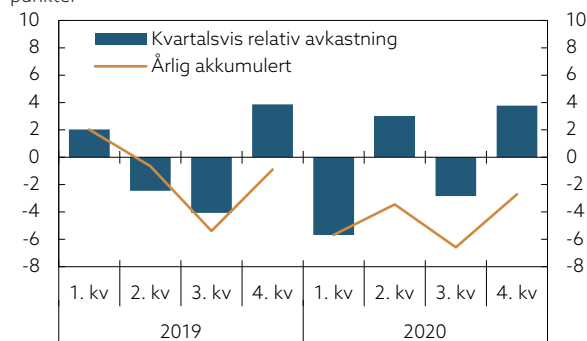
Aksjeporteføljens markedsverdi var 118,6 milliarder kroner ved utgangen av fjerde kvartal, en reduksjon på 21,2 milliarder kroner fra tredje kvartal. Avkastning i internasjonal valuta økte markedsverdien med 17,2 milliarder kroner, mens en sterkere krone, isolert sett, reduserte porteføljens verdi med 11,4 milliarder kroner. Det ble overført 27 milliarder fra aksjeporteføljen til renteporteføljen i kvartalet. Porteføljens avkastning var 4 basispunkter høyere en referanseindeksen.

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



Europeiske aksjer hadde høyest avkastning med 14,0 prosent. Nordamerikanske og asiatiske aksjer hadde en avkastning på henholdsvis 11,4 og 13,4 prosent. Olje- og gassaksjer hadde sterkest avkastning i fjerde kvartal med 24,3 prosent, mens aksjer tilknyttet helsesektoren hadde lavest avkastning med 5,0 prosent.

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



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

	Markedsverdi	Andel
Olje og gass	3	3 %
Materialer	4	4 %
Industri	15	13 %
Konsumvarer	13	11 %
Helse	15	13 %
Konsumtjenester	15	13 %
Telekommunikasjon	3	2 %
Kraft	3	2 %
Finans	21	17 %
Teknologi	27	22 %

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

	Markedsverdi	Andel
AUD	3	2 %
CAD	3	2 %
CHF	4	3 %
DKK	1	1 %
EUR	13	11 %
GBP	5	4 %
JPY	11	9 %
SEK	1	1 %
USD	79	66 %

Petrobufferporteføljen

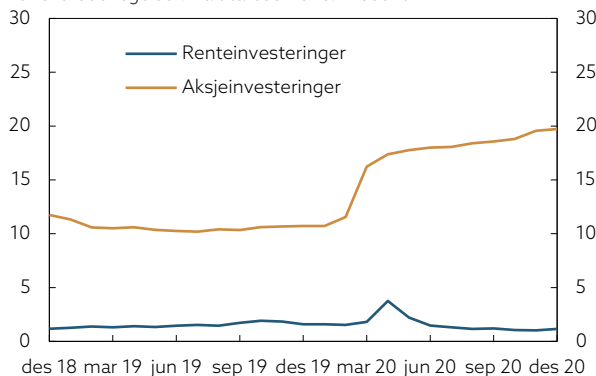
Petrobufferporteføljens markedsverdi var 20,0 milliarder kroner, en reduksjon på 16,4 milliarder kroner. I løpet av kvartalet ble det kjøpt valuta fra SDØE for 27,4 milliarder kroner. Samtidig solgte Norges Bank valuta i markedet tilsvarende 66,7 milliarder kroner. Totalt ble 25,2 milliarder kroner overført fra SPU til petrobufferporteføljen.

Finansiell risiko

Valutareservene er plassert i utenlandsk valuta, mens Norges Banks gjeldsposter hovedsakelig er i norske kroner. Utviklingen i kronekursen 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 kredittrisikopåslag. For aksje- og renteinvesteringer var forventet absolutt volatilitet, ekskludert kronekursbevegelser, henholdsvis 19,7 og 1,2 prosent ved utgangen av kvartalet. Dette tilsvarer en forventet årlig verdisvingning på om lag 23,4 og 5,3 milliarder kroner. Forventet relativ volatilitet var på samme tid 0,08 og 0,02 prosentpoeng for henholdsvis aksje- og renteinvesteringene.

Figur 1-7 Forventet absolutt volatilitet, ekskludert kronekursbevegelser. Valutareservene. Prosent

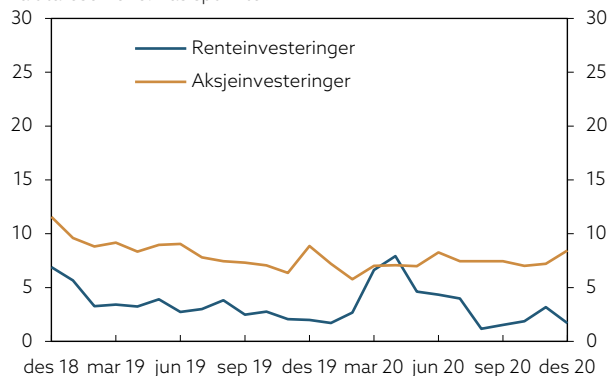


FORVENTET RELATIV VOLATILITET

I hovedstyrets prinsipper for valutareservene er maksimal forventet relativ volatilitet satt til 50 basispunkter for henholdsvis rente- og aksjeporteføljen. Det innebærer at porteføljens avkastning 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 1-8 Forventet relativ volatilitet, inkludert kronekursbevegelser. Valutareservene. Basispunkter



2 FORPLIKTELSER TIL IMF

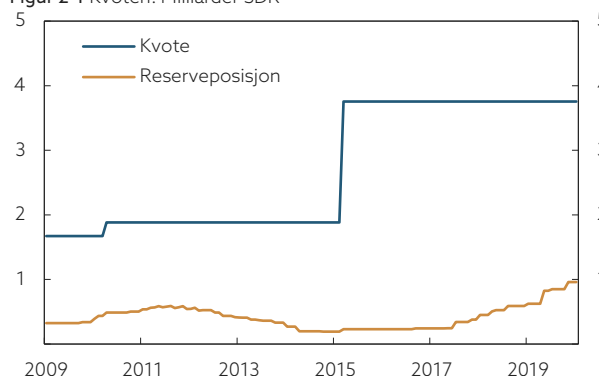
Etter sentralbankloven skal Norges Bank oppfylle forpliktelsene som følger av Norges medlemskap i Det internasjonale pengefondet (IMF). Medlemskapet innebærer en stående forpliktelse til å stille valuta til disposisjon for fondets utlån til andre medlemsland.

Forpliktelsene gjennom kvoten, NAB, bilaterale avtaler og PRGT var på 12 421 millioner SDR per 31. desember 2020. Ved utgangen av kvartalet hadde IMF trukket 1 425 millioner SDR. Samlet gjenstående trekkadgang på ordningene er 10 996 millioner SDR¹. Valutareservenes størrelse og likviditet vurderes som tilstrekkelig til å møte Norges Banks internasjonale forpliktelser.

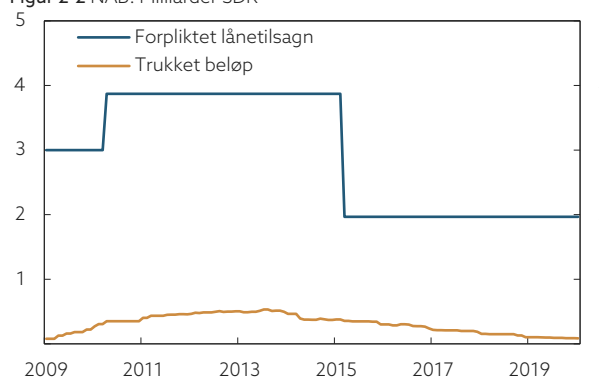
KVOTER er IMF's hovedkilde til finansiering. Hvert medlem av IMF er tildelt en kvote som i hovedsak er basert på medlemslandets relative posisjon i verdensøkonomien. I 2010 vedtok IMF den 14. kvotereform. Med effekt fra 2016 ble kvotene i IMF doblet. Norges kvote økte da til 3 755 millioner SDR². Ved utgangen av kvartalet utgjorde trukket beløp³ 960 millioner SDR, som utgjør en økning på 110 millioner SDR fra forrige kvartal, se 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. Samtidig med kvoteøkningen i 2016 ble Norges forpliktelser til å stille midler til disposisjon i NAB-ordningen redusert om lag tilsvarende. Etter kvoteøkningen finansieres utlån bare ved trekk på kvotene. IMF's styre må særskilt beslutte aktivisering av NAB før nye utlån kan finansieres ved trekk på denne ordningen. Norges Banks forpliktelser gjennom utlånsprogrammet utgjør 1 967 millioner SDR, se figur 2-2. Utestående trekk var 84 millioner SDR ved utgangen av kvartalet. Tre millioner SDR ble tilbakebetalt i kvartalet.

Figur 2-1 Kvoten. Milliarder SDR



Figur 2-2 NAB. Milliarder SDR



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

² 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.

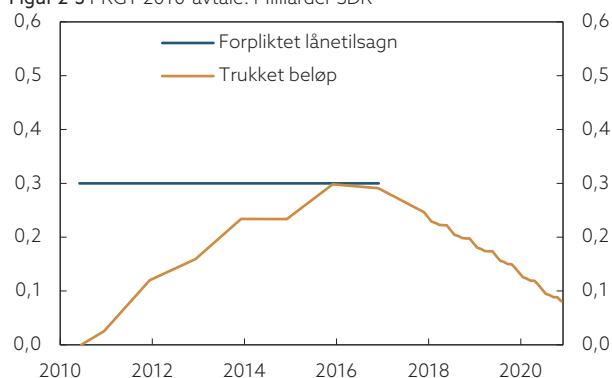
³ Trukket beløp er lik reserveposisjonen.

BILATERALE LÅNEAVTALER fungerer som IMF's tredjelinjeforsvar etter kvoter og NAB. Norges Bank ga i 2009 IMF en trekkadgang ved et bilateralt lån på 3 000 millioner SDR. Dette lånet ble videreført under NAB. I 2012 ga Norges Bank IMF en trekkadgang ved et bilateralt lån på 6 000 millioner SDR. Avtalen utløp i november 2016 og ble aldri trukket på. Norges Bank inngikk i april 2017 en ny bilateral låneavtale med IMF på samme beløp. Avtalen løp frem til utgangen av 2019. I juni 2019 forlenget Norges Bank låneavtalen med ett år. Ved utgangen av kvartalet var det ikke trukket midler på denne låneavtalen. 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 utlånsordninger for de fattigste medlemslandene. Norge inngikk i 2010 og 2016 låneavtaler på hver 300 millioner SDR. Disse lånene til PRGT er nå trukket fullt ut, og under avtalene vil det nå kun komme tilbakebetalinger, se figur 2-3 og figur 2-4. I kvartalet er det foretatt

tilbakebetalinger på 11 millioner SDR på 2010-avtalen. I kvartalet ble det ikke trukket på 2016-avtalen. Med effekt fra 1. juli 2020 ble ytterligere en låneavtale inngått (2020-avtalen) der Norge stiller 400 millioner SDR til disposisjon for PRGT. 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 2010-avtale. Milliarder SDR

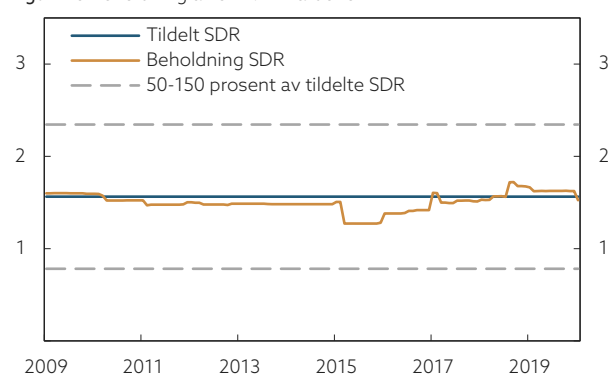


Figur 2-4 PRGT 2016-avtale. Milliarder SDR



BEHOLDNINGEN AV SDR er tildelt av IMF til medlemslandene. 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 beholdningen er innenfor 50-150 prosent av tildelt SDR. Norges Bank kan, om andre land ønsker å selge SDR, måtte øke beholdningen til 2 345 millioner SDR. Kjøp av SDR belastes valutaresservene. Avtalen innebærer og en rett for Norges Bank til å selge SDR. I kvartalet har beholdningen blitt redusert med om lag 103 millioner, til 1 524 millioner SDR, se figur 2-5.

Figur 2-5 Beholdning av SDR. Milliarder SDR



RENTE PÅ ORDNINGENE

Norges Bank mottar SDR-renten på reserveposisjonen, NAB 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 byrdefordeling⁴. Under byrdefordelingsmekanismen deler debitor- og kreditormedlemmer kostnaden for forfalte forpliktelser på utestående kreditt hos IMF gjennom en justering av renten. For PRGT mottar Norges Bank en tilsvarende seksmåneders statsrente, med et gulv på null prosent.

⁴ Grunnlaget for beregningen er reserveposisjonen fratrukket 60 millioner SDR. Fradraget skyldes at før 1978 inngikk kun 75 prosent av kvoten i beregningen.

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	5,86	4,22	4,82	5,36
<i>Renteinvesteringer</i>				
Avkastning på renteinvesteringer	3,05	2,29	1,69	2,48
Avkastning på referanseindeksen	3,04	2,31	1,69	2,39
Relativ avkastning	0,01	-0,02	0,00	0,09
<i>Aksjeinvesteringer</i>				
Avkastning på aksjeinvesteringer	14,90	11,10	12,50	11,40
Avkastning på referanseindeksen	14,92	11,12	12,39	11,26
Relativ avkastning	-0,03	-0,03	0,10	0,14

Tabell 2 Durasjon og yield på renteinvesteringene. Siste fem kvartaler

	4. kv. 2020	3. kv. 2020	2. kv. 2020	1. kv. 2020	4. kv. 2019
Durasjon	3,86	3,86	3,82	3,64	3,72
CNY	3,25				
EUR	4,36	4,39	4,37	4,01	4,22
GBP	4,56	4,20	4,14	4,01	3,89
JPY	3,96	4,08	4,13	4,14	4,15
USD	3,40	3,40	3,35	3,27	3,29
Yield	-0,08	-0,10	-0,08	0,02	0,73
CNY	2,47				
EUR	-0,68	-0,61	-0,54	-0,48	-0,43
GBP	-0,03	-0,01	-0,03	0,16	0,61
JPY	-0,10	-0,11	-0,14	-0,14	-0,15
USD	0,30	0,24	0,24	0,34	1,68