

# VALUTARESERVENE

## Forvaltningen av valutareservene

1 | 2021

MAI 2021

RAPPORT FOR  
FØRSTE KVARTAL 2021

# 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 2021

- Valutareservenes markedsverdi var 623,4 milliarder kroner, en økning på 24,9 milliarder kroner siden forrige kvartal.
- Valutareservenes avkastning var 0,4 prosent målt i internasjonal valuta. Aksjeinvesteringene hadde en avkastning på 6,3 prosent, mens avkastningen til renteinvesteringene var -1,2 prosent. Målt i norske kroner var valutareservenes avkastning -1,6 prosent.
- Valutareservenes størrelse og likviditet anses som tilstrekkelig til å møte Norges Banks forpliktelser.

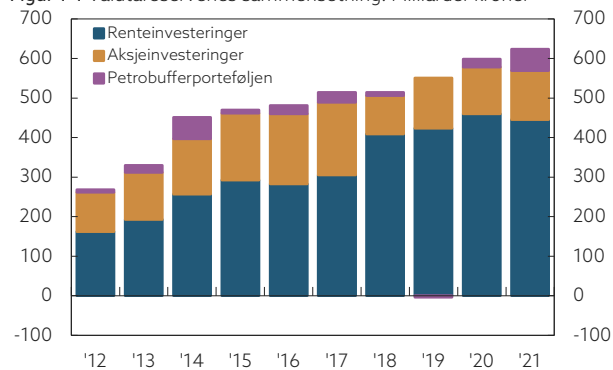
## INTERNASJONAL VALUTA

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 623,4 milliarder kroner ved utgangen av kvartalet. Verdien økte med 24,9 milliarder kroner fra forrige kvartal. Styrket kronekurs reduserte verdien med 11,5 milliarder kroner, mens netto tilførsel var 34,9 milliarder. Avkastning målt i internasjonal valuta økte verdien med 2,1 milliarder kroner.

Figur 1-1 Valutareservenes sammensetning. Milliarder kroner



Tabell 1-1 Markedsverdier

	1. kvartal 2021				Valuta-reservene
	Rente-investeringer	Aksje-investeringer	Petrobuffer-porteføljen		
<i>I milliarder kroner</i>					
Markedsverdi ved inngang	459,8	118,6	20,0		598,4
Markedsverdi ved utgang	445,6	124,1	53,7		623,4
<b>Endring i markedsverdi</b>	<b>-14,2</b>	<b>5,5</b>	<b>33,7</b>		<b>24,9</b>
Netto tilførsel	0,7	0,0	34,3		34,9
Avkastning målt i kroner	-14,9	5,5	-0,6		-10,0

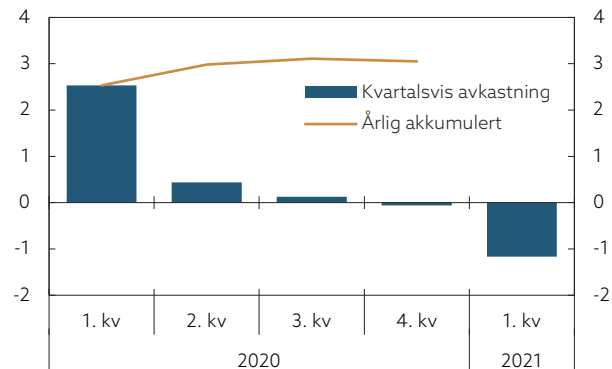
Tabell 1-2 Detaljer for rente- og aksjeinvesteringene

	1. kvartal 2021			Sum
	Rente-investeringer	Aksje-investeringer		
<i>I milliarder kroner</i>				
<b>Avkastning målt i kroner</b>	<b>-14,9</b>	<b>5,5</b>		<b>-9,4</b>
Avkastning målt i internasjonal valuta	-5,3	7,5		2,1
Svingninger i kronekursen	-9,6	-1,9		-11,5
<i>I prosent</i>				
Avkastning målt i internasjonal valuta	-1,17	6,29		0,36
Avkastning målt i kroner	-3,24	4,65		-1,62
Relativ avkastning målt i kroner	0,01	0,09		-
Forventet relativ volatilitet målt i kroner (annualisert)	0,02	0,09		-

## Renteinvesteringer

Markedsverdien av renteinvesteringene var 445,6 milliarder kroner, ned 14,2 milliarder kroner fra forrige kvartal. Kronekursstyrkelse og avkastning i internasjonal valuta bidro til å redusere verdien med henholdsvis 9,6 og 5,3 milliarder kroner. Avkastning i internasjonal valuta tilsvarte -1,2 prosent. Netto innflyt til renteporteføljen var 0,7 milliarder kroner.

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



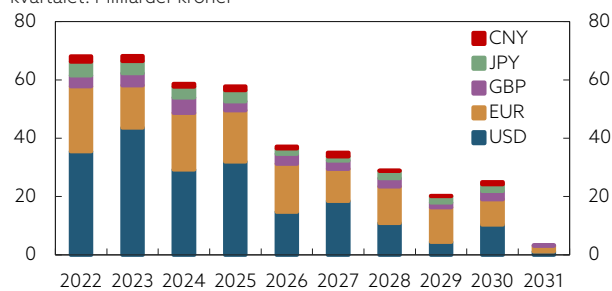
Figur 1-3 Relativ avkastning i kroner. Renteinvesteringer. Basispunkter



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

	Markedsverdi	Andel	Durasjon	Yield
<b>Totalt</b>	<b>445,56</b>	<b>100,00</b>	<b>3,88</b>	<b>0,19</b>
CNY	8,94	2,01	3,35	2,81
EUR	151,51	34,01	4,47	-0,54
GBP	31,17	7,00	4,38	0,35
JPY	31,33	7,03	4,02	-0,08
USD	222,60	49,96	3,41	0,59

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



**USA** Amerikanske statsobligasjonsrenter steg markert i første kvartal, og de langsiktige rentene steg mest. Investeringene denominert i amerikanske dollar oppnådde en avkastning på -1,5 prosent målt i lokal valuta, hovedsakelig på grunn av oppgangen i de langsiktige rentene.

**EUROPA** Europeiske renter steg i første kvartal, med størst oppgang for de langsiktige rentene. Investeringene denominert i euro oppnådde en avkastning på -0,9 prosent målt i lokal valuta, hovedsakelig på grunn av oppgangen i de langsiktige rentene.

**STORBRITANNIA** I Storbritannia steg rentene i første kvartal. De langsiktige rentene steg mest og rentekurven ble brattere. Renteøkningen er hovedårsaken til at de pund-denominerte investeringene hadde en avkastning på om lag -2,1 prosent målt i lokal valuta.

**JAPAN** Japanske renter steg i første kvartal, men oppgangen var mindre enn i de andre markedene. Investeringer denominert i japanske yen hadde en avkastning på -0,1 prosent målt i lokal valuta i perioden.

**KINA** I løpet av første kvartal har renteporteføljens investeringer i kinesiske statsobligasjoner steget fra 0,5 til 2,0 prosent. Den britiske og japanske renteporteføljen er blitt redusert tilsvarende.

## Aksjeinvesteringer

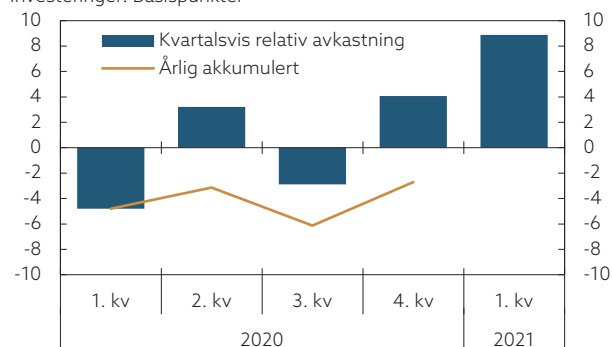
Aksjeporteføljens markedsverdi var 124,1 milliarder kroner ved utgangen av første kvartal, en økning på 5,5 milliarder kroner fra utgangen av fjoråret. Avkastning i internasjonal valuta økte markedsverdien med 7,5 milliarder kroner, mens sterkere krone, isolert sett, reduserte porteføljens verdi med 1,9 milliarder kroner.

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



Nordamerikanske aksjer hadde den høyeste avkastningen med 7,0 prosent. Europeiske og asiatiske aksjer hadde en avkastning på henholdsvis 5,5 og 3,4 prosent. Energisektoren hadde sterkest avkastning i første kvartal med 19,8 prosent, mens aksjer tilknyttet konsumentvarer hadde lavest avkastning med 0,7 prosent.

Figur 1-6 Relativ avkastning målt i internasjonal valuta. Aksjeinvesteringer. Basispunkter



Tabell 1-4 Aksjeinvesteringer fordelt på industri. Per utgangen av kvartalet. Milliarder kroner

	Markedsverdi	Andel
Materialer	4	3 %
Konsumvarer, ikke-nødvendige	20	16 %
Konsumvarer, nødvendige	7	6 %
Energi	4	3 %
Finans	17	14 %
Helse	16	13 %
Industri	18	14 %
Eiendom	3	3 %
Teknologi	27	22 %
Telekommunikasjon	5	4 %
Kraft	3	2 %

Tabell 1-5 Aksjeinvesteringer fordelt på valuta. Per utgangen av kvartalet. Milliarder kroner

	Markedsverdi	Andel
AUD	3	2 %
CAD	3	3 %
CHF	4	3 %
DKK	1	1 %
EUR	13	11 %
GBP	6	4 %
JPY	11	9 %
SEK	2	1 %
USD	83	67 %

## Petrobufferporteføljen

Petrobufferporteføljens markedsverdi var 53,7 milliarder kroner, en økning på 33,7 milliarder kroner. I løpet av kvartalet ble det kjøpt valuta fra SDØE for 38,3 milliarder kroner. Samtidig solgte Norges Bank valuta i markedet tilsvarende 87,4 milliarder kroner. Totalt ble 83,3 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 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.

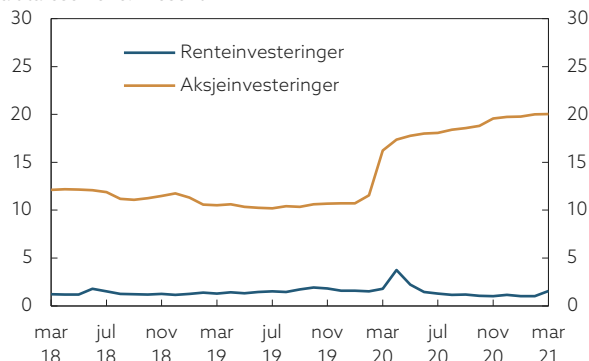
### FORVENTET RELATIV VOLATILITET

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

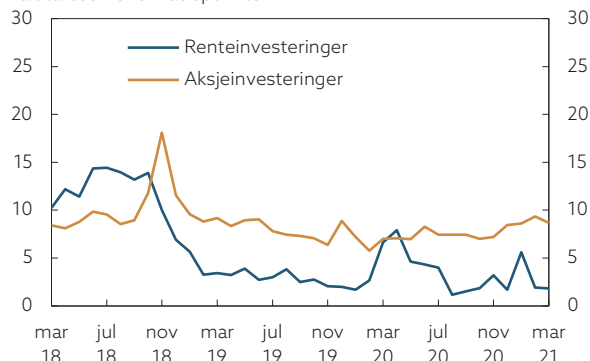
Reservenes markedsrisiko bestemmes av sammensetningen av investeringene og svingninger i aksjekurser, rentenivå og kreditttrisikopåslag. For aksje- og renteinvesteringer var forventet absolutt volatilitet, ekskludert kronkursbevegelser, henholdsvis 20,0 og 1,6 prosent ved utgangen av kvartalet. Dette tilsvarer en forventet årlig verdisvingning på om lag 24,9 og 7,0 milliarder kroner. Forventet relativ volatilitet var på samme tid 0,09 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 kreditt risiko. 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

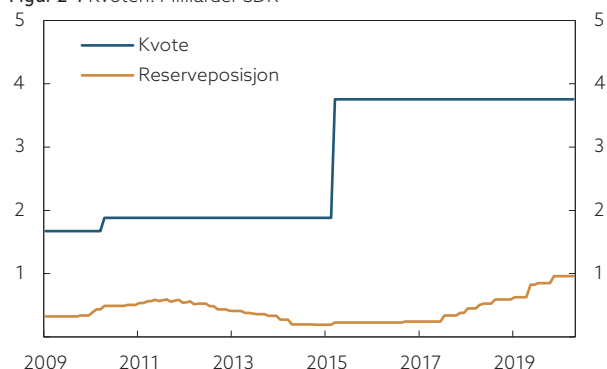
Etter sentralbankloven skal Norges Bank oppfylle forpliktelsene som følger av Norges medlemskap i Det internasjonale pengefondet (IMF). Medlemskapet innebærer en stående forpliktelse til å stille valuta til disposisjon for fondets utlån til andre medlemsland.

Forpliktelsene gjennom kvoten, NAB, bilaterale avtaler og PRGT var på 10 673 millioner SDR<sup>1</sup> per 31. mars 2021. Ved utgangen av kvartalet hadde IMF trukket 1 380 millioner SDR. Samlet gjenstående trekkadgang på ordningene er 9 657 millioner SDR<sup>2</sup>. Fra 1. januar 2021 ble trekkadgangen på NAB-ordningen doblet til 3 933 millioner SDR. Samtidig ble trekkadgangen på bilaterale lån redusert fra 6 000 til 2 585 millioner SDR. I sum er Norges Banks forpliktelser overfor IMF redusert med 1 448 millioner SDR. Valutareservenes størrelse og likviditet vurderes som tilstrekkelig til å møte Norges Banks internasjonale forpliktelser.

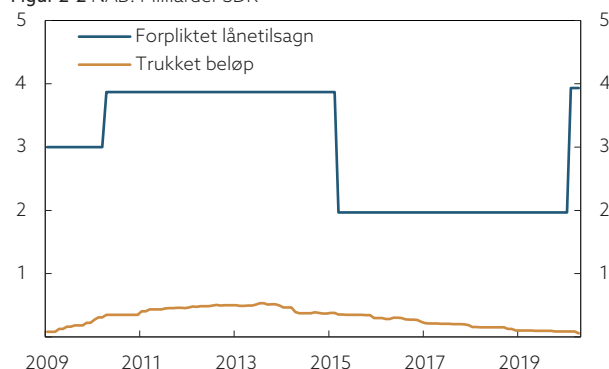
**KVOTER** er IMF's hovedkilde til finansiering. Hvert medlem av IMF er tildelt en kvote som i hovedsak er basert på medlemslandets relative posisjon i verdensøkonomien. Norges kvote er på 3 755 millioner SDR. Ved utgangen av kvartalet utgjorde trukket beløp<sup>3</sup> 960 millioner SDR, som er uendret 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. IMF's styre må særskilt beslutte aktivering av NAB før nye utlån kan finansieres ved trekk på denne ordningen. Norges Banks forpliktelser gjennom utlånsprogrammet utgjør 3 933 millioner SDR, se figur 2-2. Utestående trekk var 56 millioner SDR ved utgangen av kvartalet. 28 millioner SDR ble tilbakebetalt i kvartalet.

Figur 2-1 Kvoten. Milliarder SDR



Figur 2-2 NAB. Milliarder SDR



<sup>1</sup> 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.

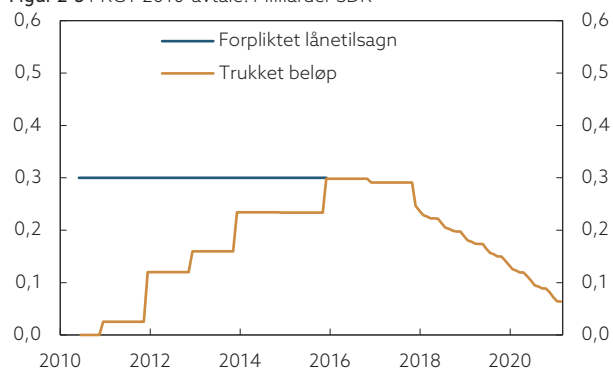
<sup>2</sup> Forpliktelsene inkluderer 2020-avtalen under PRGT, men ikke 2010- og 2016-avtalen da disse ikke lengre kan trekkes på. Det samme er tilfelle for samlet gjenstående trekkadgang. Trukket beløp inkluderer alle avtalene.

<sup>3</sup> Trukket beløp er lik reserveposisjonen.

**BILATERALE LÅNEAVTALER** fungerer som IMF's tredjelinjeforsvar etter kvoter og NAB. Det er ved utgangen av kvartalet ikke trukket 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 utlånsordninger for de fattigste medlemslandene. Norge inngikk i 2010 og 2016 låneavtaler på hver 300 millioner SDR. Disse lånene til PRGT er 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 17 millioner SDR på 2010-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

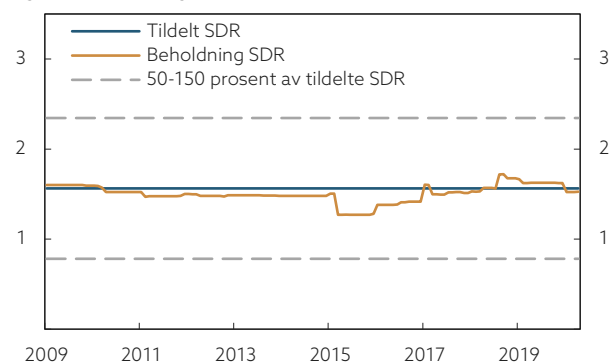


Figur 2-4 PRGT 2016-avtale. Milliarder SDR



**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 valutareservene. Avtalen innebærer også en rett for Norges Bank til å selge SDR. I kvartalet har beholdningen økt med om lag 1 million, til 1 526 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, 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 byrdefordeling<sup>4</sup>. Under byrdefordelingsmekanismen deler debitor- og kreditor-medlemmer kostnaden for forfalte forpliktelser på utestående kreditt hos IMF gjennom en justering av renten.

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



# 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
<b>Avkastning på valutareservene</b>	<b>9,06</b>	<b>4,71</b>	<b>4,82</b>	<b>5,26</b>
<i>Renteinvesteringer</i>				
Avkastning på renteinvesteringer	-0,67	2,01	1,08	2,33
Avkastning på referanseindeksen	-0,70	2,03	1,08	2,31
Relativ avkastning	0,04	-0,02	0,00	0,02
<i>Aksjeinvesteringer</i>				
Avkastning på aksjeinvesteringer	51,91	14,22	14,39	11,73
Avkastning på referanseindeksen	51,73	14,21	14,31	11,57
Relativ avkastning	0,18	0,01	0,08	0,17

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

	1. kv. 2021	4. kv. 2020	3. kv. 2020	2. kv. 2020	1. kv. 2020
<b>Durasjon</b>	<b>3,88</b>	<b>3,86</b>	<b>3,86</b>	<b>3,82</b>	<b>3,64</b>
CNY	3,35	3,25			
EUR	4,47	4,36	4,39	4,37	4,01
GBP	4,38	4,56	4,20	4,14	4,01
JPY	4,02	3,96	4,08	4,13	4,14
USD	3,41	3,40	3,40	3,35	3,27
<b>Yield</b>	<b>0,19</b>	<b>-0,08</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,08</b>	<b>0,02</b>
CNY	2,81	2,47			
EUR	-0,54	-0,68	-0,61	-0,54	-0,48
GBP	0,35	-0,03	-0,01	-0,03	0,16
JPY	-0,08	-0,10	-0,11	-0,14	-0,14
USD	0,59	0,30	0,24	0,24	0,34