

VALUTARESERVENE

Forvaltningen av valutareservene

4 | 2022
MARS 2023

RAPPORT FOR
FJERDE KVARTAL 2022

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 petrobufferporteføljen. Valutareservene kan plasseres i kontant-innskudd, 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 USA, Frankrike, Tyskland, Japan, Storbritannia og Kina. 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 2022

- Valutareservenes markedsverdi var ved utgangen av fjerde kvartal 614,4 milliarder kroner, en reduksjon på 123,6 milliarder kroner siden forrige kvartal.
- Valutareservenes avkastning var 1,4 prosent målt i internasjonal valuta. Aksjeinvesteringene hadde en avkastning på 7,2 prosent, mens avkastningen til renteinvesteringene var 0,1 prosent. Målt i norske kroner var valutareservenes avkastning -4,8 prosent.
- Valutareservenes størrelse og likviditet anses som tilstrekkelig til å møte Norges Banks forpliktelser.
- Norges Banks egenkapital anses som tilstrekkelig for å oppfylle bankens formål.

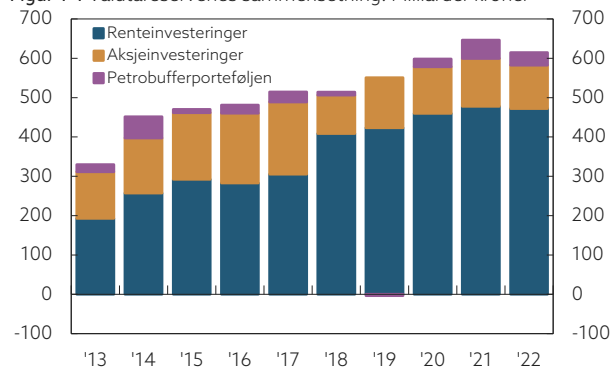
INTERNASJONAL VALUTA

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 614,4 milliarder kroner ved utgangen av kvartalet. Verdien falt med 123,6 milliarder i kvartalet. Avkastning målt i internasjonal valuta økte verdien med 8,7 milliarder, mens sterkere kronekurs reduserte verdien med 48,2 milliarder. Netto utflyt var 84,0 milliarder kroner, i hovedsak fra petrobufferporteføljen. I 2022 falt markedsverdien med 32,1 milliarder kroner.

Figur 1-1 Valutareservenes sammensetning. Milliarder kroner



Tabell 1-1 Markedsverdier

	4. kvartal 2022			Valuta-reservene	2022			Valuta-reservene
	Rente-investeringer	Aksje-investeringer	Petrobuffer-porteføljen		Rente-investeringer	Aksje-investeringer	Petrobuffer-porteføljen	
<i>I milliarder kroner</i>								
Markedsverdi ved inngang	501,9	111,5	124,5	737,9	477,7	122,0	46,8	646,5
Markedsverdi ved utgang	472,0	110,4	32,0	614,4	472,0	110,4	32,0	614,4
Endring i markedsverdi	-30,0	-1,0	-92,6	-123,6	-5,7	-11,5	-14,9	-32,1
Netto tilførsel	-1,5	0,0	-82,5	-84,0	-2,4	0,0	-23,2	-25,6
Avkastning målt i kroner	-28,5	-1,0	-10,1	-39,6	-3,3	-11,5	8,3	-6,5

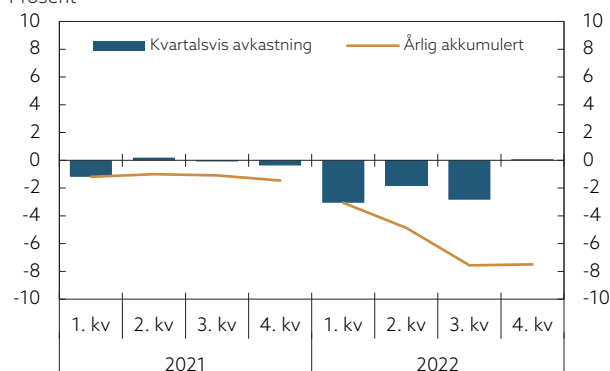
Tabell 1-2 Detaljer for rente- og aksjeinvesteringene

	4. kvartal 2022			Sum	2022			Sum
	Rente-investeringer	Aksje-investeringer			Rente-investeringer	Aksje-investeringer		
<i>I milliarder kroner</i>								
Avkastning målt i kroner		-28,5	-1,0	-29,5	-3,3	-11,5		-14,8
Avkastning målt i internasjonal valuta		0,5	8,2	8,7	-36,0	-19,6		-55,6
Svingninger i kronekursen		-28,9	-9,2	-38,1	32,8	8,1		40,9
<i>I prosent</i>								
Avkastning målt i internasjonal valuta		0,1	7,2	1,4	-7,5	-16,8		-9,4
Avkastning målt i kroner		-5,7	-0,9	-4,8	-0,7	-9,4		-2,5
Relativ avkastning målt i kroner		0,01	0,03	-	0,07	0,10		-
Forventet relativ volatilitet målt i kroner (annualisert)		0,03	0,06					

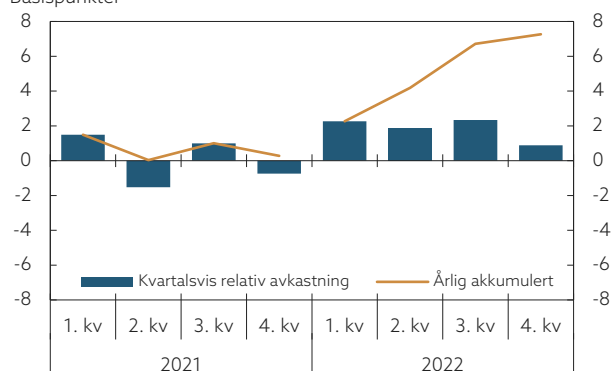
Renteinvesteringer

Markedsverdien av renteinvesteringene var 472,0 milliarder kroner ved utgangen av kvartalet, ned 30,0 milliarder kroner fra forrige kvartal. Sterkere kronkurs reduserte verdien med 28,9 milliarder kroner, mens avkastning målt i internasjonal valuta økte verdien med 0,5 milliarder kroner, tilsvarende 0,1 prosent. Netto utflyt fra renteporteføljen var 1,5 milliarder kroner som følge av IMF-transaksjoner.

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



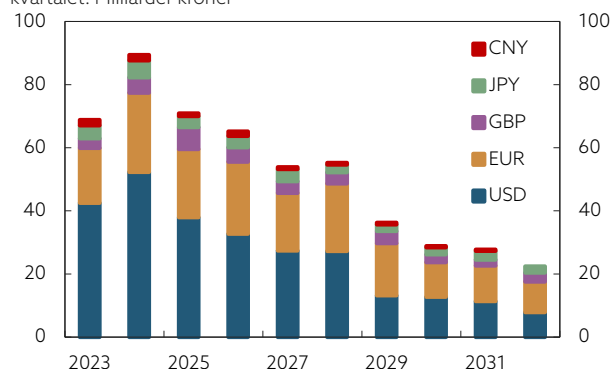
Figur 1-3 Relativ avkastning i kroner. Renteinvesteringer. Basispunkter



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

	Markedsverdi	Andel	Durasjon	Yield
Totalt	471,96	100,00	3,59	3,33
CNY	9,45	2,00	3,47	2,49
EUR	160,11	33,92	3,96	2,61
GBP	33,10	7,01	3,94	3,52
JPY	33,19	7,03	4,19	0,19
USD	236,11	50,03	3,21	4,27

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



USA Amerikanske statsrenter endte kvartalet lite endret, tross svingninger gjennom kvartalet. To-årsrenten steg 15 basispunkter, om lag 10 basispunkter mer enn tiårsrenten. Femårsrenten falt derimot noe. Fed satte opp styringsrenten med 125 basispunkter i kvartalet. Investeringene i amerikanske dollar hadde en avkastning på 1 prosent, hovedsakelig som følge av løpende renteinntekter.

EUROPA Europeiske statsrenter fortsatte oppgangen gjennom kvartalet. Tyske to-årsrenter steg 90 basispunkter, mens tiårsrentene steg i underkant av 50 basispunkter. ECB hevet styringsrenten 75 basispunkter i oktober og 50 basispunkter i desember. Investeringene denominert i euro hadde en negativ avkastning på 1,8 prosent, hovedsakelig som følge av renteoppgangen.

STORBRITANNIA Inflasjonen i Storbritannia steg ytterligere i fjerde kvartal, og Bank of England hevet renten med 125 basispunkter til 3,5 prosent for å dempe prispresset. Til tross falt britiske statsobligasjonsrenter. Investeringene i britiske pund hadde en avkastning på 3,6 prosent, hovedsakelig som følge av rentenedgangen.

JAPAN Japanske renter steg i fjerde kvartal. Bank of Japan gjorde endringer i rentekurvekontrollen og utvidet svingningsintervallet for tiårsrenten fra 0 ± 25 basispunkter til 0 ± 50 basispunkter. Investeringene i japanske yen hadde en negativ avkastning på 0,7 prosent.

KINA I Kina steg statsrentene i fjerde kvartal og korte renter steg mer enn lange. To-årsrenten steg om lag 20 basispunkter. Den kinesiske tiårsrenten endte kvartalet litt over 2,8 prosent. Investeringene i kinesisk Yuan oppnådde en avkastning på 0,3 prosent.

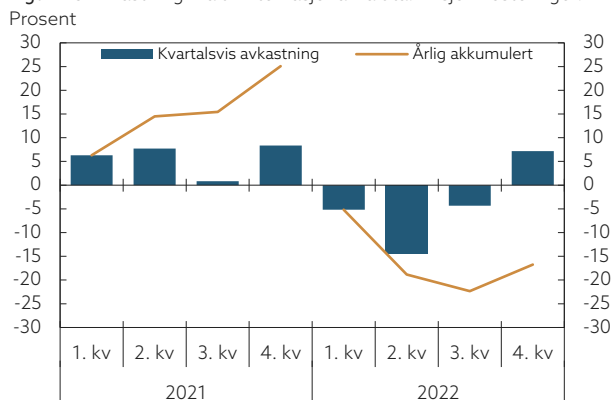
Aksjeinvesteringer

Aksjeporteføljens markedsverdi var 110,4 milliarder kroner ved utgangen av fjerde kvartal, en nedgang på 1,0 milliard kroner fra forrige kvartal. Avkastning i internasjonal valuta økte markedsverdien med 8,2 milliarder kroner. En sterkere krone reduserte porteføljens verdi med 9,2 milliarder kroner.

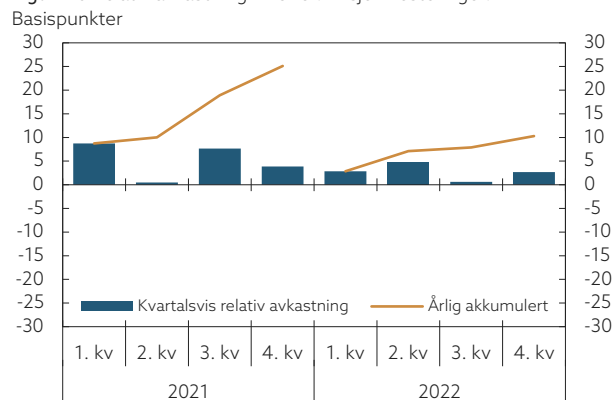
Aksjeporteføljens avkastning var 7,2 prosent i fjerde kvartal, målt i internasjonal valuta.

Europeiske aksjer hadde en avkastning på 16,8 prosent, nordamerikanske aksjer 4,3 prosent, og asiatiske aksjer hadde en avkastning på 10,4 prosent. Energisektoren hadde den sterkeste avkastningen i kvartalet med 19,3 prosent. Det største bidraget til porteføljens avkastning kom fra aksjer innen finans, industri og helse. Aksjer innen varige forbruksvarer hadde den svakeste avkastningen i kvartalet med -2,5 prosent.

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



Figur 1-6 Relativ avkastning i kroner. Aksjeinvesteringer.



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

	Markedsverdi	Andel	Relativ (pp.)
Materialer	4	4 %	-0,02
Varige forbruksvarer	15	14 %	0,00
Konsumvarer	7	7 %	-0,03
Energi	5	4 %	0,01
Finans	16	15 %	0,08
Helse	17	15 %	-0,03
Industri	15	13 %	-0,03
Eiendom	3	3 %	-0,03
Teknologi	22	20 %	0,01
Telekommunikasjon	3	3 %	0,02
Kraft	3	3 %	0,02

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

	Markedsverdi	Andel	Relativ (pp.)
AUD	3	3 %	0,02
CAD	3	2 %	-0,38
CHF	3	3 %	-0,09
DKK	1	1 %	-0,02
EUR	11	10 %	0,31
GBP	4	4 %	-0,64
JPY	8	8 %	0,09
SEK	1	1 %	0,09
USD	76	69 %	0,62

Petrobufferporteføljen

Markedsverdien av petrobufferporteføljen var 32 milliarder kroner ved utgangen av fjerde kvartal, en reduksjon på 92,6 milliarder kroner i kvartalet. I løpet av kvartalet ble det kjøpt valuta fra SDØE for 149,4 milliarder kroner og det ble overført valuta tilsvarende 423,1 milliarder kroner til SPU fra petrobufferporteføljen. Samtidig kjøpte Norges Bank valuta i markedet tilsvarende 191,2 milliarder kroner. Avkastningen til porteføljen var -10,1 milliarder, i hovedsak som følge av sterkere kronekurs.

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.

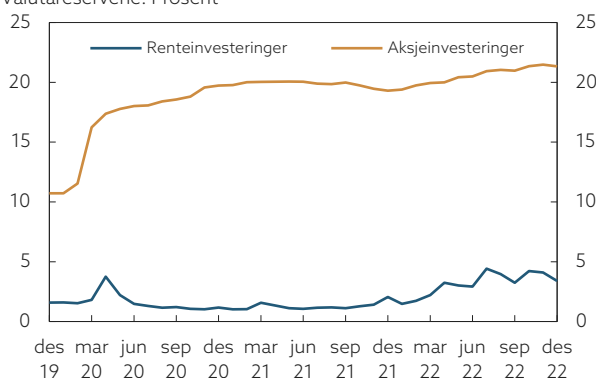
FORVENTET RELATIV VOLATILITET

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.

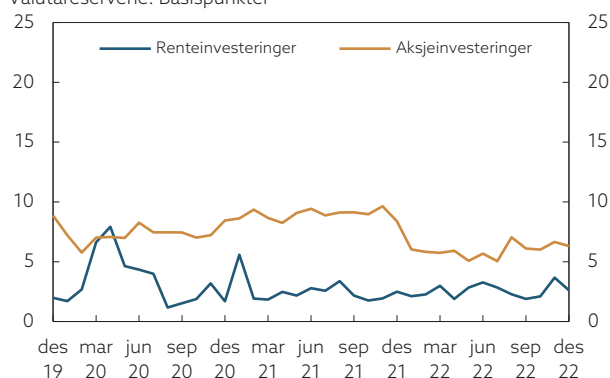
Reservenes markedsrisiko bestemmes av sammensetningen av investeringene og svingninger i aksjekurser, rentenivå og kreditttrisikopåslag. For aksje- og renteinvesteringer var forventet absolutt volatilitet, ekskludert kronkursbevegelser, henholdsvis 21,3 og 3,4 prosent ved utgangen av kvartalet. Dette tilsvarer en forventet årlig verdisvingning på om lag 23,6 og 16,0 milliarder kroner. Forventet relativ volatilitet var på samme tid 0,06 og 0,03 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 1-7 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 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)¹ var på 10 823 millioner SDR² per 31. desember 2022. Ved utgangen av kvartalet hadde IMF trukket 1 443 millioner SDR. Samlet gjenstående trekkadgang på ordningene er 9 695 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 2022	2022
Sum	10 823 080	1 442 743	9 695 013	14 903	76 106
Kvot	3 754 700	1 092 881	2 661 819	26 841	105 741
NAB	3 933 380	18 762	3 914 618	-4 600	-27 449
Bilaterale lån	2 585 000	0	2 585 000	0	0
PRGT ¹	550 000	331 101	533 575	-7 338	-2 186

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

	Tildelte SDR	Beholdning SDR	Rest frivillig kjøp	Endring i beholdning SDR	
				4. kvartal 2022	2022
SDR-beholdning	5 161 781	5 473 797	2 268 874	105 409	119 264

RENTE PÅ ORDNINGENE

Norges Bank mottar SDR-renten på reserveposisjonen³, 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 byrdefordeling⁴. 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 og 2022-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. Per 31.12 var 1 SDR = 13,15 NOK.

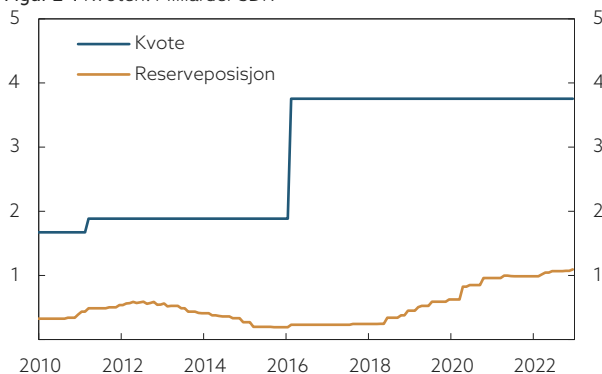
³ Reserveposisjonen er lik trukket beløp av vår kvote og tilsvarer differansen mellom kvoten og IMF's kroneinnskudd i Norges Bank.

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

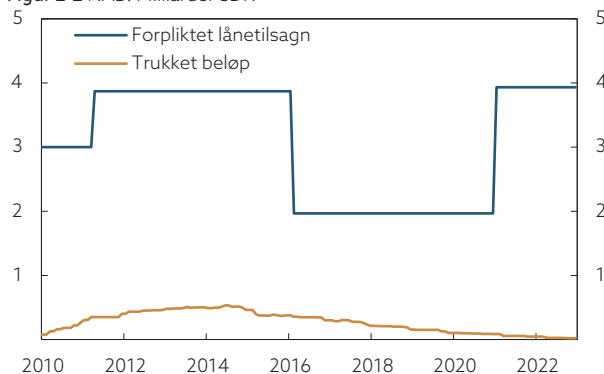
KVOTER er IMF's hovedkilde til finansiering. Hvert medlem av IMF er tildelt en kvote som i hovedsak er basert på medlemslandets relative posisjon i verdensøkonomien. Norges kvote er på 3 755 millioner SDR. Trukket beløp økte med 26,8 millioner SDR i kvartalet, se tabell 2-1 og figur 2-1.

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 4,6 millioner SDR i kvartalet, se tabell 2-1 og figur 2-2.

Figur 2-1 Kvote. Milliarder SDR



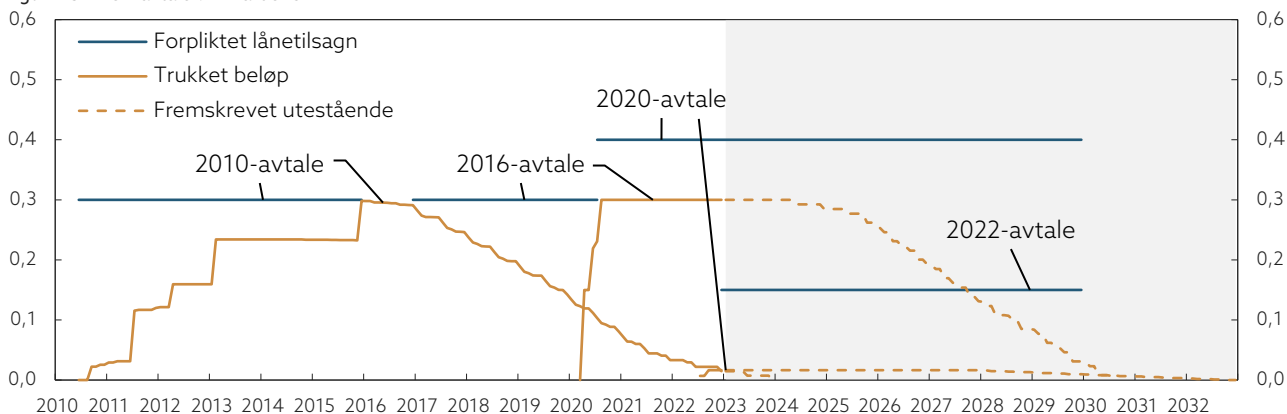
Figur 2-2 NAB. Milliarder SDR



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. Avtalen kan forlenges med ett år. 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).

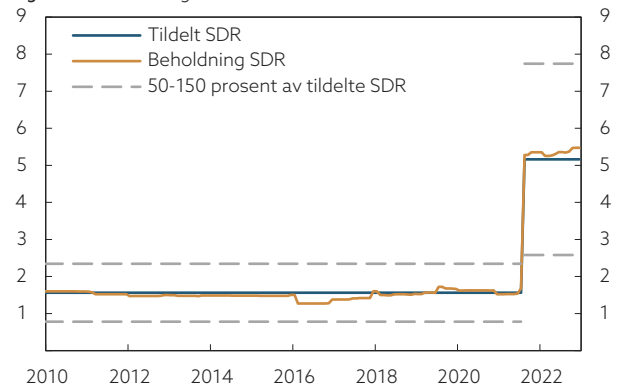
PRGT Finansdepartementet har låneavtaler med PRGT, som står for IMF's utlånsordninger for lavinntektsland. Norge inngikk i 2010 og 2016 låneavtaler på 300 millioner SDR hver. Disse lånene er trukket fullt ut og under avtalene vil det kun komme tilbakebetalinger, se tabell 2-1, figur 2-3. I 2020 ble det 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»⁵ 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 økt med 105,4 millioner SDR. Norges beholdning av SDR ved utgangen av kvartalet var 5 474 millioner SDR, se tabell 2-2 og figur 2-4.

Figur 2-4 Beholdning av SDR. Milliarder SDR



⁵ «Prescribed holders of SDR» er 15 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), åtte utviklingsbanker (African Development Bank, African Development Fund, Asian Development Bank, International Bank for Reconstruction and Development and the International Development Association, Islamic Development Bank, Nordic Investment Bank, and International Fund for Agricultural Development) og tre «intergovernmental monetary institutions» (Bank of International Settlements, Arab Monetary Fund 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	-9,37	-0,14	1,27	3,63
<i>Renteinvesteringer</i>				
Avkastning på renteinvesteringer	-7,50	-2,06	-0,49	0,44
Avkastning på referanseindeksen	-7,56	-2,09	-0,49	0,44
Relativ avkastning	0,07	0,03	0,00	0,00
<i>Aksjeinvesteringer</i>				
Avkastning på aksjeinvesteringer	-16,76	6,16	7,38	10,77
Avkastning på referanseindeksen	-16,86	6,05	7,33	10,61
Relativ avkastning	0,09	0,10	0,05	0,16

Tabell 2 Durasjon og yield på renteinvesteringene. Siste fem kvartal

	4. kv. 2022	3. kv. 2022	2. kv. 2022	1. kv. 2022	4. kv. 2021
Durasjon	3,59	3,64	3,69	3,78	3,83
CNY	3,47	3,50	3,40	3,42	3,37
EUR	3,96	4,04	4,14	4,22	4,24
GBP	3,94	3,97	4,26	4,13	4,19
JPY	4,19	4,18	3,72	4,10	4,26
USD	3,21	3,26	3,32	3,40	3,47
Yield	3,33	3,06	1,95	1,31	0,40
CNY	2,49	2,25	2,36	2,40	2,38
EUR	2,61	1,89	0,94	0,21	-0,47
GBP	3,52	4,06	1,95	1,38	0,70
JPY	0,19	0,04	0,01	0,02	-0,06
USD	4,27	4,18	2,90	2,20	0,94