

VALUTARESERVENE

Forvaltningen av valutareservene

2 | 2021

AUGUST 2021

RAPPORT FOR
ANDRE 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 ANDRE KVARTAL 2021

- Valutareservenes markedsverdi var 643,5 milliarder kroner, en økning på 20,1 milliarder kroner siden forrige kvartal.
- Valutareservenes avkastning var 1,9 prosent målt i internasjonal valuta. Aksjeinvesteringene hadde en avkastning på 7,7 prosent, mens avkastningen til renteinvesteringene var 0,2 prosent. Målt i norske kroner var valutareservenes avkastning 3,0 prosent.
- Valutareservenes størrelse og likviditet anses som tilstrekkelig til å møte Norges Banks forpliktelser.

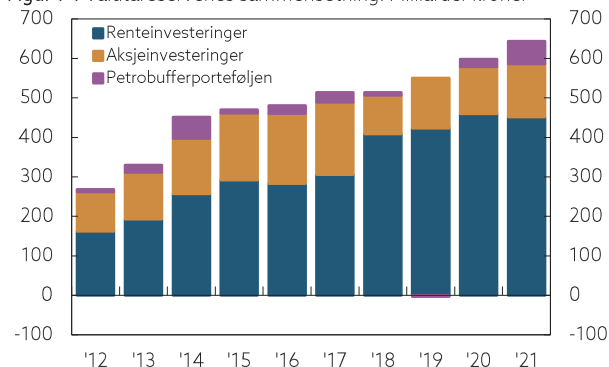
INTERNASJONAL VALUTA

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 643,5 milliarder kroner ved utgangen av kvartalet. Verdien økte med 20,1 milliarder kroner fra forrige kvartal. Avkastning målt i internasjonal valuta og svekkelse av kronkursen økte verdien med henholdsvis 10,5 og 6,3 milliarder kroner. Netto tilførsel var 3,2 milliarder kroner. Så langt i 2021 har valutareservenes markedsverdi økt med 45,1 milliarder kroner.

Figur 1-1 Valutareservenes sammensetning. Milliarder kroner



Tabell 1-1 Markedsverdier

	2. kvartal 2021			Valuta- reservene	2021			Valuta- reservene
	Rente- investeringer	Aksje- investeringer	Petrobuffer- porteføljen		Rente- investeringer	Aksje- investeringer	Petrobuffer- porteføljen	
<i>I milliarder kroner</i>								
Markedsverdi ved inngang	445,6	124,1	53,7	623,4	459,8	118,6	20,0	598,4
Markedsverdi ved utgang	451,2	135,0	57,3	643,5	451,2	135,0	57,3	643,5
Endring i markedsverdi	5,6	10,9	3,6	20,1	-8,6	16,4	37,3	45,1
Netto tilførsel	-0,3	0,0	3,5	3,2	0,4	0,0	37,7	38,1
Avkastning målt i kroner	6,0	10,9	0,1	17,0	-8,9	16,4	-0,4	7,0

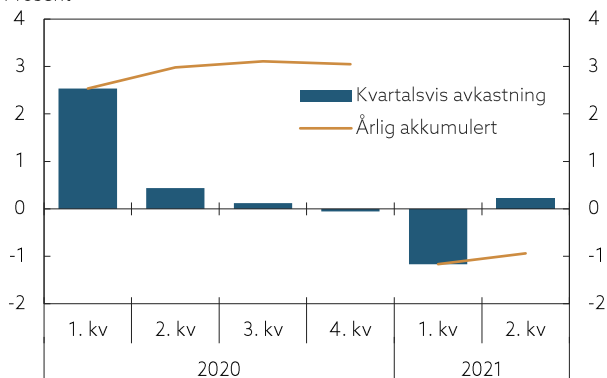
Tabell 1-2 Detaljer for rente- og aksjeinvesteringene

	2. kvartal 2021			Sum	2021			Sum
	Rente- investeringer	Aksje- investeringer			Rente- investeringer	Aksje- investeringer		
<i>I milliarder kroner</i>								
Avkastning målt i kroner		6,0	10,9	16,8	-8,9	16,4		7,5
Avkastning målt i internasjonal valuta		1,0	9,5	10,5	-4,4	17,0		12,6
Svingninger i kronkursen		5,0	1,4	6,3	-4,6	-0,6		-5,2
<i>I prosent</i>								
Avkastning målt i internasjonal valuta		0,23	7,73	1,86	-0,94	14,50		2,23
Avkastning målt i kroner		1,34	8,76	2,96	-1,94	13,83		1,29
Relativ avkastning målt i kroner		-0,02	0,00	-	0,00	0,10		-
Forventet relativ volatilitet målt i kroner (annualisert)		0,03	0,09	-	0,03	0,09		-

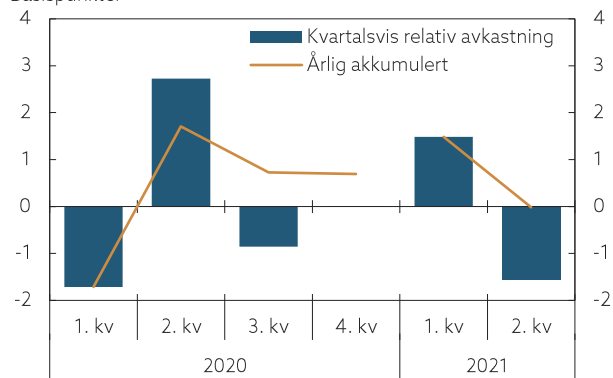
Renteinvesteringer

Markedsverdien av renteinvesteringene var 451,2 milliarder kroner, opp 5,6 milliarder kroner fra forrige kvartal. Kronekursvekkelse bidro til å øke verdien med 5,0 milliarder kroner. Avkastning målt i internasjonal valuta økte verdien med 1,0 milliarder kroner, tilsvarende 0,2 prosent. Netto utflyt fra renteporteføljen var 0,3 milliarder kroner, hovedsakelig som følge av utflyt i forbindelse med IMF-transaksjoner.

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



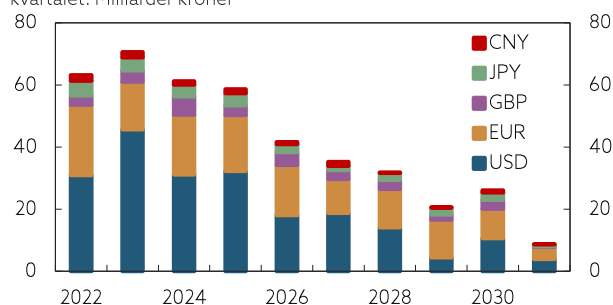
Figur 1-3 Relativ avkastning i kroner. Renteinvesteringer. Basispunkter



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

	Markedsverdi	Andel	Durasjon	Yield
Totalt	451,21	100,00	3,84	0,20
CNY	9,17	2,03	3,35	2,70
EUR	153,37	33,99	4,40	-0,47
GBP	31,57	7,00	4,25	0,31
JPY	31,55	6,99	4,09	-0,11
USD	225,55	49,99	3,40	0,59

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



USA Den amerikanske statsrentekurven flatet ut i andre kvartal. Lange statsrenter falt om lag 25 basispunkter, mens kortere renter steg noe. Investeringene denominert i amerikanske dollar oppnådde en avkastning på 0,5 prosent i andre kvartal. Nedgangen i de lange rentene var hovedårsaken til den positive avkastningen.

EUROPA Europeiske statsrenter steg i andre kvartal. Oppgangen var størst i fem- til tiårssegmentet. Investeringene denominert i euro hadde en avkastning på -0,3 prosent i andre kvartal. Hovedårsaken til den negative avkastningen er oppgangen i rentenivået i løpet av kvartalet.

STORBRITANNIA Britiske statsrenter falt i andre kvartal. Nedgangen var størst for de langsiktige rentene og rentekurven ble noe flatere.

Investeringer denominert i britiske pund oppnådde en avkastning på 0,4 prosent i andre kvartal.

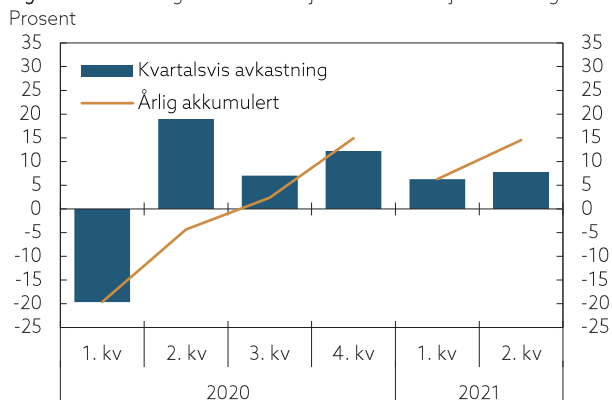
JAPAN Japanske renter falt marginalt i andre kvartal. Nedgangen var størst for de langsiktige rentene. Investeringer denominert i japanske yen oppnådde en avkastning på 0,1 prosent i andre kvartal.

KINA I Kina falt statsrentene over hele rentekurven i underkant av ti basispunkter. Den kinesiske tiårsrenten endte kvartalet på i overkant av tre prosent. Investeringer denominert i kinesiske Yuan oppnådde en avkastning på 1,1 prosent. De løpende renteinntektene utgjorde mer enn halvparten av den positive avkastningen, mens fallet i rentene også bidro.

Aksjeinvesteringer

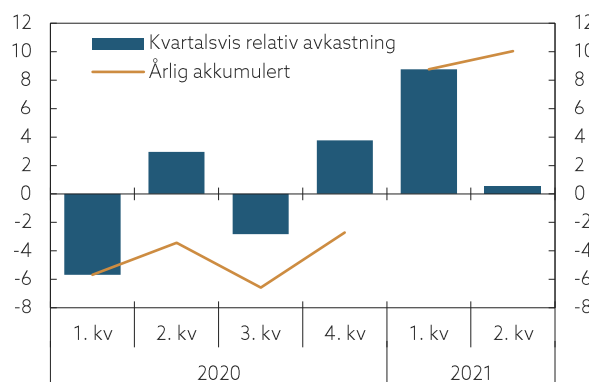
Aksjeporteføljens markedsverdi var 135,0 milliarder kroner ved utgangen av andre kvartal, en økning på 10,9 milliarder kroner fra utgangen av første kvartal. Avkastning i internasjonal valuta økte markedsverdien med 9,5 milliarder kroner, og en svakere krone, isolert sett, økte porteføljens verdi ytterligere med 1,4 milliarder kroner.

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



Nordamerikanske aksjer hadde en avkastning på 8,7 prosent, europeiske aksjer 7,7 prosent, og asiatiske aksjer -0,5 prosent. Teknologisektoren hadde høyest avkastning i andre kvartal med 13,0 prosent. Aksjer innen kraft –og vannforsyning hadde den svakeste avkastningen i kvartalet med -0,1 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	5	3 %
Konsumvarer, ikke-nødvendige	22	16 %
Konsumvarer, nødvendige	8	6 %
Energi	4	3 %
Finans	18	13 %
Helse	17	13 %
Industri	19	14 %
Eiendom	4	3 %
Teknologi	31	23 %
Telekommunikasjon	5	4 %
Kraft	3	2 %

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

	Markedsverdi	Andel
AUD	3	2 %
CAD	3	3 %
CHF	4	3 %
DKK	1	1 %
EUR	14	11 %
GBP	6	4 %
JPY	11	8 %
SEK	2	1 %
USD	91	67 %

Petrobufferporteføljen

Markedsverdien av petrobufferporteføljen var 57,3 milliarder kroner ved utgangen av andre kvartal, en økning på 3,6 milliarder kroner fra utgangen av første kvartal. I løpet av kvartalet ble det kjøpt valuta fra SDØE for 38,5 milliarder kroner og det ble overført valuta tilsvarende 69 milliarder kroner fra SPU til petrobufferporteføljen. Samtidig solgte Norges Bank valuta i markedet tilsvarende 104 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.

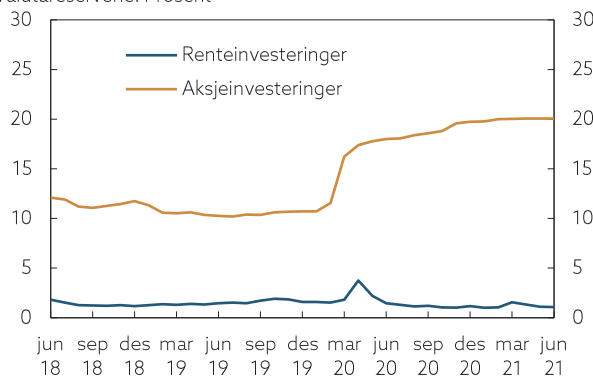
Reservenes markedsrisiko bestemmes av sammensetningen av investeringene og svingninger i aksjekurser, rentenivå og kreditttrisikopåslag. For aksje- og renteinvesteringer var forventet absolutt volatilitet, ekskludert kronkursbevegelser, henholdsvis 20,0 og 1,1 prosent ved utgangen av kvartalet. Dette tilsvarer en forventet årlig verdisvingning på om lag 27,1 og 4,8 milliarder kroner. Forventet relativ volatilitet var på samme tid 0,09 og 0,03 prosentpoeng for henholdsvis aksje- og renteinvesteringene.

FORVENTET RELATIV VOLATILITET

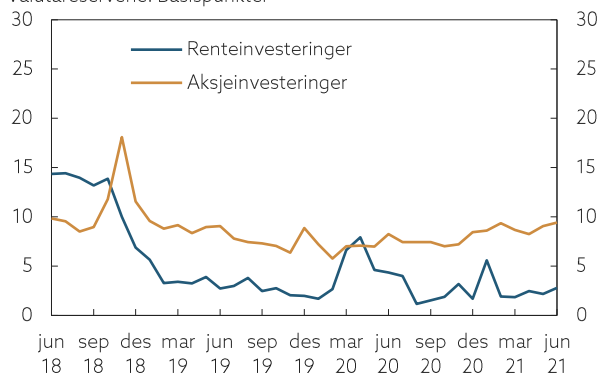
I hovedstyrets prinsipper for valutareservene er maksimal forventet relativ volatilitet satt til 50 basispunkter for henholdsvis rente- og aksjeporteføljen. Det innebærer at porteføljens avkastning relativt til referanseindeksen forventes å ligge innenfor ± 50 basispunkter i to av tre år.

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



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



2 FORPLIKTELSER TIL IMF

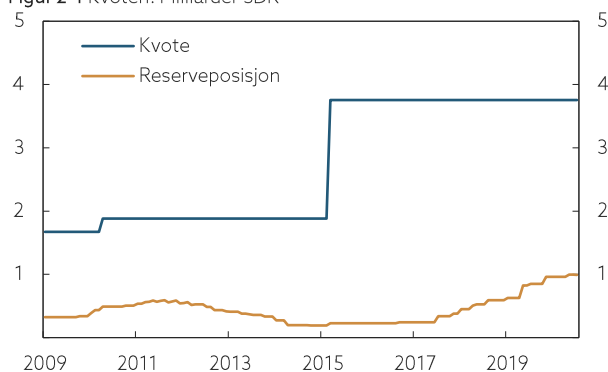
Etter sentralbankloven skal Norges Bank oppfylle forpliktelsene som følger av Norges medlemskap i Det internasjonale pengefondet (IMF). Medlemskapet innebærer en stående forpliktelse til å stille valuta til disposisjon for fondets utlån til medlemsland.

Forpliktelsene gjennom kvoten, NAB, bilaterale avtaler og PRGT var på 10 673 millioner SDR per 30. juni 2021. Ved utgangen av kvartalet hadde IMF trukket 1 399 millioner SDR. Samlet gjenstående trekkadgang på ordningene er 9 627 millioner SDR¹. Valutareservenes størrelse og likviditet vurderes som tilstrekkelig til å møte Norges Banks internasjonale forpliktelser.

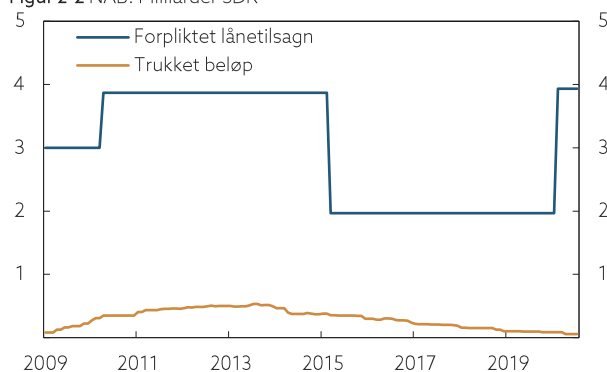
KVOTER er IMF's hovedkilde til finansiering. Hvert medlem av IMF er tildelt en kvote som i hovedsak er basert på medlemslandets relative posisjon i verdensøkonomien. Norges kvote er på 3 755 millioner SDR². Ved utgangen av kvartalet utgjorde trukket beløp³ 990 millioner SDR, som innebærer en økning på 30 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. 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.

Figur 2-1 Kvote. Milliarder SDR



Figur 2-2 NAB. Milliarder SDR



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.

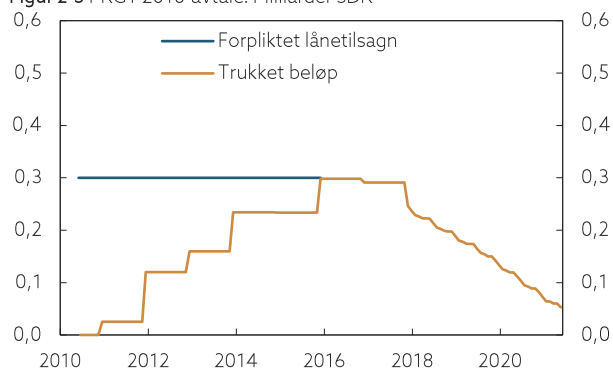
² Special Drawing Rights – IMF's spesielle trekkrettigheter. SDR er et instrument IMF kan bruke for å tildele internasjonal likviditet. Verdien av SDR blir utregnet av en valutakurv av amerikanske dollar, euro, japanske yen, britiske pund og kinesiske yuan.

³ Trukket beløp er lik reserveposisjonen.

BILATERALE LÅNEAVTALER fungerer som IMF's tredjelinjeforsvar etter kvoter og NAB. 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 utlånsordninger for lavinntektsland. 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 kun komme tilbakebetalinger, se figur 2-3 og figur 2-4. I kvartalet er det foretatt tilbakebetalinger på 11 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

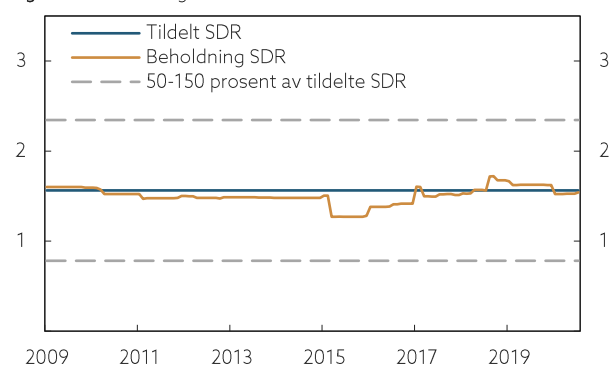


Figur 2-4 PRGT 2016-avtale. Milliarder SDR



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 beholdning er innenfor 50-150 prosent av tildelt SDR. Norges Bank kan, om andre land ønsker å selge SDR, måtte øke beholdningen av SDR 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 14 millioner SDR til 1 540 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 byrdefordeling⁴. Under byrdefordelingsmekanismen deler debitor- og kreditor-medlemmer kostnaden for forfalte forpliktelser på utestående kreditt hos IMF gjennom en justering av renten.

⁴ 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
Avkastning på valutareservene	6,81	4,79	5,00	5,35
<i>Renteinvesteringer</i>				
Avkastning på renteinvesteringer	-0,88	1,99	0,95	2,17
Avkastning på referanseindeksen	-0,87	2,01	0,96	2,15
Relativ avkastning	-0,01	-0,02	-0,01	0,02
<i>Aksjeinvesteringer</i>				
Avkastning på aksjeinvesteringer	37,54	15,59	15,81	12,63
Avkastning på referanseindeksen	37,40	15,56	15,72	12,46
Relativ avkastning	0,13	0,02	0,08	0,17

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

	2. kv. 2021	1. kv. 2021	4. kv. 2020	3. kv. 2020	2. kv. 2020
Durasjon	3,84	3,88	3,86	3,86	3,82
CNY	3,35	3,35	3,25	0,00	0,00
EUR	4,40	4,47	4,36	4,39	4,37
GBP	4,25	4,38	4,56	4,20	4,14
JPY	4,09	4,02	3,96	4,08	4,13
USD	3,40	3,41	3,40	3,40	3,35
Yield	0,20	0,19	-0,08	-0,10	-0,08
CNY	2,70	2,81	2,47	0,00	0,00
EUR	-0,47	-0,54	-0,68	-0,61	-0,54
GBP	0,31	0,35	-0,03	-0,01	-0,03
JPY	-0,11	-0,08	-0,10	-0,11	-0,14
USD	0,59	0,59	0,30	0,24	0,24