

VALUTARESERVENE

Forvaltningen av valutareservene

2 | 2022
AUGUST 2022

RAPPORT FOR
ANDRE KVARTAL 2022

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, statscertifikater, 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 2022

- Valutareservenes markedsverdi var ved utgangen av andre kvartal 668,3 milliarder kroner, en økning på 66,0 milliarder kroner siden forrige kvartal.
- Valutareservenes avkastning var -4,4 prosent målt i internasjonal valuta. Aksjeinvesteringene hadde en avkastning på -14,4 prosent, mens avkastningen til renteinvesteringene var -1,9 prosent. Målt i norske kroner var valutareservenes avkastning 4,5 prosent.
- Valutareservenes størrelse og likviditet anses som tilstrekkelig til å møte Norges Banks forpliktelser.

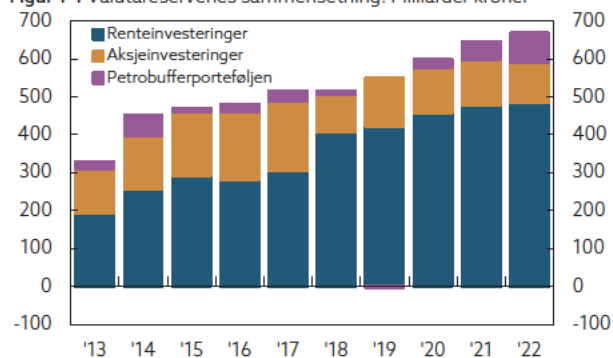
INTERNASJONAL VALUTA

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 668,3 milliarder kroner ved utgangen av kvartalet. Verdien økte med 66,0 milliarder i kvartalet. Svakere kronekurs økte verdien med 57,2 milliarder, mens avkastning målt i internasjonal valuta reduserte verdien med 25,5 milliarder. Netto tilførsel var 34,2 milliarder kroner. Hittil i år har markedsverdien økt med 21,9 milliarder kroner.

Figur 1-1 Valutareservenes sammensetning. Milliarder kroner



Tabell 1-1 Markedsverdier

	2. 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	454,2	113,9	34,3	602,4	477,7	122,0	46,8	646,5
Markedsverdi ved utgang	484,4	107,7	76,3	668,3	484,4	107,7	76,3	668,3
Endring i markedsverdi	30,2	-6,2	42,0	66,0	6,7	-14,3	29,5	21,9
Netto tilførsel	-1,8	0,0	36,0	34,2	-0,8	0,0	26,2	25,4
Avkastning målt i kroner	31,9	-6,2	6,0	31,7	7,5	-14,3	3,3	-3,6

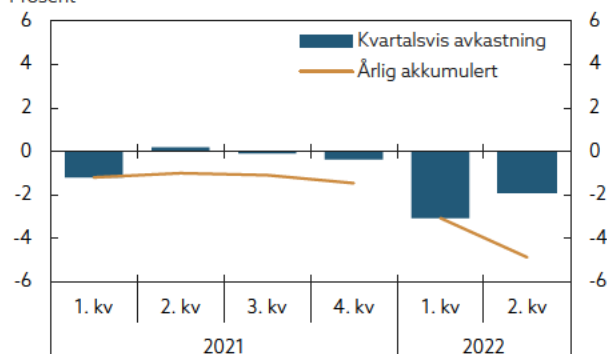
Tabell 1-2 Detaljer for rente- og aksjeinvesteringene

	2. kvartal 2022			Sum	2022		Sum
	Rente-investeringer	Aksje-investeringer			Rente-investeringer	Aksje-investeringer	
<i>I milliarder kroner</i>							
Avkastning målt i kroner		31,9	-6,2	25,7	7,5	-14,3	-6,8
Avkastning målt i internasjonal valuta		-8,6	-16,9	-25,5	-23,2	-23,3	-46,5
Svingninger i kronekursen		40,6	10,7	51,2	30,7	9,0	39,7
<i>I prosent</i>							
Avkastning målt i internasjonal valuta		-1,9	-14,4	-4,4	-4,9	-18,8	-7,7
Avkastning målt i kroner		7,0	-5,5	4,5	1,6	-11,7	-1,1
Relativ avkastning målt i kroner		0,02	0,05	-	0,04	0,07	-
Forventet relativ volatilitet målt i kroner (annualisert)		0,03	0,06				-

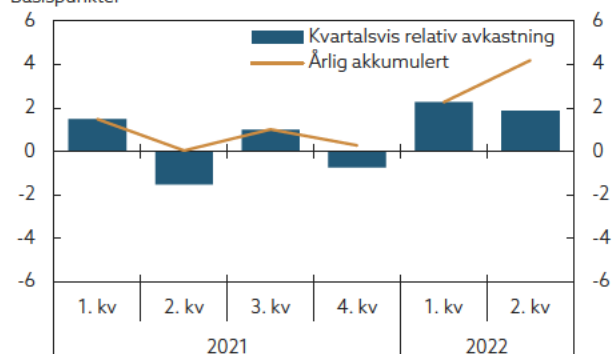
Renteinvesteringer

Markedsverdien av renteinvesteringene var 484,4 milliarder kroner ved utgangen av kvartalet, opp 30,2 milliarder kroner fra forrige kvartal. En svakere kronekurs økte verdien med 40,6 milliarder kroner, mens avkastning målt i internasjonal valuta reduserte verdien med 8,6 milliarder kroner, tilsvarende -1,9 prosent. Netto utflyt fra renteporteføljen var 1,8 milliarder kroner som følge av IMF-transaksjoner.

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



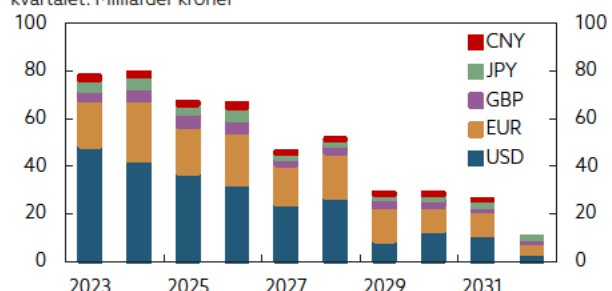
Figur 1-3 Relativ avkastning i kroner. Renteinvesteringer. Basispunkter



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

	Markedsverdi	Andel	Durasjon	Yield
Totalt	484,35	100,00	3,69	1,95
CNY	9,66	1,99	3,40	2,36
EUR	165,28	34,12	4,14	0,94
GBP	33,88	6,99	4,26	1,95
JPY	33,76	6,97	3,72	0,01
USD	241,77	49,92	3,32	2,90

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



USA Den kraftige oppgangen i amerikanske statsrenter fortsatte gjennom andre kvartal. Både to- og tiårsrentene steg mellom 60 og 70 basispunkter. Rentekurven endte marginalt brattere. Investeringene denominert i amerikanske dollar hadde en avkastning på -1,4 prosent i andre kvartal. Hovedårsaken til den negative avkastningen er renteoppgangen i perioden.

EUROPA Europeiske statsrenter steg i andre kvartal. Tysk toårsrente var så vidt negativ ved inngangen til kvartalet, men steg til over en prosent før den falt noe mot slutten av kvartalet. Tiårsrenten var i perioden over 1,5 prosent, det høyeste nivået siden 2014. Investeringene denominert i euro hadde en avkastning på -3,0 prosent i andre kvartal, hovedsakelig som følge av renteoppgangen.

STORBRITANNIA Britiske statsobligasjonsrenter steg over hele kurven i andre kvartal. Bank of England hevet renten to ganger i løpet av kvartalet og styringsrenten er nå 1,25 prosent. Investeringer denominert i britiske pund hadde en avkastning på -1,8 prosent i kvartalet, hovedsakelig på grunn av økte renter.

JAPAN Korte japanske renter holdt seg om lag uendret mens de lange rentene steg i andre kvartal. Investeringer denominert i japanske yen hadde en avkastning på -0,1 prosent i andre kvartal.

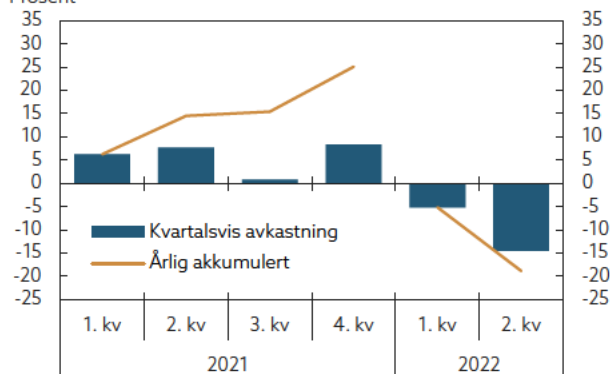
KINA I Kina falt de korte statsrentene mens de lange steg i andre kvartal. Den kinesiske tiårsrenten endte kvartalet litt over 2,9 prosent. Investeringer denominert i kinesiske Yuan oppnådde en avkastning på 0,7 prosent, hovedsakelig som følge av løpende renteinntekter.

Aksjeinvesteringer

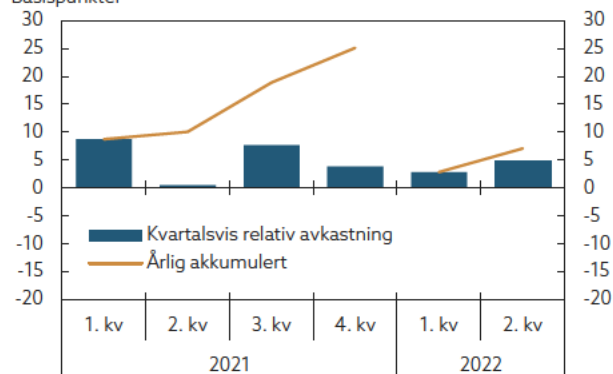
Aksjeporteføljens markedsverdi var 107,7 milliarder kroner ved utgangen av andre kvartal, en reduksjon på 6,2 milliarder kroner fra forrige kvartal. Avkastning i internasjonal valuta reduserte markedsverdien med 16,9 milliarder kroner. En svakere krone økte porteføljens verdi med 10,7 milliarder kroner.

Aksjeporteføljens avkastning var -14,4 prosent i andre kvartal, målt i internasjonal valuta. Nord-amerikanske aksjer hadde en avkastning på -15,0 prosent, europeiske aksjer -12,7 prosent og asiatiske aksjer -12,1 prosent. Teknologiaksjer hadde svakest avkastning i andre kvartal med -20,5 prosent og utgjorde det største bidraget til porteføljens avkastning. Aksjer innen konsumsektoren hadde den sterkeste avkastningen i kvartalet med -2,5 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. Per utgangen av kvartalet. Milliarder kroner

	Markedsverdi	Andel
Materialer	4	3 %
Konsumvarer, ikke-nødvendige	15	14 %
Konsumvarer, nødvendige	7	7 %
Energi	4	4 %
Finans	15	14 %
Helse	16	15 %
Industri	14	13 %
Eiendom	3	3 %
Teknologi	24	22 %
Telekommunikasjon	4	3 %
Kraft	3	3 %

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

	Markedsverdi	Andel
AUD	3	2 %
CAD	3	3 %
CHF	3	3 %
DKK	1	1 %
EUR	10	9 %
GBP	4	4 %
JPY	8	8 %
SEK	1	1 %
USD	75	69 %

Petrobufferporteføljene

Markedsverdien av petrobufferporteføljene var 76,3 milliarder kroner ved utgangen av andre kvartal, en økning på 42,0 milliarder kroner i kvartalet. I løpet av kvartalet ble det kjøpt valuta fra SDØE for 145,6 milliarder kroner og det ble overført valuta tilsvarende 215,2 milliarder kroner til SPU fra petrobufferporteføljene. Samtidig kjøpte Norges Bank valuta i markedet tilsvarende 105,6 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.

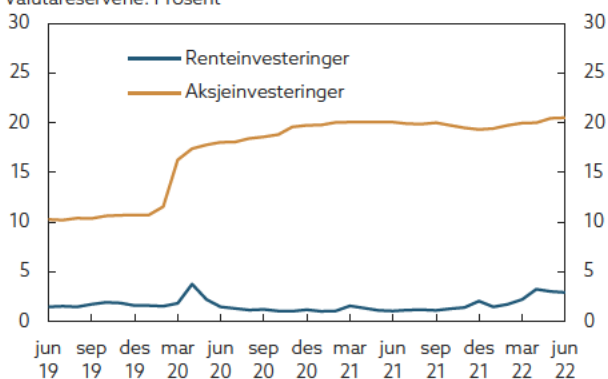
FORVENTET RELATIV VOLATILITET

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.

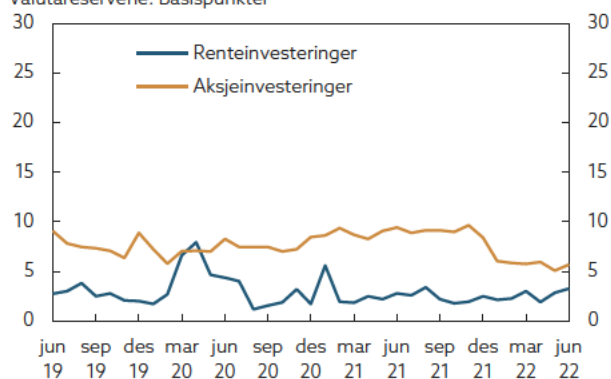
Reservenes markedsrisiko bestemmes av sammensetningen av investeringene og svingninger i aksjekurser, rentenivå og kreditttrisikopåslag. For aksje- og renteinvesteringer var forventet absolutt volatilitet, ekskludert kronkursbevegelser, henholdsvis 20,5 og 2,9 prosent ved utgangen av kvartalet. Dette tilsvarer en forventet årlig verdisvingning på om lag 22,1 og 14,2 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



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 30. juni 2022. Ved utgangen av kvartalet hadde IMF trukket 1 414 millioner SDR. Samlet gjenstående trekkadgang på ordningene er 9 581 millioner SDR. Forpliktelsen gjennom kvoten er en nødvendig følge av medlemskapet i IMF og gjelder for alle medlemslandene, men det er frivillig å delta i finansieringen av IMFs ulike innlånsordninger. 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 / forpliktelse	Trukket beløp	Gjenstående trekkadgang	Endring i trukket beløp	
				2. kvartal 2022	2022
Sum	10 673 080	1 414 364	9 580 729	27 432	47 727
Kvote	3 754 700	1 066 040	2 688 660	50 900	78 900
NAB	3 933 380	26 311	3 907 069	-12 400	-19 900
Bilaterale lån	2 585 000	0	2 585 000	0	0
PRGT	400 000	322 013	400 000	-11 068	-11 273

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

	Tildelte SDR	Beholdning SDR	Rest frivillig kjøp	Endring i beholdning SDR	
				2. kvartal 2022	2022
SDR-beholdning	5 161 781	5 355 386	2 387 285	100 602	854

RENTE PÅ ORDNINGENE

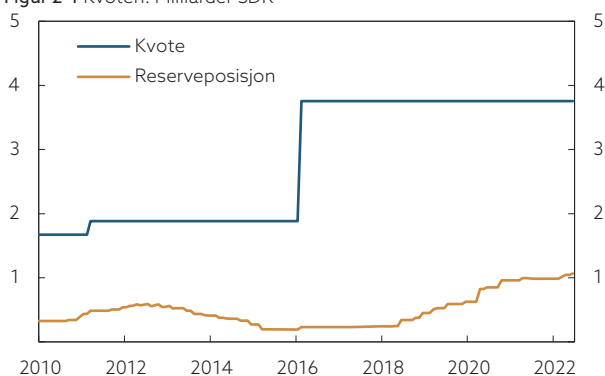
Norges Bank mottar SDR-renten på reserveposisjonen, NAB, PRGT og beholdning av SDR og betaler SDR-renten på tildelt SDR. SDR-renten er et vektet gjennomsnitt av tremåneders statsrenter i de land/valutaområder som inngår i SDR-kurven. SDR-renten har et gulv på 0,05 prosent. For reserveposisjonen kommer 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.

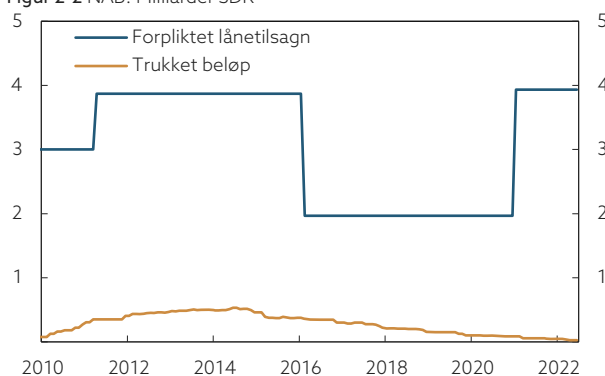
KVOTER er IMF's hovedkilde til finansiering. Hvert medlem av IMF er tildelt en kvote som i hovedsak er basert på medlemslandets relative posisjon i verdensøkonomien. Norges kvote er på 3 755 millioner SDR³. Trukket beløp⁴ økte med 50,9 millioner SDR i kvartalet, se tabell 2-1 og figur 2-1.

Figur 2-1 Kvote. Milliarder SDR



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. Det er staten, ved finansdepartementet, som er avtalepart til IMF. Forpliktelser gjennom utlånsprogrammet utgjør 3 933 millioner SDR. Utestående trekk ble redusert med 12,4 millioner SDR i kvartalet, se tabell 2-1 og figur 2-2.

Figur 2-2 NAB. Milliarder SDR



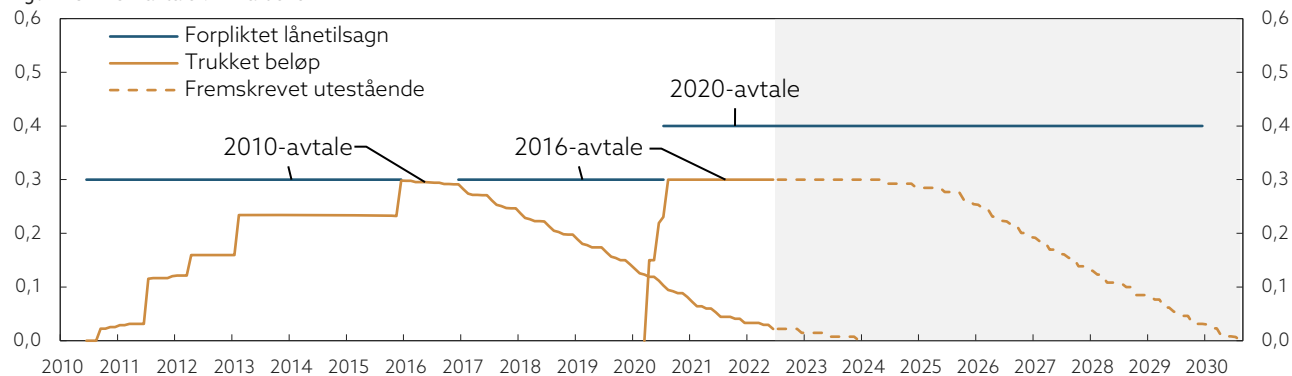
BILATERALE LÅNEAVTALER fungerer som IMF's tredjelinjeforsvar etter kvoter og NAB. Gjeldene låneavtale som trådte i kraft 1. januar 2021, løper til 31. desember 2023, og har en trekkadgang på 2 585 millioner SDR. Det var ved utgangen av kvartalet ikke trukket midler på denne ordningen. Det er Norges Bank 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 (Poverty Reduction and Growth Trust), 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 kvartalet er det foretatt tilbakebetalinger på 11,1 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.

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.

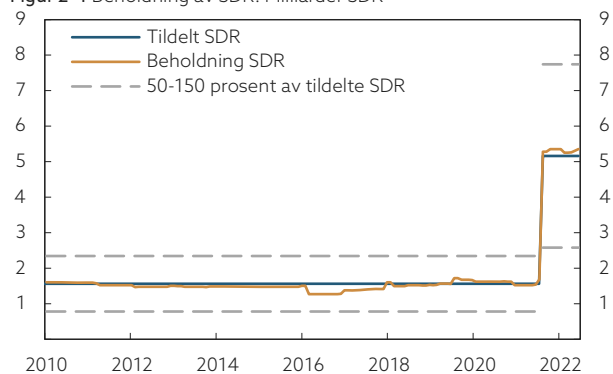
Figur 2-3 PRGT-avtaler. Milliarder SDR



BEHOLDNINGEN AV SDR er tildelt medlemslandene av IMF. Medlemsland, IMF og «prescribed holders» 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 beholdning 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 valuta-reservene. Avtalen innebærer også en rett for Norges Bank til å selge SDR. I kvartalet har beholdningen økt med 100,6 millioner SDR. Norges beholdning av SDR ved utgangen av

kvartalet var 5 355 millioner SDR, se tabell 2-2 og figur 2-4.

Figur 2-4 Beholdning av SDR. Milliarder SDR



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	-6,27	1,24	2,35	4,28
<i>Renteinvesteringer</i>				
Avkastning på renteinvesteringer	-5,31	-1,05	0,10	0,90
Avkastning på referanseindeksen	-5,35	-1,07	0,10	0,88
Relativ avkastning	0,04	0,01	0,00	0,02
<i>Aksjeinvesteringer</i>				
Avkastning på aksjeinvesteringer	-11,34	8,63	8,86	11,49
Avkastning på referanseindeksen	-11,51	8,54	8,80	11,32
Relativ avkastning	0,17	0,09	0,06	0,17

Tabell 2 Durasjon og yield på renteinvesteringene. Siste fem kvartal

	2. kv. 2022	1. kv. 2022	4. kv. 2021	3. kv. 2021	2. kv. 2021
Durasjon	3,69	3,78	3,83	3,89	3,84
CNY	3,40	3,42	3,37	3,41	3,35
EUR	4,14	4,22	4,24	4,42	4,40
GBP	4,26	4,13	4,19	4,39	4,25
JPY	3,72	4,10	4,26	4,05	4,09
USD	3,32	3,40	3,47	3,47	3,40
Yield	1,95	1,31	0,40	0,23	0,20
CNY	2,36	2,40	2,38	2,51	2,70
EUR	0,94	0,21	-0,47	-0,51	-0,47
GBP	1,95	1,38	0,70	0,55	0,31
JPY	0,01	0,02	-0,06	-0,08	-0,11
USD	2,90	2,20	0,94	0,64	0,59