

VALUTARESERVENE

Forvaltningen av valutareservene

3 | 2022

NOVEMBER 2022

RAPPORT FOR
TREDJE KVARTAL 2022

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 TREDJE KVARTAL 2022

- Valutareservenes markedsverdi var ved utgangen av tredje kvartal 737,9 milliarder kroner, en økning på 69,6 milliarder kroner siden forrige kvartal.
- Valutareservenes avkastning var -3,1 prosent målt i internasjonal valuta. Aksjeinvesteringene hadde en avkastning på -4,3 prosent, mens avkastningen til renteinvesteringene var -2,8 prosent. Målt i norske kroner var valutareservenes avkastning 3,6 prosent.
- Valutareservenes størrelse og likviditet anses som tilstrekkelig til å møte Norges Banks forpliktelser.

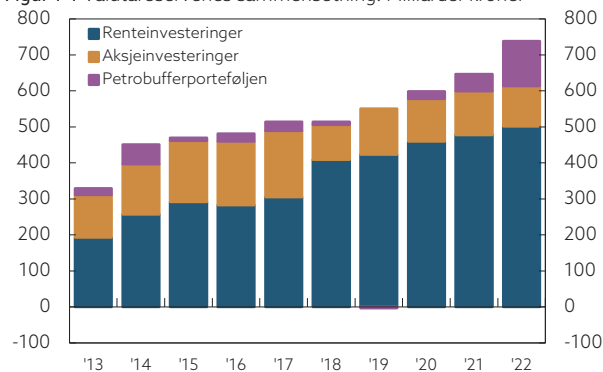
INTERNASJONAL VALUTA

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 737,9 milliarder kroner ved utgangen av kvartalet. Verdien økte med 69,6 milliarder i kvartalet. Svakere kronekurs økte verdien med 54,4 milliarder, mens avkastning målt i internasjonal valuta reduserte verdien med 17,8 milliarder. Netto tilførsel var 32,9 milliarder kroner. Hittil i år har markedsverdien økt med 91,5 milliarder kroner.

Figur 1-1 Valutareservenes sammensetning. Milliarder kroner



Tabell 1-1 Markedsverdier

	3. 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	484,4	107,7	76,3	668,3	477,7	122,0	46,8	646,5
Markedsverdi ved utgang	501,9	111,5	124,5	737,9	501,9	111,5	124,5	737,9
Endring i markedsverdi	17,6	3,8	48,2	69,6	24,3	-10,5	77,7	91,5
Netto tilførsel	-0,2	0,0	33,1	32,9	-0,9	0,0	59,3	58,4
Avkastning målt i kroner	17,7	3,8	15,1	36,7	25,2	-10,5	18,4	33,1

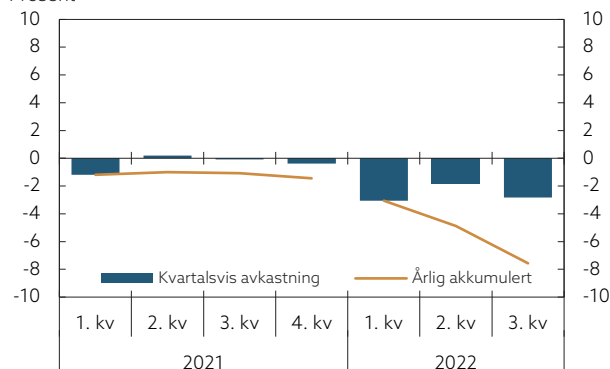
Tabell 1-2 Detaljer for rente- og aksjeinvesteringene

	3. kvartal 2022			Sum	2022			Sum
	Rente-investeringer	Aksje-investeringer			Rente-investeringer	Aksje-investeringer		
<i>I milliarder kroner</i>								
Avkastning målt i kroner		17,7	3,8	21,5	25,2	-10,5		14,7
Avkastning målt i internasjonal valuta		-13,3	-4,5	-17,8	-36,5	-27,8		-64,3
Svingninger i kronekursen		31,0	8,3	39,3	61,7	17,3		79,0
<i>I prosent</i>								
Avkastning målt i internasjonal valuta		-2,8	-4,3	-3,1	-7,6	-22,3		-10,6
Avkastning målt i kroner		3,7	3,5	3,6	5,3	-8,6		2,5
Relativ avkastning målt i kroner		0,02	0,01	-	0,07	0,08		-
Forventet relativ volatilitet målt i kroner (annualisert)		0,02	0,06					

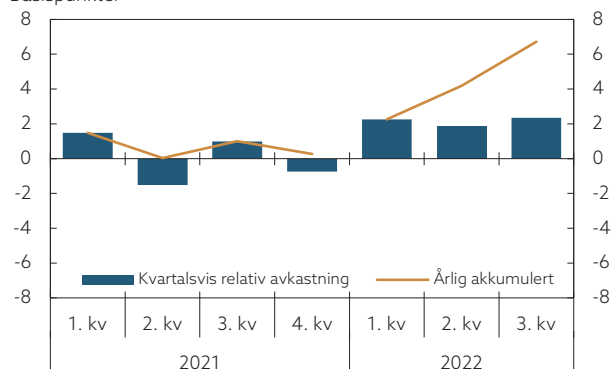
Renteinvesteringer

Markedsverdien av renteinvesteringene var 501,9 milliarder kroner ved utgangen av kvartalet, opp 17,6 milliarder kroner fra forrige kvartal. En svakere kronkurs økte verdien med 31,0 milliarder kroner, mens avkastning målt i internasjonal valuta reduserte verdien med 13,3 milliarder kroner, tilsvarende -2,8 prosent. Netto utflyt fra renteporteføljen var 0,2 milliarder kroner som følge av IMF-transaksjoner.

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



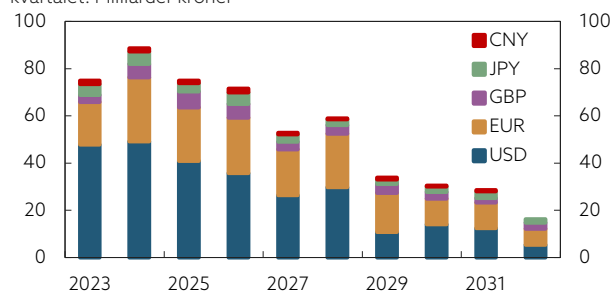
Figur 1-3 Relativ avkastning i kroner. Renteinvesteringer. Basispunkter



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

	Markedsverdi	Andel	Durasjon	Yield
Totalt	501,94	100,00	3,64	3,06
CNY	10,05	2,00	3,50	2,25
EUR	171,25	34,12	4,04	1,89
GBP	34,97	6,97	3,97	4,06
JPY	35,08	6,99	4,18	0,04
USD	250,60	49,93	3,26	4,18

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



USA Amerikanske statsrenter fortsatte oppgangen gjennom kvartalet. Toårsrenten steg 130 basispunkter, om lag 50 basispunkter mer enn tiårsrenten. Fed satte opp styringsrenten med 75 basispunkter både i juli og september. Investeringene i amerikanske dollar hadde en negativ avkastning på 2,5 prosent i kvartalet, hovedsakelig som følge av renteoppgangen. De løpende renteinntektene bidro positivt.

EUROPA Europeiske statsrenter fortsatte oppgangen gjennom kvartalet. Tyske toårsrenter steg 105 basispunkter, mens tiårsrentene steg i overkant av 70 basispunkter. ECB hevet styringsrenten 50 basispunkter i juli og 75 basispunkter i september. Investeringene denominert i euro hadde en negativ avkastning på 2,9 prosent i tredje kvartal, hovedsakelig som følge av renteoppgangen.

STORBRITANNIA Britiske statsobligasjonsrenter steg i tredje kvartal. Bank of England (BOE) hevet renten to ganger med 50 basispunkter i løpet av kvartalet og styringsrenten er nå 2,25 prosent. To- og tiårsrentene steg med henholdsvis 250 og 194 basispunkter i kvartalet. Investeringene i britiske pund hadde en negativ avkastning på 8,1 prosent i tredje kvartal, hovedsakelig som følge av renteoppgangen.

JAPAN Japanske renter steg marginalt i tredje kvartal. Investeringene i japanske yen hadde en negativ avkastning på 0,1 prosent i tredje kvartal.

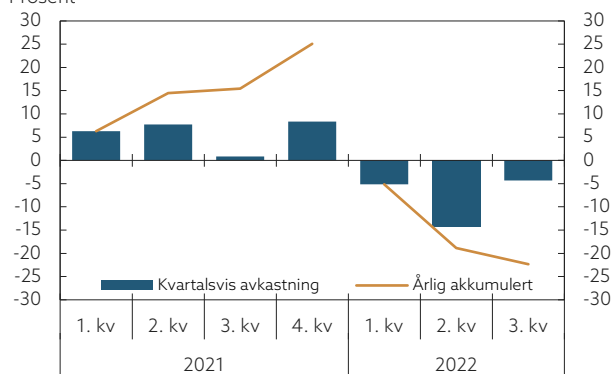
KINA I Kina falt statsrentene i tredje kvartal og korte renter falt mer enn lange. Toårsrenten falt om lag 15 basispunkter. Den kinesiske tiårsrenten endte kvartalet litt over 2,8 prosent. Investeringene i kinesisk Yuan oppnådde en avkastning på 0,9 prosent.

Aksjeinvesteringer

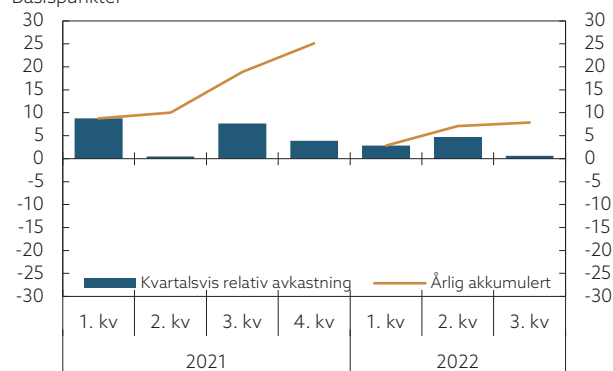
Aksjeporteføljens markedsverdi var 111,5 milliarder kroner ved utgangen av tredje kvartal, en økning på 3,8 milliarder kroner fra forrige kvartal. Avkastning i internasjonal valuta reduserte markedsverdien med 4,5 milliarder kroner. En svakere krone økte porteføljens verdi med 8,3 milliarder kroner.

Aksjeporteføljens avkastning var -4,3 prosent i tredje kvartal, målt i internasjonal valuta. Nord-amerikanske aksjer hadde en avkastning på -3,1 prosent, europeiske aksjer -8,7 prosent og asiatiske aksjer -5,6 prosent. Aksjer innen varige konsumvarer hadde den sterkeste avkastningen i kvartalet med 2,1 prosent og utgjorde det største bidraget til porteføljens avkastning. Telekommunikasjonssektoren hadde svakest avkastning i tredje kvartal med -15,3 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	17	15 %
Konsumvarer, nødvendige	7	7 %
Energi	4	4 %
Finans	15	14 %
Helse	16	14 %
Industri	14	13 %
Eiendom	3	3 %
Teknologi	24	22 %
Telekommunikasjon	3	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	7 %
SEK	1	1 %
USD	79	70 %

Petrobufferporteføljen

Markedsverdien av petrobufferporteføljen var 124,5 milliarder kroner ved utgangen av tredje kvartal, en økning på 48,2 milliarder kroner i kvartalet. I løpet av kvartalet ble det kjøpt valuta fra SDØE for 196,0 milliarder kroner og det ble overført valuta tilsvarende 306,0 milliarder kroner til SPU fra petrobufferporteføljen. Samtidig kjøpte Norges Bank valuta i markedet tilsvarende 143,0 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.

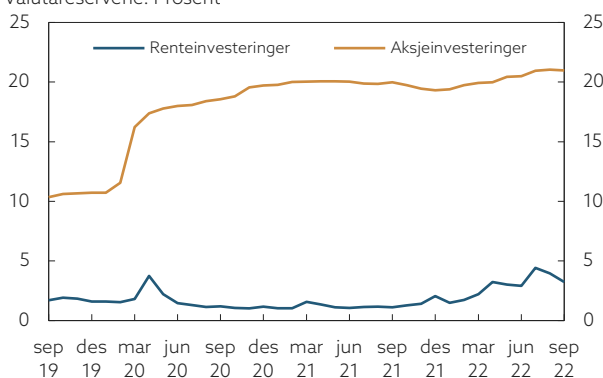
FORVENTET RELATIV VOLATILITET

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 kredittrisikopåslag. For aksje- og renteinvesteringer var forventet absolutt volatilitet, ekskludert kronkursbevegelser, henholdsvis 21,0 og 3,2 prosent ved utgangen av kvartalet. Dette tilsvarer en forventet årlig verdisingning på om lag 23,4 og 16,3 milliarder kroner. Forventet relativ volatilitet var på samme tid 0,06 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 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 PRGT¹ var på 10 673 millioner SDR² per 30. september 2022. Ved utgangen av kvartalet hadde IMF trukket 1 428 millioner SDR. Samlet gjenstående trekkadgang på ordningene er 9 567 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 IMF's 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	Utestående trekk	Gjenstående trekkadgang	Endring i utestående trekk	
				3. kvartal 2022	2022
Sum	10 673 080	1 427 840	9 567 253	13 476	61 203
Kvote	3 754 700	1 066 040	2 688 660	0	78 900
NAB	3 933 380	23 362	3 910 018	-2 949	-22 849
Bilaterale lån	2 585 000	0	2 585 000	0	0
PRGT ¹	400 000	338 438	383 575	16 425	5 152

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

	Tildelte SDR	Beholdning SDR	Rest frivillig kjøp	Endring i beholdning SDR	
				3. kvartal 2022	2022
SDR-beholdning	5 161 781	5 368 387	2 374 284	13 001	13 855

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 byrdefordeling³. 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.

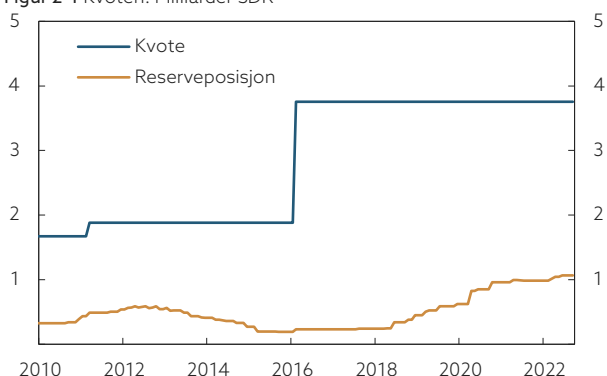
² Special Drawing Rights – IMF's spesielle trekkrettigheter. SDR er et instrument IMF kan bruke for å tildele internasjonal likviditet. Verdien av SDR blir utregnet av en valutakurv av amerikanske dollar, euro, japanske yen, britiske pund og kinesiske Yuan. Per 30.09 var 1 SDR = 13,90 NOK.

³ Grunnlaget for beregningen er reserveposisjonen fratrukket 60 millioner SDR. Fradraget skyldes at før 1978 inngikk kun 75 prosent av kvoten i beregningen.

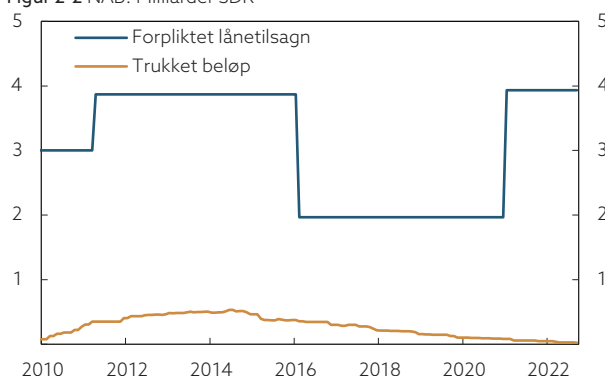
KVOTER er IMF's hovedkilde til finansiering. Hvert medlem av IMF er tildelt en kvote som i hovedsak er basert på medlemslandets relative posisjon i verdensøkonomien. Norges kvote er på 3 755 millioner SDR⁴. Trukket beløp⁵ er uendret i kvartalet, se tabell 2-1 og figur 2-1.

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. Det er staten, ved finansdepartementet, som er avtalepart til IMF. Forpliktelser gjennom utlånsprogrammet utgjør 3 933 millioner SDR. Utestående trekk ble redusert med 2,9 millioner SDR i kvartalet, se tabell 2-1 og figur 2-2.

Figur 2-1 Kvote. Milliarder SDR



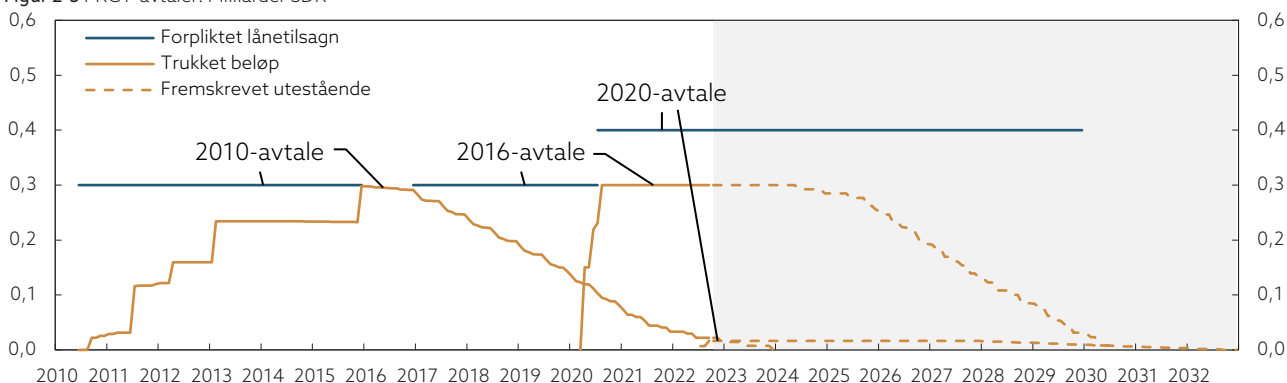
Figur 2-2 NAB. Milliarder SDR



BILATERALE LÅNEAVTALER fungerer som IMF's tredjelinjeforsvar etter kvoter og NAB. 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 og figur 2-3. I 2020 ble ytterligere en låneavtale på 400 millioner SDR inngått. Det ble trukket 16,4 millioner SDR på denne avtalen i løpet av kvartalet. Norges Bank er agent for lånene til PRGT og ivaretar forpliktelsene.

Figur 2-3 PRGT-avtaler. Milliarder SDR

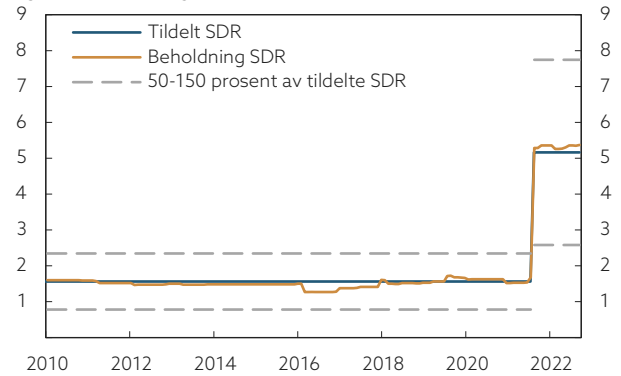


⁴ Special Drawing Rights – IMF's spesielle trekkrettigheter. SDR er et instrument IMF kan bruke for å tildele internasjonal likviditet. Verdien av SDR blir utregnet av en valutakurv av amerikanske dollar, euro, japanske yen, britiske pund og kinesiske Yuan.

⁵ Trukket beløp er lik reserveposisjonen.

BEHOLDNINGEN AV SDR er tildelt medlemslandene av IMF. Medlemsland, IMF og andre internasjonale organisasjoner godkjent av IMF («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 valutareservene. Avtalen innebærer også en rett for Norges Bank til å selge SDR. I kvartalet har beholdningen økt med 13,0 millioner SDR. Norges beholdning av SDR ved utgangen av kvartalet var 5 368 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	-9,30	-0,18	1,36	3,65
<i>Renteinvesteringer</i>				
Avkastning på renteinvesteringer	-7,91	-2,28	-0,53	0,49
Avkastning på referanseindeksen	-7,96	-2,30	-0,53	0,48
Relativ avkastning	0,05	0,02	0,00	0,01
<i>Aksjeinvesteringer</i>				
Avkastning på aksjeinvesteringer	-15,85	6,40	7,01	10,36
Avkastning på referanseindeksen	-15,96	6,29	6,97	10,20
Relativ avkastning	0,10	0,11	0,04	0,16

Tabell 2 Durasjon og yield på renteinvesteringene. Siste fem kvartal

	3. kv. 2022	2. kv. 2022	1. kv. 2022	4. kv. 2021	3. kv. 2021
Durasjon	3,64	3,69	3,78	3,83	3,89
CNY	3,50	3,40	3,42	3,37	3,41
EUR	4,04	4,14	4,22	4,24	4,42
GBP	3,97	4,26	4,13	4,19	4,39
JPY	4,18	3,72	4,10	4,26	4,05
USD	3,26	3,32	3,40	3,47	3,47
Yield	3,06	1,95	1,31	0,40	0,23
CNY	2,25	2,36	2,40	2,38	2,51
EUR	1,89	0,94	0,21	-0,47	-0,51
GBP	4,06	1,95	1,38	0,70	0,55
JPY	0,04	0,01	0,02	-0,06	-0,08
USD	4,18	2,90	2,20	0,94	0,64