

VALUTARESERVENE

Forvaltningen av valutareservene

4 | 2021
MARS 2022

RAPPORT FOR
FJERDE 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 FJERDE KVARTAL 2021

- Valutareservenes markedsverdi var 646,5 milliarder kroner, en økning på 0,6 milliarder kroner siden forrige kvartal.
- Valutareservenes avkastning var 1,5 prosent målt i internasjonal valuta. Aksjeinvesteringene hadde en avkastning på 8,4 prosent, mens avkastningen til renteinvesteringene var -0,4 prosent. Målt i norske kroner var valutareservenes avkastning 1,8 prosent.
- Valutareservenes størrelse og likviditet anses som tilstrekkelig til å møte Norges Banks forpliktelser.
- Rebalansering av aksje- og renteporteføljen til strategiske vekter.

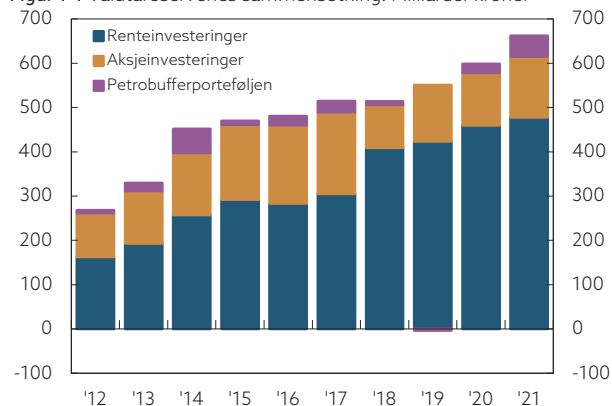
INTERNASJONAL VALUTA

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 646,5 milliarder kroner ved utgangen av kvartalet. Verdien økte med 0,6 milliarder i kvartalet. Avkastning målt i internasjonal valuta økte verdien med 8,7 milliarder, mens svekkelse av kronekursen økte verdien med 3,3 milliarder. Netto utflyt var 11,4 milliarder kroner. Som følge av rebalansering tilbake til strategiske vekter ble det overført 27,7 milliarder kroner fra aksjeporteføljen til renteporteføljen i kvartalet. I 2021 har valutareservenes markedsverdi økt med 48,0 milliarder, hvorav 24,4 milliarder var netto innflyt.

Figur 1-1 Valutareservenes sammensetning. Milliarder kroner



Tabell 1-1 Markedsverdier

	4. 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	451,4	137,3	57,2	645,9	459,8	118,6	20,0	598,4
Markedsverdi ved utgang	477,7	122,0	46,8	646,5	477,7	122,0	46,8	646,5
Endring i markedsverdi	26,3	-15,3	-10,4	0,6	17,9	3,4	26,8	48,0
Netto tilførsel	27,0	-27,7	-10,7	-11,4	25,9	-27,7	26,2	24,4
Avkastning målt i kroner	-0,8	12,4	0,3	12,0	-8,1	31,0	0,6	23,6

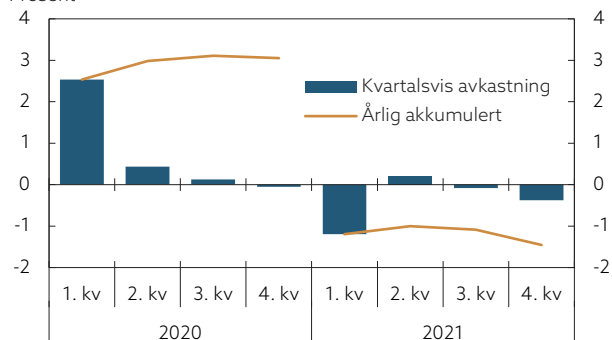
Tabell 1-2 Detaljer for rente- og aksjeinvesteringene

	4. kvartal 2021			Sum	2021			Sum
	Rente- investeringer	Aksje- investeringer			Rente- investeringer	Aksje- investeringer		
<i>I milliarder kroner</i>								
Avkastning målt i kroner		-0,8	12,4	11,6		-8,1	31,0	22,9
Avkastning målt i internasjonal valuta		-1,9	10,6	8,7		-7,0	28,8	21,8
Svingninger i kronekursen		1,2	1,8	2,9		-1,1	2,3	1,2
<i>I prosent</i>								
Avkastning målt i internasjonal valuta		-0,4	8,4	1,5		-1,5	25,1	3,8
Avkastning målt i kroner		-0,1	9,1	1,8		-1,7	26,2	3,8
Relativ avkastning målt i kroner		-0,01	0,04	-		0,00	0,25	-
Forventet relativ volatilitet målt i kroner (annualisert)		0,02	0,08	-		0,02	0,08	-

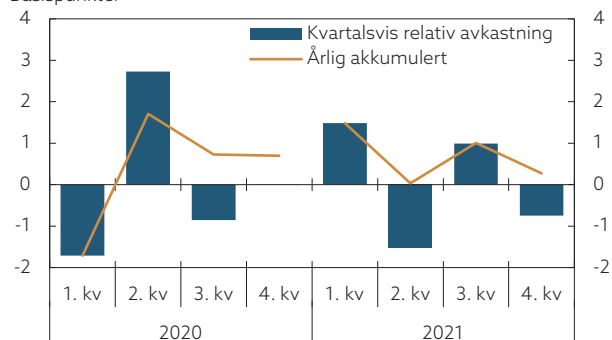
Renteinvesteringer

Markedsverdien av renteinvesteringene var 477,7 milliarder kroner, opp 26,3 milliarder kroner fra forrige kvartal. Kronekurssvakkelse bidro til å øke verdien med 1,2 milliarder kroner. Avkastning målt i internasjonal valuta reduserte verdien med 1,9 milliarder kroner, tilsvarende -0,4 prosent. Netto innflyt til renteporteføljen var 27,0 milliarder kroner, hovedsakelig som følge av rebalansering av rente- og aksjeporteføljen.

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



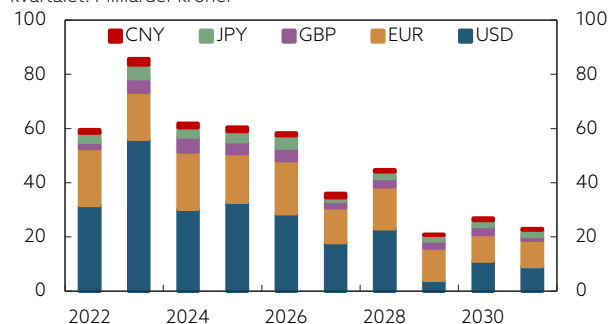
Figur 1-3 Relativ avkastning i kroner. Renteinvesteringer. Basispunkter



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

	Markedsverdi	Andel	Durasjon	Yield
Totalt	477,65	100,00	3,83	0,40
CNY	9,64	2,02	3,37	2,38
EUR	162,56	34,03	4,24	-0,47
GBP	33,52	7,02	4,19	0,70
JPY	33,36	6,98	4,26	-0,06
USD	238,56	49,94	3,47	0,94

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



USA De korte amerikanske statsrentene steg mer enn de lange i fjerde kvartal. Mens toårsrentene endte i underkant av 50 basispunkter høyere, var de lange rentene lite endret, til tross for svingninger gjennom kvartalet. Investeringene denominert i amerikanske dollar oppnådde en avkastning på -0,5 prosent i fjerde kvartal. Løpende renteinntekter gjorde opp for noe av tapet som følge av renteoppgangen.

EUROPA Europeiske statsrenter falt i første del av kvartalet, men steg markert mot slutten av kvartalet. Kvartalet sett under ett steg både korte og lange statsrenter i underkant av ti basispunkter. Investeringene denominert i euro hadde en avkastning på -0,4 prosent i fjerde kvartal.

STORBRITANNIA Korte britiske renter steg i fjerde kvartal mens lange britiske renter var lite endret i perioden. Investeringer denominert i britiske

pund oppnådde en avkastning på -0,2 prosent i fjerde kvartal, hovedsakelig på grunn av renteoppgangen.

JAPAN Det var små bevegelser i de japanske statsrentene i fjerde kvartal. Mot slutten av kvartalet steg spesielt de lange rentene i takt med den internasjonale utviklingen. Investeringer denominert i japanske yen hadde en avkastning på 0,0 prosent i fjerde kvartal.

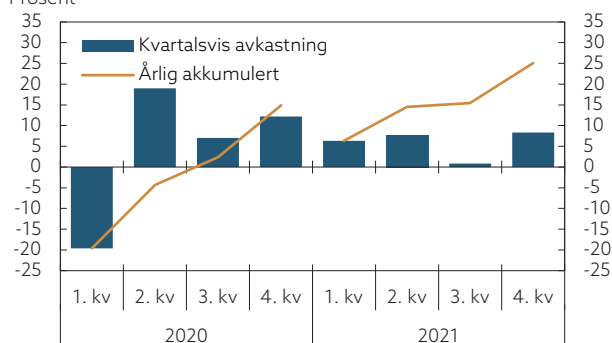
KINA I Kina falt statsrentene i fjerde kvartal med om lag åtte basispunkter over hele rentekurven. Den kinesiske tiårsrenten endte kvartalet i underkant av 2,8 prosent. Investeringer denominert i kinesiske Yuan oppnådde en avkastning på 1 prosent. Litt mindre enn to tredjedeler av den positive avkastningen kom fra de løpende renteinntektene. Den siste tredjedelen kan henføres til fallet i rentene.

Aksjeinvesteringer

Aksjeporteføljens markedsverdi var 122,0 milliarder kroner ved utgangen av fjerde kvartal, en reduksjon på 15,3 milliarder kroner i kvartalet. Avkastning i internasjonal valuta økte markedsverdien med 10,6 milliarder kroner, tilsvarende 8,4 prosent. En svakere krone, isolert sett, økte porteføljens verdi ytterligere med 1,8 milliarder kroner. Det ble overført 27,7 milliarder fra aksjeporteføljen til renteporteføljen i kvartalet.

Nordamerikanske aksjer hadde en avkastning på 10,6 prosent, europeiske aksjer 5,7 prosent, og asiatiske aksjer hadde en avkastning på -4,4 prosent. Teknologisektoren hadde høyest avkastning i fjerde kvartal med 13,7 prosent. Sektoren hadde også det største bidraget til porteføljens avkastning. Aksjer innen telekommunikasjonsektoren hadde den svakeste avkastningen i kvartalet med -1,7 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 og relativt til referanseindeksen. Per utgangen av kvartalet. Milliarder kroner

	Markedsverdi	Andel
Materialer	4	3 %
Konsumvarer, ikke-nødvendige	20	16 %
Konsumvarer, nødvendige	7	6 %
Energi	3	3 %
Finans	16	13 %
Helse	16	13 %
Industri	16	13 %
Eiendom	3	3 %
Teknologi	31	25 %
Telekommunikasjon	4	3 %
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	2 %
CHF	4	3 %
DKK	1	1 %
EUR	13	10 %
GBP	5	4 %
JPY	9	7 %
SEK	1	1 %
USD	84	69 %

Petrobufferporteføljen

Markedsverdien av petrobufferporteføljen var 46,8 milliarder kroner ved utgangen av fjerde kvartal, en reduksjon på 10,4 milliarder kroner fra utgangen av tredje kvartal. I løpet av kvartalet ble det kjøpt valuta fra SDØE for 109,6 milliarder kroner og det ble overført valuta tilsvarende 74,8 milliarder kroner til SPU fra petrobufferporteføljen. Samtidig solgte Norges Bank valuta i markedet tilsvarende 45,5 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.

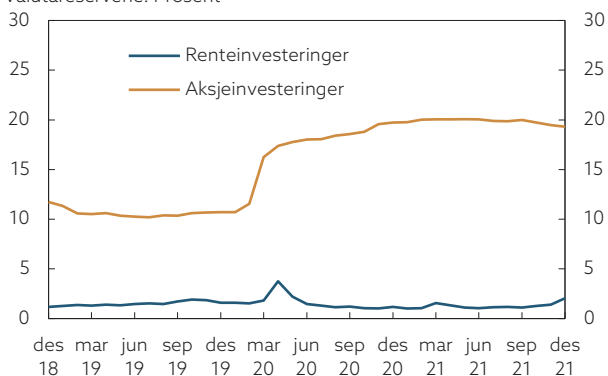
FORVENTET RELATIV VOLATILITET

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.

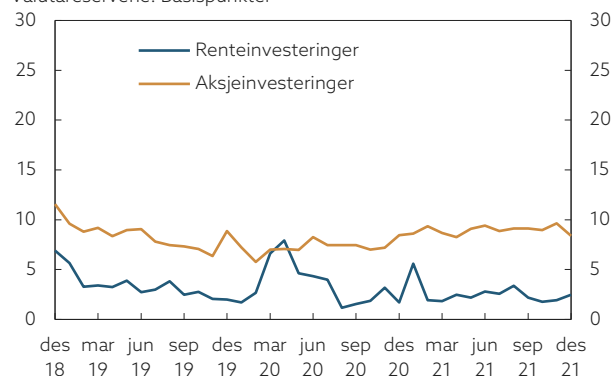
Reservenes markedsrisiko bestemmes av sammensetningen av investeringene og svingninger i aksjekurser, rentenivå og kreditttrisikopåslag. For aksje- og renteinvesteringer var forventet absolutt volatilitet, ekskludert kronkursbevegelser, henholdsvis 19,3 og 2,1 prosent ved utgangen av kvartalet. Dette tilsvarer en forventet årlig verdisvingning på om lag 23,5 og 10,0 milliarder kroner. Forventet relativ volatilitet var på samme tid 0,08 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 PRGT var på 10 673 millioner SDR per 31. desember 2021. Ved utgangen av kvartalet hadde IMF trukket 1 367 millioner SDR. Samlet gjenstående trekkadgang på ordningene er 9 640 millioner SDR¹. Valutareservenes størrelse og likviditet vurderes som tilstrekkelig til å møte Norges Banks internasjonale forpliktelser.

Tabell 2-1 Detaljer på låneordninger. Tall i tusen SDR

	Forpliktet lånetilsagn	Trukket	Rest trekkadgang	Endring	
				4. kvartal 2021	2021
Sum låneordninger	10 673 080	1 366 637	9 639 729	-21 068	-58 723
Kvote	3 754 700	987 140	2 767 560	0	27 311
NAB	3 933 380	46 211	3 887 169	-10 000	-38 100
Bilaterale lån	2 585 000	0	2 585 000	0	0
PRGT	400 000	333 286	400 000	-11 068	-47 934
	Tildelte SDR	Beholdning SDR	Rest frivillig kjøp		
SDR-beholdning	5 161 781	5 354 533	2 388 138	73 699	3 830 548

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 å forfalte forpliktelser på utestående kreditt hos IMF gjennom en justering av renten.

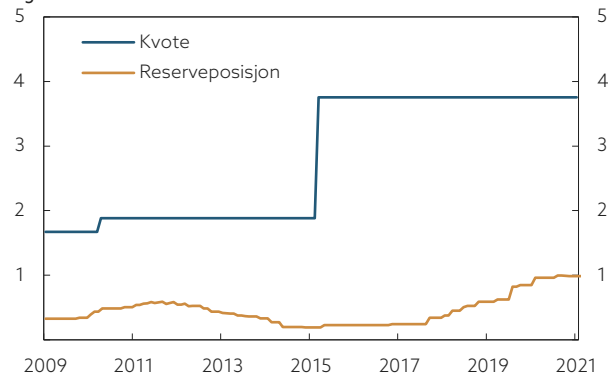
¹ Forpliktelsene inkluderer 2020-avtalen under PRGT, men ikke 2010- og 2016-avtalen da disse ikke lengre kan trekkes på. Det samme er tilfelle for samlet gjenstående trekkadgang. Trukket beløp inkluderer alle avtalene.

² Grunnlaget for beregningen er reserveposisjonen fratrukket 60 millioner SDR. Fradraget skyldes at før 1978 inngikk kun 75 prosent av kvoten i beregningen.

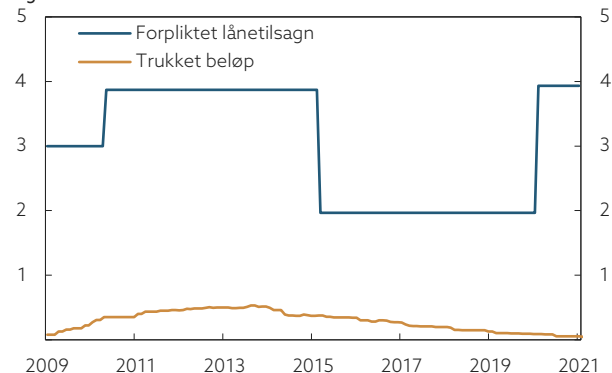
KVOTER er IMF's hovedkilde til finansiering. Hvert medlem av IMF er tildelt en kvote som i hovedsak er basert på medlemslandets relative posisjon i verdensøkonomien. Norges kvote er på 3 755 millioner SDR³. Trukket beløp⁴ er uendret i kvartalet, se tabell 2-1 og figur 2-1

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. Norges Banks forpliktelser gjennom utlansprogrammet utgjør 3 933 millioner SDR. Utestående trekk ble redusert med 10 millioner SDR i kvartalet, se tabell 2-1 og figur 2-2.

Figur 2-1 Kvoten. Milliarder SDR



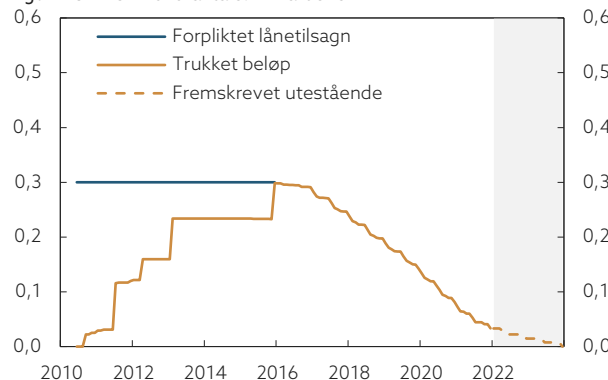
Figur 2-2 NAB. Milliarder SDR



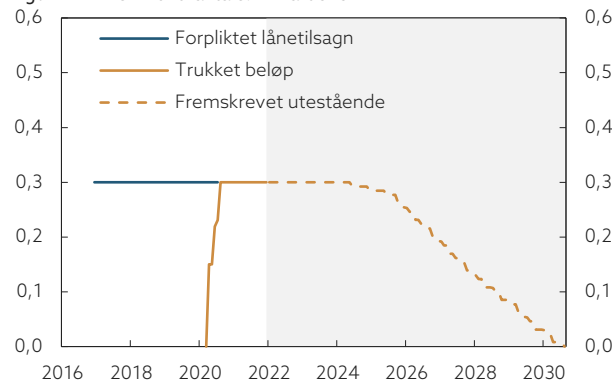
BILATERALE LÅNEAVTALER fungerer som IMF's tredjelinjeforsvar etter kvoter og NAB. Gjeldene låneavtale trådte i kraft 1. januar 2021 og har en trekkadgang på 2 585 millioner SDR. Det var ved utgangen av kvartalet ikke trukket midler på denne ordningen. Norges Banks låneavtaler med IMF skal godkjennes av Finansdepartementet, jf. sentralbankloven § 3-10 (2).

PRGT Finansdepartementet har låneavtaler med PRGT (Poverty Reduction and Growth Trust), som forestår IMF's utlansordninger 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 og figur 2-4. I kvartalet er det foretatt tilbakebetalinger på 11 millioner SDR på 2010-avtalen. I 2020 ble ytterligere en låneavtale på 400 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 2010-avtale. Milliarder SDR



Figur 2-4 PRGT 2016-avtale. Milliarder SDR

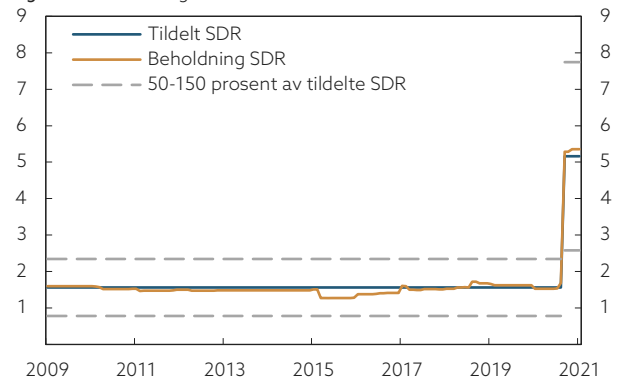


³ Special Drawing Rights – IMF's spesielle trekkrettigheter. SDR er et instrument IMF kan bruke for å tildele internasjonal likviditet. Verdien av SDR blir utregnet av en valutakurv av amerikanske dollar, euro, japanske yen, britiske pund og kinesiske yuan.

⁴ Trukket beløp er lik reserveposisjonen.

BEHOLDNINGEN AV SDR er tildelt medlemslandene av IMF. 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 til 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 om lag 74 millioner SDR. Norges beholdning av SDR ved utgangen av kvartalet var 5 354 millioner SDR, se tabell 2-1 og figur 2.5.

Figur 2-5 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	3,80	5,80	4,67	5,51
<i>Renteinvesteringer</i>				
Avkastning på renteinvesteringer	-1,45	1,46	1,16	1,60
Avkastning på referanseindeksen	-1,46	1,48	1,17	1,53
Relativ avkastning	0,00	-0,02	-0,01	0,06
<i>Aksjeinvesteringer</i>				
Avkastning på aksjeinvesteringer	25,08	22,63	15,31	14,62
Avkastning på referanseindeksen	24,83	22,56	15,27	14,45
Relativ avkastning	0,25	0,07	0,04	0,17

Tabell 2 Durasjon og yield på renteinvesteringene. Siste fem kvartal

	4. kv. 2021	3. kv. 2021	2. kv. 2021	1. kv. 2021	4. kv. 2020
Durasjon	3,83	3,89	3,84	3,88	3,86
CNY	3,37	3,41	3,35	3,35	3,25
EUR	4,24	4,42	4,40	4,47	4,36
GBP	4,19	4,39	4,25	4,38	4,56
JPY	4,26	4,05	4,09	4,02	3,96
USD	3,47	3,47	3,40	3,41	3,40
Yield	0,40	0,23	0,20	0,19	-0,08
CNY	2,38	2,51	2,70	2,81	2,47
EUR	-0,47	-0,51	-0,47	-0,54	-0,68
GBP	0,70	0,55	0,31	0,35	-0,03
JPY	-0,06	-0,08	-0,11	-0,08	-0,10
USD	0,94	0,64	0,59	0,59	0,30