

VALUTARESERVENE

Forvaltningen av valutareservene

1 | 2023

MAI 2023

RAPPORT FOR
FØRSTE KVARTAL 2023

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 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 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 FØRSTE KVARTAL 2023

- Valutareservenes markedsverdi var ved utgangen av første kvartal 713,4 milliarder kroner, en økning på 99,0 milliarder kroner siden forrige kvartal.
- Valutareservenes avkastning var 2,9 prosent målt i internasjonal valuta. Aksjeinvesteringene hadde en avkastning på 8,1 prosent, mens avkastningen til renteinvesteringene var 1,7 prosent. Målt i norske kroner var valutareservenes avkastning 10,2 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 valutaberedskap, holdes utenfor avkastningsmålingen.

Valutareservene

Valutareservenes markedsverdi var 713,4 milliarder kroner ved utgangen av kvartalet. Verdien økte med 99,0 milliarder i kvartalet. Avkastning målt i internasjonal valuta økte verdien med 17,3 milliarder, mens svakere kronekurs økte verdien med 47,0 milliarder. Netto tilførsel var 34,7 milliarder kroner, i hovedsak til petrobufferporteføljen.

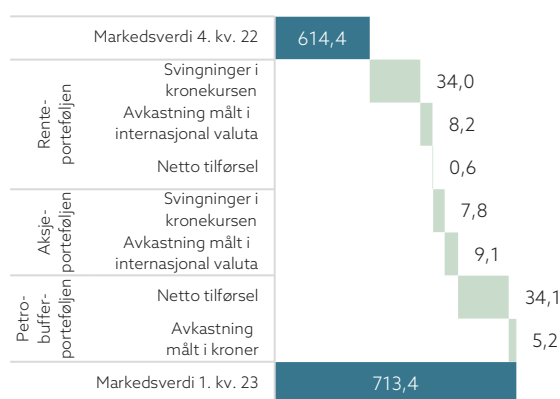
Tabell 1-1 Markedsverdier

	1. kvartal 2023			Valuta- reservene
	Rente- investeringer	Aksje- investeringer	Petrobuffer- porteføljen	
<i>I milliarder kroner</i>				
Markedsverdi ved inngang	472,0	110,4	32,0	614,4
Markedsverdi ved utgang	514,8	127,3	71,3	713,4
Endring i markedsverdi	42,8	16,9	39,3	99,0
Netto tilførsel	0,6	0,0	34,1	34,7
Avkastning målt i kroner	42,2	16,9	5,2	64,4

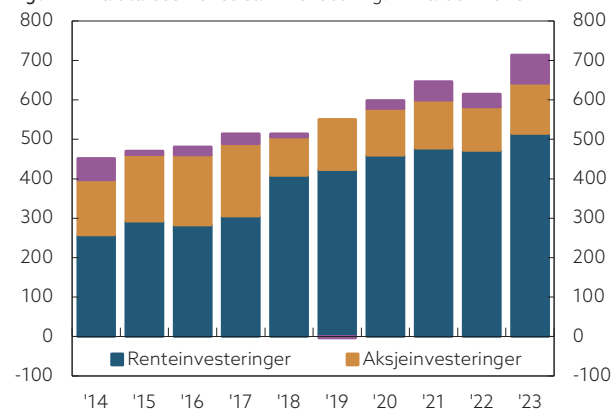
Tabell 1-2 Detaljer for rente- og aksjeinvesteringene

	1. kvartal 2023		Sum
	Rente- investeringer	Aksje- investeringer	
<i>I milliarder kroner</i>			
Avkastning målt i kroner	42,2	16,9	59,2
Avkastning målt i internasjonal valuta	8,2	9,1	17,3
Svingninger i kronekursen	34,0	7,8	41,8
<i>I prosent</i>			
Avkastning målt i internasjonal valuta	1,7	8,1	2,9
Avkastning målt i kroner	9,0	15,3	10,2
Relativ avkastning målt i kroner	0,02	-0,03	-
Forventet relativ volatilitet målt i kroner (annualisert)	0,02	0,06	

Figur 1-1 Endring i markedsverdier. Milliarder kroner



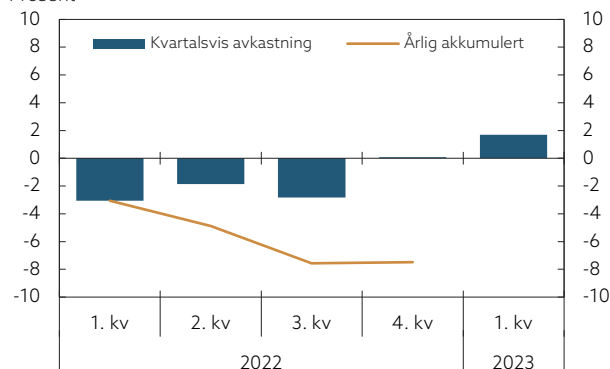
Figur 1-2 Valutareservenes sammensetning. Milliarder kroner



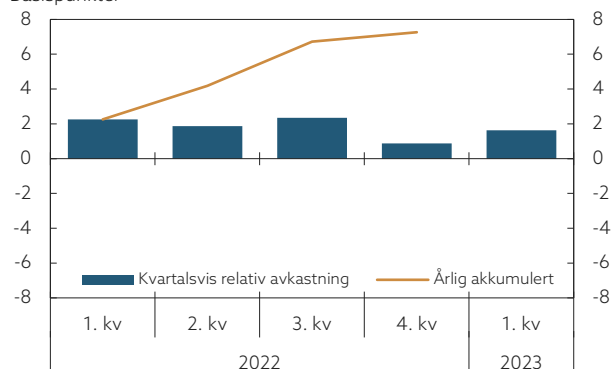
Renteinvesteringer

Markedsverdien av renteinvesteringene var 514,8 milliarder kroner ved utgangen av kvartalet, opp 42,8 milliarder kroner fra forrige kvartal. Svakere kronkurs økte verdien med 34,0 milliarder kroner, mens avkastning målt i internasjonal valuta økte verdien med 8,2 milliarder kroner, tilsvarende 1,7 prosent. Netto tilførsel til renteporteføljen var 0,6 milliarder kroner som følge av IMF-transaksjoner.

Figur 1-3 Avkastning målt i internasjonal valuta. Renteinvesteringer. Prosent



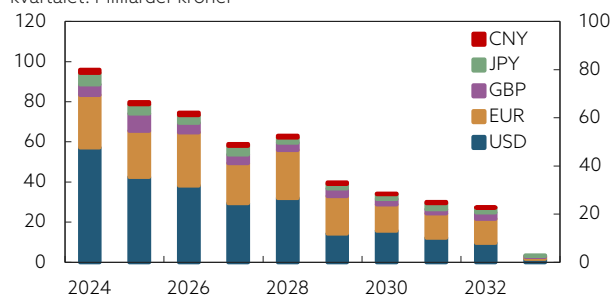
Figur 1-4 Relativ avkastning i kroner. Renteinvesteringer. Basispunkter



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

	Markedsverdi	Andel	Durasjon	Yield
Totalt	514,77	100,00	3,61	3,23
CNY	10,28	2,00	3,43	2,48
EUR	174,97	33,99	4,02	2,63
GBP	35,66	6,93	3,97	3,69
JPY	36,09	7,01	3,99	0,05
USD	257,78	50,08	3,23	4,05

Figur 1-5 Forfall av hovedstol og kupong per år. Per utgangen av kvartalet. Milliarder kroner



USA Lange amerikanske statsrenter falt om lag 40 basispunkter gjennom første kvartal. Den amerikanske sentralbanken hevet styringsrenten med til sammen 50 basispunkter og signaliserte noe ytterligere pengepolitisk tilstramming. Investeringene i amerikanske dollar oppnådde en avkastning på i overkant av to prosent i første kvartal.

EUROPA Både korte og lange europeiske renter steg i første halvdel av første kvartal, men falt tilbake mot slutten. ECB hevet styringsrenten til sammen 100 basispunkter i første kvartal. Korte tyske renter steg marginalt, mens de lange tyske rentene falt nesten 40 basispunkter i løpet av kvartalet. Investeringene i euro oppnådde en avkastning på 1,4 prosent i kvartalet.

STORBRITANNIA Det var store svingninger i britiske renter i første kvartal. Bank of England

hevet styringsrenten med til sammen 75 basispunkter til 4,25 prosent i kvartalet, mens lengre statsrenter falt noe i første kvartal, som bidro til at porteføljen fikk en avkastning på 1,4 prosent.

JAPAN Japanske renter falt gjennom første kvartal. Bank of Japan justerte den pengepolitiske innretningen for å begrense muligheten investorer har til å spekulere i om sentralbanken vil justere eller oppgi rentekurvekontrollen. Investeringer i japanske yen oppnådde en avkastning på 0,8 prosent i løpet av kvartalet.

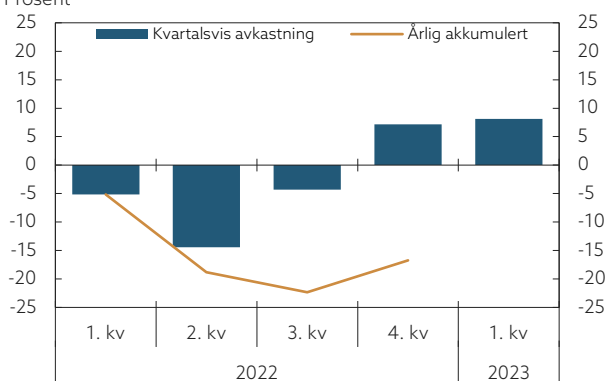
KINA I Kina endret statsrentene seg lite gjennom kvartalet. To- og tiårsrenten steg marginalt til henholdsvis 2,4 og 2,9 prosent. Investeringer i kinesiske Yuan oppnådde en avkastning på 0,6 prosent i kvartalet.

Aksjeinvesteringer

Aksjeporteføljens markedsverdi var 127,3 milliarder kroner ved utgangen av første kvartal, en økning på 16,9 milliard kroner fra forrige kvartal. Avkastning i internasjonal valuta økte markedsverdien med 9,1 milliarder kroner. En svakere krone økte porteføljens verdi med 7,8 milliarder kroner.

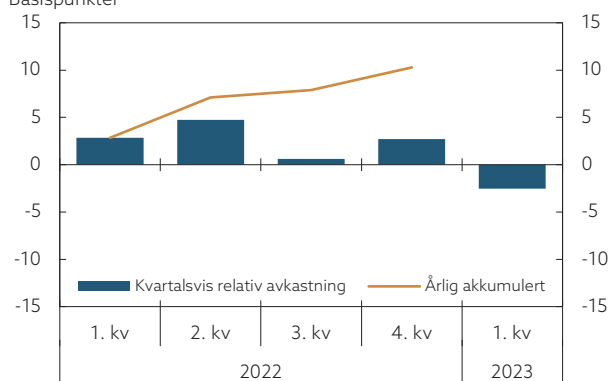
Aksjeporteføljens avkastning var 8,1 prosent i første kvartal, målt i internasjonal valuta.

Figur 1-6 Avkastning målt i internasjonal valuta. Aksjeinvesteringer. Prosent



Europeiske aksjer hadde en avkastning på 10,9 prosent, nordamerikanske aksjer 7,8 prosent, og asiatiske aksjer hadde en avkastning på 5,7 prosent. Teknologisektoren hadde sterkest avkastningen i kvartalet med 24,6 prosent. Sektoren ga også det største bidraget til porteføljens avkastning. Aksjer innen finanssektoren hadde den svakeste avkastningen i kvartalet med -2,1 prosent.

Figur 1-7 Relativ avkastning i kroner. Aksjeinvesteringer. Basispunkter



Tabell 1-4 Aksjeinvesteringer fordelt på industri. Per utgangen av kvartalet. Milliarder kroner

	Markedsverdi	Andel
Materialer	4	3 %
Varige forbruksvarer	19	15 %
Konsumvarer	8	6 %
Energi	5	4 %
Finans	17	13 %
Helse	18	14 %
Industri	17	13 %
Eiendom	3	3 %
Teknologi	30	23 %
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	2 %
CHF	4	3 %
DKK	1	1 %
EUR	13	10 %
GBP	5	4 %
JPY	10	7 %
SEK	1	1 %
USD	87	69 %

Petrobufferporteføljen

Markedsverdien av petrobufferporteføljen var 71,3 milliarder kroner ved utgangen av første kvartal, en økning på 39,3 milliarder kroner i kvartalet. I løpet av kvartalet ble det kjøpt valuta fra SDØE for 141,2 milliarder kroner og det ble overført valuta tilsvarende 217,3 milliarder kroner til SPU fra petrobufferporteføljen. Samtidig kjøpte Norges Bank valuta i markedet tilsvarende 110,1 milliarder kroner. Avkastningen til porteføljen var 5,2 milliarder, i hovedsak som følge av svakere 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.

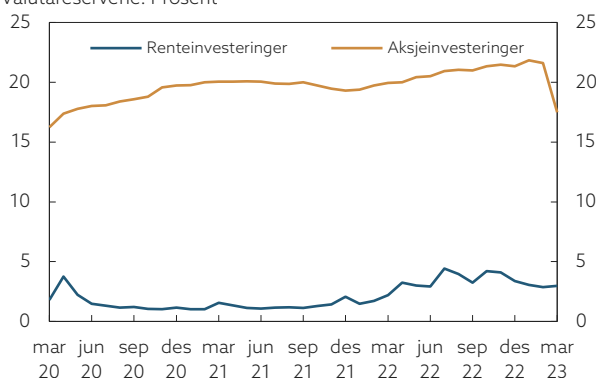
FORVENTET RELATIV VOLATILITET

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.

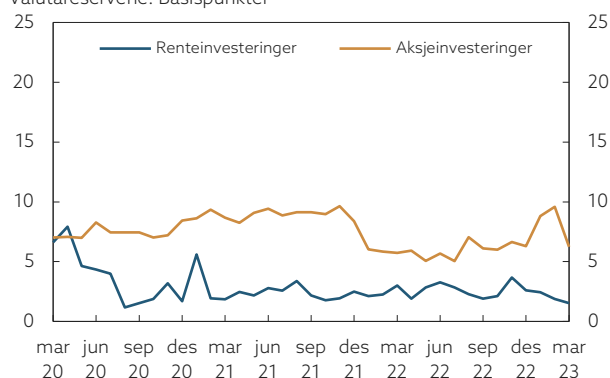
Reservenes markedsrisiko bestemmes av sammensetningen av investeringene og svingninger i aksjekurser, rentenivå og kredittrisikopåslag. For aksje- og renteinvesteringer var forventet absolutt volatilitet, ekskludert kronekursbevegelser, henholdsvis 17,5 og 3,0 prosent ved utgangen av kvartalet. Både aksje- og renteporteføljen forvaltes indekxnært. Forventet relativ volatilitet var ved utgangen av kvartalet 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 1-8 Absolutt volatilitet, ekskludert kronekursbevegelser. Valutareservene. Prosent



Figur 1-9 Relativ volatilitet, inkludert kronekursbevegelser. 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. mars 2023. Ved utgangen av kvartalet hadde IMF trukket 1 525 millioner SDR. Samlet gjenstående trekkadgang på ordningene er 9 613 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 IMFs 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	
				1. kvartal 2023	2023
Sum	10 823 080	1 524 643	9 613 113	81 900	81 900
Kvotest	3 754 700	1 092 881	2 661 819	0	0
NAB	3 933 380	18 762	3 914 618	0	0
Bilaterale lån	2 585 000	0	2 585 000	0	0
PRGT ¹	550 000	413 001	451 675	81 900	81 900

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

	Tildelte SDR	Beholdning SDR	Rest frivillig kjøp	Endring i beholdning SDR	
				1. kvartal 2023	2023
SDR-beholdning	5 161 781	5 368 259	2 374 412	-105 538	-105 538

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 – IMFs 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 31.3 var 1 SDR = 14,09 NOK.

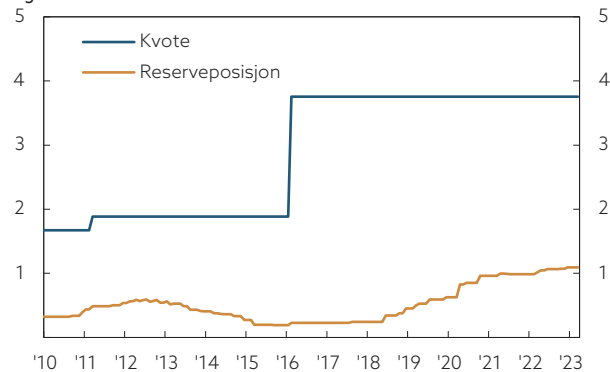
³ Reserveposisjonen er lik trukket beløp av vår kvote og tilsvarer differansen mellom kvoten og IMFs kroneinnskudd i Norges Bank.

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

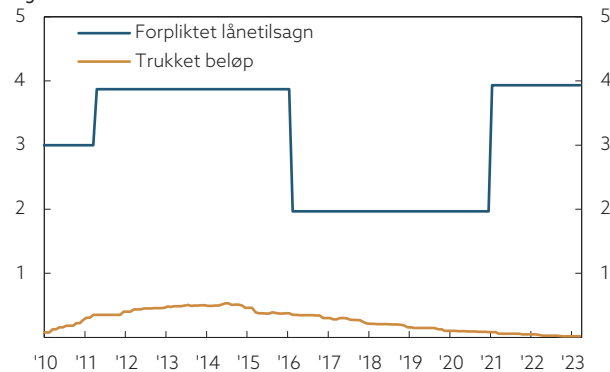
KVOTER er IMF's hovedkilde til finansiering. Hvert medlem av IMF er tildelt en kvote som i hovedsak er basert på medlemslandets relative posisjon i verdensøkonomien. Norges kvote er på 3 755 millioner SDR. Trukket beløp forble uendret i kvartalet, se tabell 2-1 og figur 2-1.

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 forble uendret i kvartalet, se tabell 2-1 og figur 2-2.

Figur 2-1 Kvote. Milliarder SDR



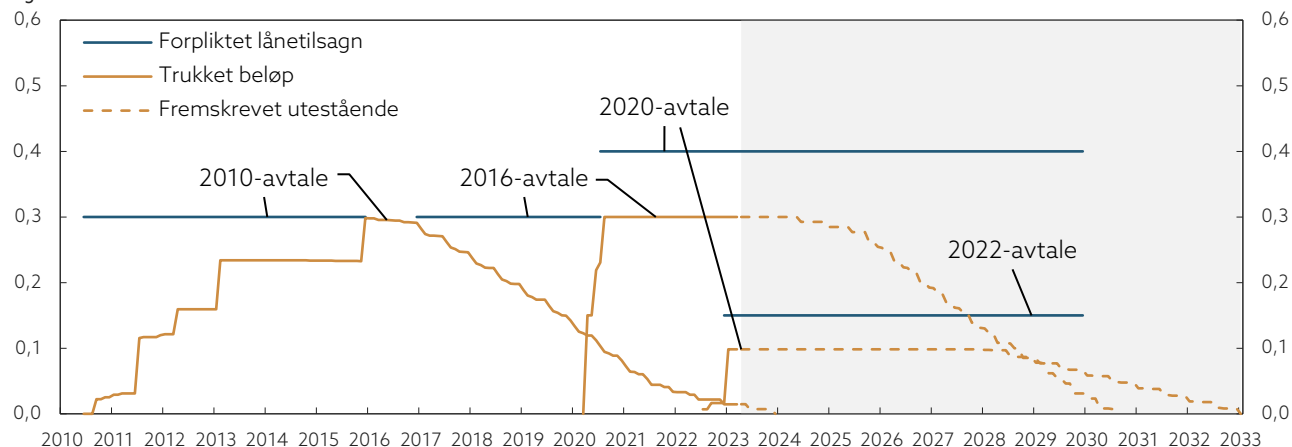
Figur 2-2 NAB. Milliarder SDR



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 trekkgang 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).

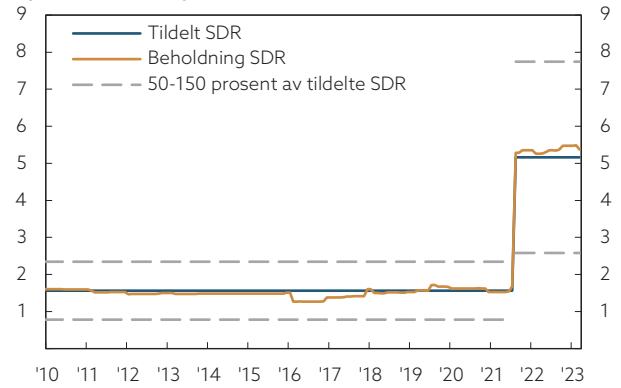
PRGT Finansdepartementet har låneavtaler med PRGT, som står for IMF's utlånsordninger for lavinntektsland. Norge inngikk i 2010 og 2016 låneavtaler på 300 millioner SDR hver. Disse lånene er trukket fullt ut og under avtalene vil det kun komme tilbakebetalinger, se tabell 2-1 og figur 2-3. I 2020 ble det inngått en låneavtale på 400 millioner SDR. Det ble trukket 82 millioner SDR 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 blitt redusert med 105,5 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



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	-3,36	1,71	2,06	3,53
<i>Renteinvesteringer</i>				
Avkastning på renteinvesteringer	-2,96	-2,33	-0,09	0,60
Avkastning på referanseindeksen	-3,02	-2,37	-0,09	0,61
Relativ avkastning	0,06	0,04	0,00	-0,01
<i>Aksjeinvesteringer</i>				
Avkastning på aksjeinvesteringer	-5,08	17,18	9,56	10,55
Avkastning på referanseindeksen	-5,14	17,06	9,51	10,40
Relativ avkastning	0,06	0,13	0,05	0,16

Tabell 2 Durasjon og yield på renteinvesteringene. Siste fem kvartal

	1. kv. 2023	4. kv. 2022	3. kv. 2022	2. kv. 2022	1. kv. 2022
Durasjon	3,61	3,59	3,64	3,69	3,78
CNY	3,43	3,47	3,50	3,40	3,42
EUR	4,02	3,96	4,04	4,14	4,22
GBP	3,97	3,94	3,97	4,26	4,13
JPY	3,99	4,19	4,18	3,72	4,10
USD	3,23	3,21	3,26	3,32	3,40
Yield	3,23	3,33	3,06	1,95	1,31
CNY	2,48	2,49	2,25	2,36	2,40
EUR	2,63	2,61	1,89	0,94	0,21
GBP	3,69	3,52	4,06	1,95	1,38
JPY	0,05	0,19	0,04	0,01	0,02
USD	4,05	4,27	4,18	2,90	2,20