

# VALUTARESERVENE

## Forvaltningen av valutareservene

2 | 2023

AUGUST 2023

RAPPORT FOR  
ANDRE 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 en petrobufferportefølje. Valutareservene kan plasseres i kontant-innskudd, statssertifikater, statsobligasjoner og aksjer notert på en regulert og anerkjent markeds plass.

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 markedsverdivektet 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 2023

- Valutareservenes markedsverdi var ved utgangen av andre kvartal 727,7 milliarder kroner, en økning på 14,3 milliarder kroner siden forrige kvartal.
- Valutareservenes avkastning var 1,0 prosent målt i internasjonal valuta. Aksjeinvesteringene hadde en avkastning på 7,8 prosent, mens avkastningen til renteinvesteringene var -0,7 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 727,7 milliarder kroner ved utgangen av kvartalet. Verdien økte med 14,3 milliarder i kvartalet. Avkastning målt i internasjonal valuta var 6,5 milliarder, mens svakere kronekurs økte verdien med 18,3 milliarder. Netto tilførsel var -10,5 milliarder kroner, i hovedsak fra petrobufferporteføljen.

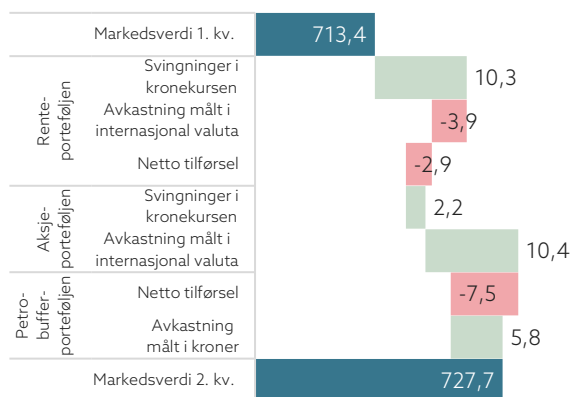
Tabell 1-1 Markedsverdier

	2. kvartal 2023				Hittil i 2023			
	Rente- investeringer	Aksje- investeringer	Petrobuffer- porteføljen	Valuta- reservene	Rente- investeringer	Aksje- investeringer	Petrobuffer- porteføljen	Valuta- reservene
<i>I milliarder kroner</i>								
Markedsverdi ved inngang	514,8	127,3	71,3	713,4	472,0	110,4	32,0	614,4
Markedsverdi ved utgang	518,3	139,9	69,6	727,7	518,3	139,9	69,6	727,7
<b>Endring i markedsverdi</b>	<b>3,5</b>	<b>12,6</b>	<b>-1,7</b>	<b>14,3</b>	<b>46,3</b>	<b>29,5</b>	<b>37,6</b>	<b>113,4</b>
Netto tilførsel	-2,9	0,0	-7,5	-10,5	-2,3	0,0	26,5	24,2
Avkastning målt i kroner	6,4	12,6	5,8	24,8	48,6	29,5	11,1	89,2

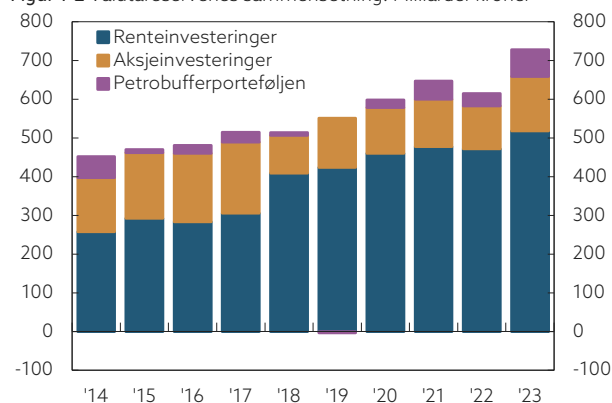
Tabell 1-2 Detaljer for rente- og aksjeinvesteringene

	2. kvartal 2023			Hittil i 2023		
	Rente- investeringer	Aksje- investeringer	Sum	Rente- investeringer	Aksje- investeringer	Sum
<i>I milliarder kroner</i>						
<b>Avkastning målt i kroner</b>	<b>6,4</b>	<b>12,6</b>	<b>19,0</b>	<b>48,6</b>	<b>29,5</b>	<b>78,1</b>
Avkastning målt i internasjonal valuta	-3,9	10,4	6,5	4,3	19,5	23,8
Svingninger i kronekursen	10,3	2,2	12,5	44,3	10,0	54,3
<i>I prosent</i>						
Avkastning målt i internasjonal valuta	-0,7	7,8	1,0	1,0	16,6	3,9
Avkastning målt i kroner	1,2	9,9	3,0	10,3	26,7	13,4
Relativ avkastning målt i kroner	0,00	0,05	-	0,02	0,03	-
Forventet relativ volatilitet målt i kroner (annualisert)	0,02	0,07				

Figur 1-1 Endring i markedsverdier. Milliarder kroner



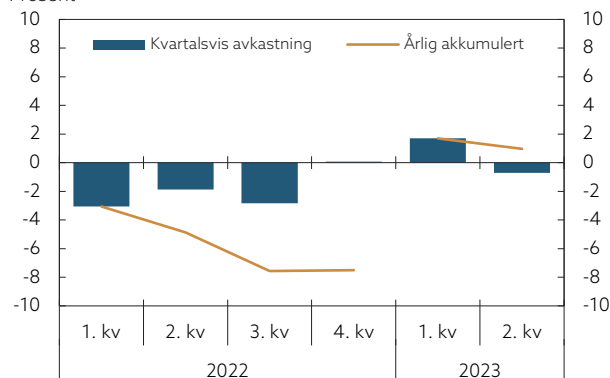
Figur 1-2 Valutareservenes sammensetning. Milliarder kroner



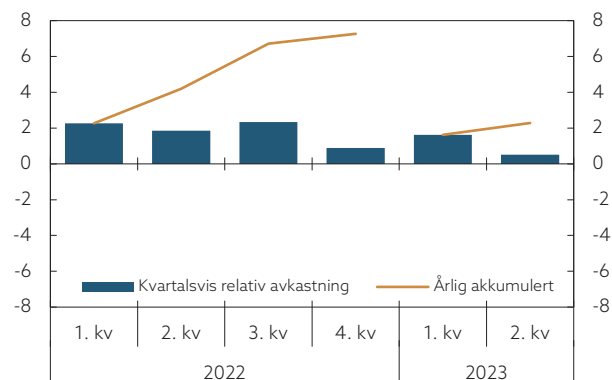
## Renteinvesteringer

Markedsverdien av renteinvesteringene var 518,3 milliarder kroner ved utgangen av kvartalet, opp 3,5 milliarder kroner fra forrige kvartal. Svakere kronekurs økte verdien med 10,3 milliarder kroner, mens avkastning målt i internasjonal valuta reduserte verdien med 3,9 milliarder kroner, tilsvarende -0,7 prosent. Netto tilførsel til renteporteføljen var -2,9 milliarder kroner som følge av IMF-transaksjoner.

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



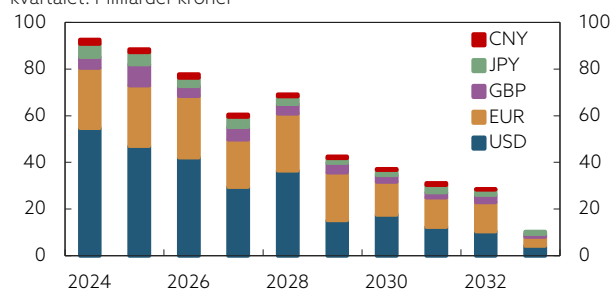
Figur 1-4 Relativ avkastning i kroner. Renteinvesteringer. Basispunkter



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

	Markedsverdi	Andel	Durasjon	Yield
<b>Totalt</b>	<b>518,26</b>	<b>100,00</b>	<b>3,58</b>	<b>3,73</b>
CNY	10,34	1,99	3,55	2,29
EUR	176,15	33,99	4,00	2,95
GBP	35,98	6,94	3,90	5,04
JPY	36,37	7,02	4,05	0,04
USD	259,42	50,06	3,18	4,64

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



**USA** Amerikanske statsrenter steg betydelig i løpet av andre kvartal. Toårsrentene steg i overkant av 80 basispunkter, om lag 50 basispunkter mer enn tiårsrentene. Den amerikanske sentralbanken hevet styringsrenten med 25 basispunkter i mai, og holdt renten uendret på rentemøtet i juni. Investeringene i amerikanske dollar hadde en avkastning på om lag -0,8 prosent i kvartalet.

**EUROPA** Europeiske statsrenter steg i andre kvartal. Toårsrentene steg 50 basispunkter, mens 10-årsrentene steg 10 basispunkter. ECB hevet styringsrentene to ganger i løpet av perioden. Investeringene i euro hadde en avkastning på -0,3 prosent i kvartalet, hovedsakelig som følge av renteoppgangen.

**STORBRITANNIA** Britiske renter steg markert i andre kvartal. Statsrenter med to års løpetid steg

med 160 basispunkter, mens statsrenter med ti års løpetid steg med 90 basispunkter. Bank of England hevet renten med 25 basispunkter i mai og med 50 basispunkter i juni, til en styringsrente på 5,0 prosent. Investeringene i britiske pund hadde en avkastning på -3,5 prosent, hovedsakelig som følge av renteoppgangen.

**JAPAN** Det var små endringer i de japanske statsrentene i løpet av andre kvartal. Toårsrentene endte uendret. Tiårsrenten falt med 2 basispunkter. Bank of Japan holdt styringsrenten uendret på minus 0,1 prosent. Investeringer i japanske yen oppnådde en avkastning på 0,1 prosent i løpet av kvartalet.

**KINA** Kinesiske renter falt en del gjennom andre kvartal. To- og tiårsrenten falt henholdsvis 23 og 17 basispunkter. Investeringer i kinesiske Yuan oppnådde en avkastning på 1,4 prosent i kvartalet.

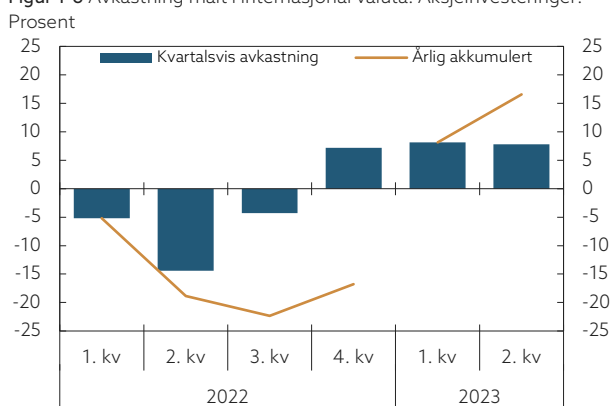
## Aksjeinvesteringer

Aksjeporteføljens markedsverdi var 139,9 milliarder kroner ved utgangen av andre kvartal, en økning på 12,6 milliarder kroner fra forrige kvartal. Avkastning i internasjonal valuta økte markedsverdien med 10,4 milliarder kroner og en svakere krone økte porteføljens verdi med ytterligere 2,2 milliarder kroner.

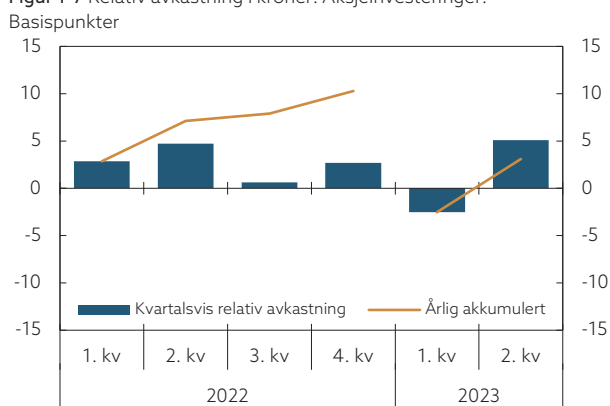
Aksjeporteføljens avkastning var 7,8 prosent i andre kvartal, målt i internasjonal valuta. Nord-

amerikanske aksjer hadde en avkastning på 9,3 prosent, asiatiske aksjer 6,4 prosent og europeiske aksjer 3,6 prosent. Teknologisektoren hadde sterkest avkastningen i kvartalet med 17,9 prosent. Sektoren ga også det største bidraget til porteføljens avkastning. Aksjer innen energi-sektoren hadde den svakeste avkastningen i kvartalet med -1,7 prosent.

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



Figur 1-7 Relativ avkastning i kroner. Aksjeinvesteringer.



Tabell 1-4 Aksjeinvesteringer fordelt på industri og relativt til referanseindeksen. Per utgangen av kvartalet. Milliarder kroner

	Markedsverdi	Andel
Materialer	4	3 %
Varige forbruksvarer	21	15 %
Konsumvarer	8	6 %
Energi	5	4 %
Finans	18	13 %
Helse	19	13 %
Industri	18	13 %
Eiendom	3	2 %
Teknologi	36	26 %
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	14	10 %
GBP	5	4 %
JPY	10	7 %
SEK	1	1 %
USD	98	70 %

## Petrobufferporteføljen

Markedsverdien av petrobufferporteføljen var 69,6 milliarder kroner ved utgangen av andre kvartal, en reduksjon på 1,7 milliarder kroner i kvartalet. I løpet av kvartalet ble det kjøpt valuta fra SDØE for 84,6 milliarder kroner og det ble overført valuta tilsvarende 171,3 milliarder kroner til SPU fra petrobufferporteføljen. Samtidig kjøpte Norges Bank valuta i markedet tilsvarende 79,2 milliarder kroner. Avkastningen til porteføljen var 5,8 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.

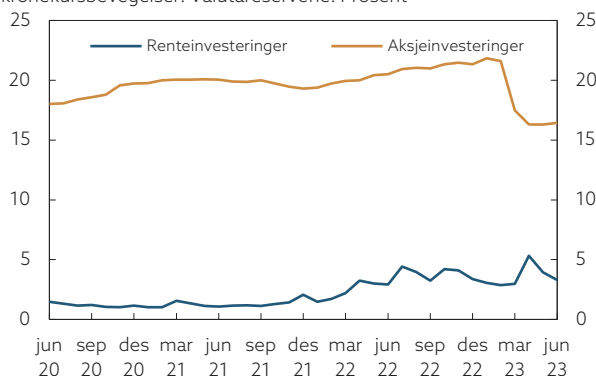
### FORVENTET RELATIV VOLATILITET

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  $\pm 50$  basispunkter i to av tre år.

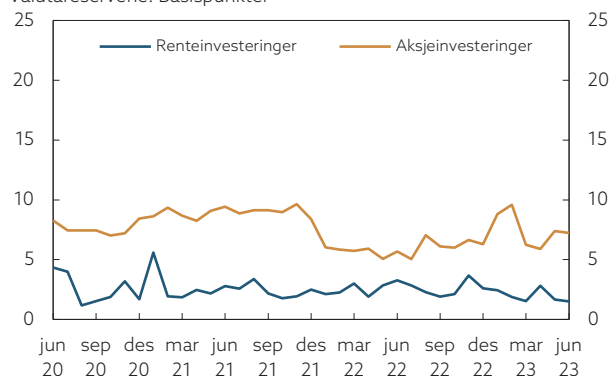
Reservenes markedsrisiko bestemmes av sammensetningen av investeringene og svingninger i aksjekurser, rentenivå og kreditttrisikopåslag. For aksje- og renteinvesteringer var forventet absolutt volatilitet, ekskludert kronkursbevegelser, henholdsvis 16,4 og 3,3 prosent ved utgangen av kvartalet. Både aksje- og renteporteføljen forvaltes indeksnært. Forventet relativ volatilitet var ved utgangen av kvartalet 0,07 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 Forventet absolutt volatilitet, ekskludert kronkursbevegelser. Valutareservene. Prosent



Figur 1-9 Forventet 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 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)<sup>1</sup> var på 10 823 millioner SDR<sup>2</sup> per 30. juni 2023. Ved utgangen av kvartalet hadde IMF trukket 1 712 millioner SDR. Samlet gjenstående trekkadgang på ordningene er 9 418 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 IMF's 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	
				2. kvartal 2023	2023
Sum	10 823 080	1 712 312	9 418 106	187 669	269 569
Kvote	3 754 700	1 099 288	2 655 412	6 407	6 407
NAB	3 933 380	11 362	3 922 018	-7 400	-7 400
Bilaterale lån	2 585 000	0	2 585 000	0	0
PRGT <sup>1</sup>	550 000	601 663	255 675	188 662	270 562

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

	Tildelte SDR	Beholdning SDR	Rest frivillig kjøp	Endring i beholdning SDR	
				2. kvartal 2023	2023
SDR-beholdning	5 161 781	5 384 811	2 357 861	16 552	-88 986

## RENTE PÅ ORDNINGENE

Norges Bank mottar SDR-renten på reserveposisjonen<sup>3</sup>, 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 byrdefordeling<sup>4</sup>. Under byrdefordelingsmekanismen deler debitor- og kreditor-medlemmer kostnaden for forfalte forpliktelser på utestående kreditt hos IMF gjennom en justering av renten.

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> 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 30.6 var 1 SDR = 14,28 NOK.

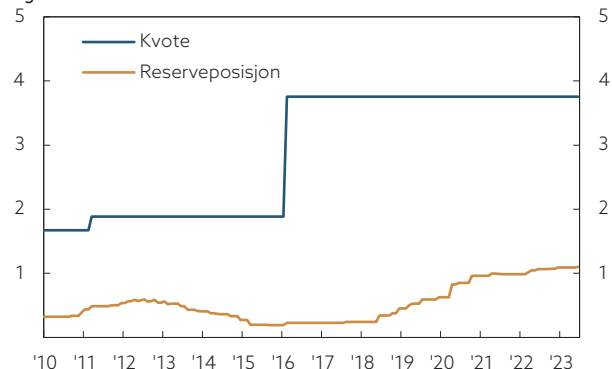
<sup>3</sup> Reserveposisjonen er lik trukket beløp av vår kvote og tilsvarer differansen mellom kvoten og IMF's kroneinnskudd i Norges Bank.

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

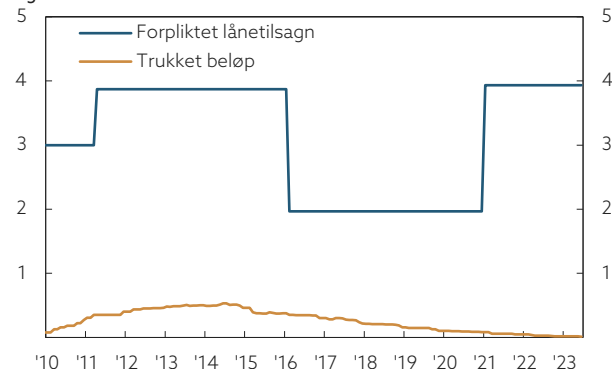
**KVOTER** er IMF's hovedkilde til finansiering. Hvert medlem av IMF er tildelt en kvote som i hovedsak er basert på medlemslandets relative posisjon i verdensøkonomien. Norges kvote er på 3 755 millioner SDR. Trukket beløp økte med 6 millioner SDR i kvartalet, se tabell 2-1 og figur 2-1.

**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 ble redusert med 7 millioner SDR i kvartalet, se tabell 2-1 og figur 2-2.

Figur 2-1 Kvote. Milliarder SDR



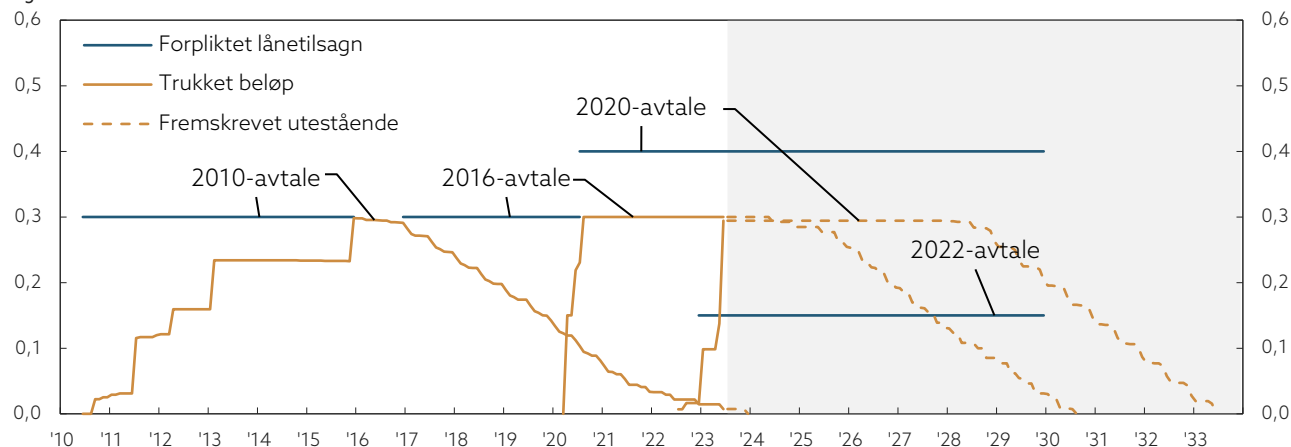
Figur 2-2 NAB. Milliarder SDR



**BILATERALE LÅNEAVTALER** fungerer som IMF's tredjelinjeforsvar etter kvoter og NAB. Gjeldende låneavtale som trådte i kraft 1. januar 2021, løper til 31. desember 2023, og har en trekkadgang på 2 585 millioner SDR. Avtalen kan forlenges med ett år, som forventes gjort så snart Regjeringen har behandlet saken. 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 196 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.

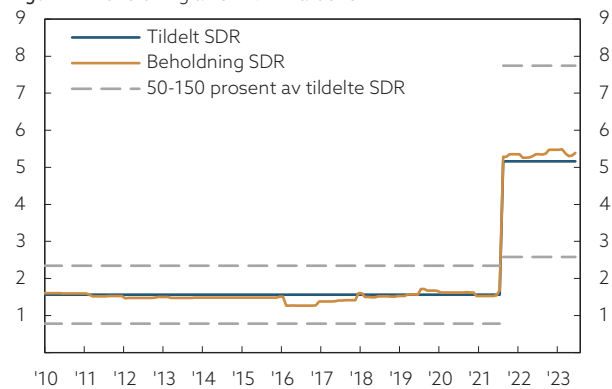
Figur 2-3 PRGT-avtaler. Milliarder SDR





**BEHOLDNINGEN AV SDR** er tildelt medlemslandene av IMF. Medlemsland, IMF og «prescribed holders»<sup>5</sup> 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 økt med 17 millioner SDR. Norges beholdning av SDR ved utgangen av kvartalet var 5 385 millioner SDR, se tabell 2-2 og figur 2-4.

Figur 2-4 Beholdning av SDR. Milliarder SDR



<sup>5</sup> «Prescribed holders of SDR» er 20 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), tolv utviklingsbanker (African Development Bank, African Development Fund, Asian Development Bank, Caribbean Development Bank, Development Bank of Latin America, European Bank for Reconstruction and Development, Inter-American 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 fire «intergovernmental monetary institutions» (Arab Monetary Fund, Bank of International Settlements, European Investment Bank 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
<b>Avkastning på valutareservene</b>	<b>2,08</b>	<b>0,71</b>	<b>1,93</b>	<b>3,64</b>
<i>Renteinvesteringer</i>				
Avkastning på renteinvesteringer	-1,82	-2,70	-0,28	0,64
Avkastning på referanseindeksen	-1,87	-2,73	-0,29	0,66
Relativ avkastning	0,05	0,03	0,01	-0,01
<i>Aksjeinvesteringer</i>				
Avkastning på aksjeinvesteringer	19,58	13,40	10,36	11,24
Avkastning på referanseindeksen	19,52	13,27	10,30	11,10
Relativ avkastning	0,07	0,13	0,07	0,14

**Tabell 2** Durasjon og yield på renteinvesteringene. Siste fem kvartal

	2. kv. 2023	1. kv. 2023	4. kv. 2022	3. kv. 2022	2. kv. 2022
<b>Durasjon</b>	<b>3,53</b>	<b>3,61</b>	<b>3,59</b>	<b>3,64</b>	<b>3,69</b>
CNY	3,45	3,43	3,47	3,50	3,40
EUR	3,98	4,02	3,96	4,04	4,14
GBP	3,76	3,97	3,94	3,97	4,26
JPY	3,99	3,99	4,19	4,18	3,72
USD	3,13	3,23	3,21	3,26	3,32
<b>Yield</b>	<b>3,68</b>	<b>3,23</b>	<b>3,33</b>	<b>3,06</b>	<b>1,95</b>
CNY	2,27	2,48	2,49	2,25	2,36
EUR	2,93	2,63	2,61	1,89	0,94
GBP	4,94	3,69	3,52	4,06	1,95
JPY	0,03	0,05	0,19	0,04	0,01
USD	4,59	4,05	4,27	4,18	2,90