

Forvaltinga av Noregs Bank sine valutareservar

Rapport for tredje kvartal 2008

25 november 2008

Valutareservane skal kunne brukast til intervensjonar i valutamarknaden som ledd i gjennomføringa av pengepolitikken eller ut frå omsynet til finansiell stabilitet. Reservane er delte inn i ein penge-marknadsportefølje og ein investeringsportefølje. I tillegg er det med ein petrobufferportefølje som skal samle opp dei jamlege kjøpa av valuta til Statens pensjonsfond – Utland. Denne porteføljen får tilført midlar frå Statens direkte økonomiske engasjement (SDØE) og frå Noregs Bank sine valutakjøp i marknaden. I Noregs Bank forvaltar NBIM investeringsporteføljen og petrobufferporteføljen, mens pengemarknadsporteføljen blir forvalta av Noregs Bank Pengepolitikk (separat rapportering).

Investeringsporteføljen har ein langsiktig investeringshorisont der føremålet er å oppnå høgast mogleg avkastning innanfor dei avgrensingane som følgjer av retningslinjer fastsette av hovudstyret i Noregs Bank. Hovudstyret har fastsett ein strategisk referanseportefølje for investeringsporteføljen.

1 Hovudtal

Tredje kvartal 2008 var framleis prega av finansuroa som tok til med problem i bustadlånsmarknaden i USA tidleg i 2007, og som seinare utvikla seg til ei meir omfattande global tillits- og likviditetskrise. I tredje kvartal utvikla krisa i finanssektoren seg til ei grunnleggjande tillitskrise i det finansielle systemet. Fleire store finansinstitusjonar tok mot finansiering frå nasjonale styresmakter, somme vart sette under offentleg administrasjon og enkelte gjekk over ende. Store fall i aksjekursane og lågare obligasjonsrenter speglar auka sannsyn for eit kraftig økonomisk tilbakeslag og lågare inntening i bedriftene som følgje av sviaktande tilgang på kreditt.

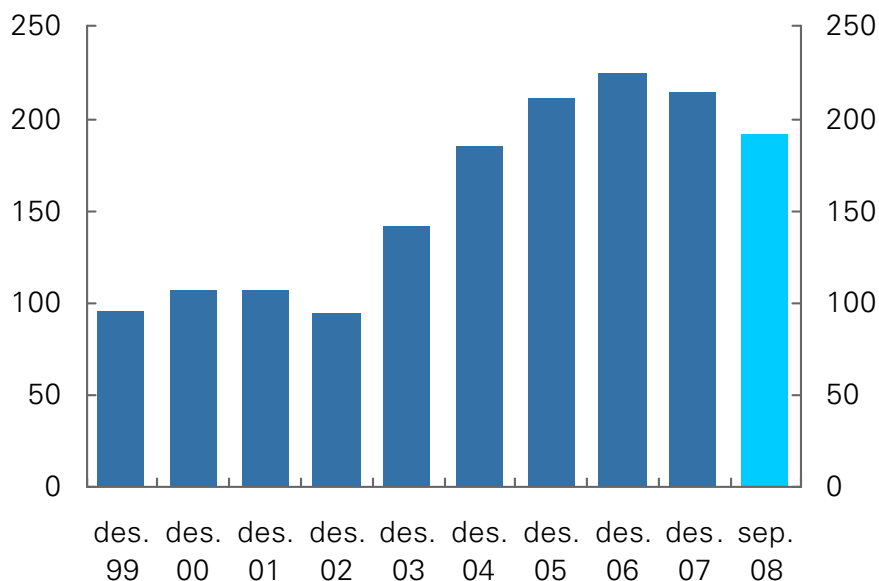
Kursnedgangen i dei internasjonale aksjemarknadene i tredje kvartal 2008 førde til negativ avkastning for investeringsporteføljen. Periodeavkastninga var -4,8 prosent målt i internasjonal valuta. Avkastninga i aksje- og renteporteføljen var høvesvis -11,4 og -0,8 prosent. Porteføljeavkastninga var 1,04 prosentpoeng lågare enn avkastninga til referanseporteføljen som er fastsett av hovudstyret i Noregs Bank. Marknadsverdien ved utgangen av kvartalet var 192 milliardar kroner.

Tabell 1-1 gir ei historisk oversikt over avkastning og risiko for investeringsporteføljen og figur 1-1 gir ei oversikt over utviklinga i marknadsværdien av porteføljen.

Tabell 1-1 Investeringsporteføljen. Avkastning og risiko. Målt i norske kroner. Annualiserte tal per 30. september 2008

	Siste 2 år	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 7 år	Sidan 1.1.1998
Porteføljeavkastning (prosent)	-5,14	-0,71	1,85	1,64	3,66
Referanseavkastning (prosent)	-3,72	0,23	2,35	1,87	3,79
Meiravkastning (prosentpoeng)	-1,42	-0,94	-0,50	-0,24	-0,13
Standardavvik (prosent)	6,98	7,90	7,65	7,70	7,17
Relativ volatilitet (prosentpoeng)	0,87	0,74	0,60	0,53	0,46
Informasjonsrate	-1,64	-1,27	-0,83	-0,44	-0,28

Figur 1-1 Investeringsporteføljen. Marknadsverdi. Milliardar kroner. 1999 – 2008



2 Marknadsverdi og avkastning

Marknadsverdien av investeringsporteføljen var ved utgangen av tredje kvartal 2008 191,9 milliardar kroner. Verdien vart redusert med 3,0 milliardar kroner i kvartalet (jf. tabell 2-1). Negativ avkastning på investerte midlar reduserte verdien med 10,2 milliardar kroner, mens det vart overført 8,9 milliardar kroner til pengemarknadsporteføljen. Ein svakare kronekurs i høve til dei valutaene porteføljen er investert i, auka verdien med 16 milliardar kroner. Endring i kronekursen har likevel ikkje noko å seie for den internasjonale kjøpekrafta for porteføljen.

Tabell 2-1 Investeringsporteføljen. Marknadsverdi og endringar. Millionar kroner

	Aksjeforvaltinga	Renteforvaltinga	Totalt
30.9.2007	90 900	122 211	213 111
31.12.2007	88 953	125 033	213 986
31.3.2008	75 278	123 609	198 887
30.6.2008	73 335	121 580	194 914
Tilførsel	-3 439	-5 429	-8 868
Avkastning	-8 704	-1 519	-10 223
Endring i kroneverdi	5 952	10 091	16 042
30.9.2008	67 143	124 722	191 865

Investeringsporteføljen hadde i tredje kvartal 2008 ei periodeavkastning på -4,80 prosent målt i internasjonal valuta, det vil seie målt i den valutakorga som tilsvarer samansetninga av

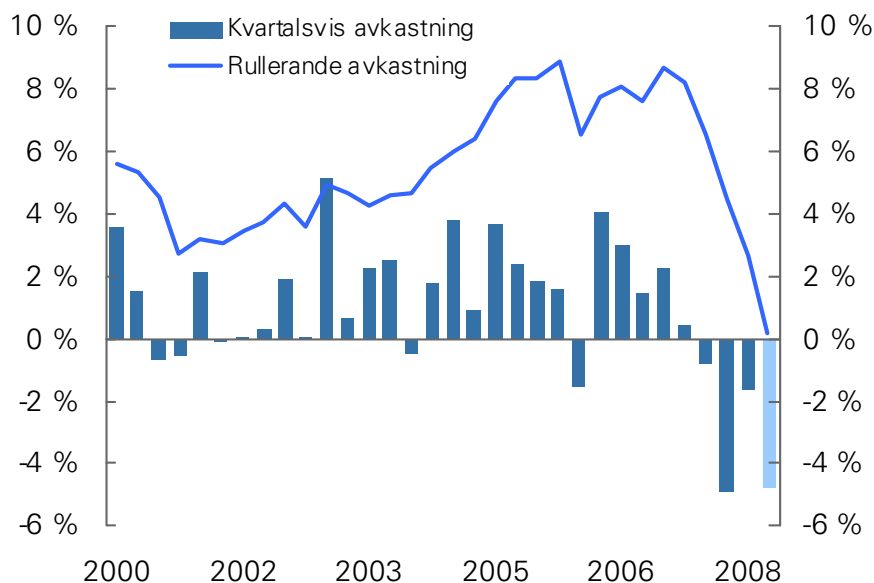
referanseporteføljen for porteføljen, sjå tabell 2-2. Aksjeporteføljen hadde ei avkastning på -11,41 prosent og renteporteføljen ei avkastning på -0,82 prosent. Dei siste tre års rullerande annualisert avkastning er 0,18 prosent, jf figur 2-1.

Målt i norske kroner var totalavkastninga i tredje kvartal 2,99 prosent. Forskjellen mellom avkastninga målt i internasjonal valuta og avkastninga målt i norske kroner kjem av at krona gjennom kvartalet svekte seg i høve til dei valutaene som er med i referanseporteføljen.

Tabell 2-2 Investeringsporteføljen. Periodeavkastning. Prosent

	Målt i internasjonal valuta		Målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Meir-avkastning
2007	3,37	4,59	-4,69	-3,57	-1,12
Første kvartal 2008	-4,94	-3,91	-7,06	-6,04	-1,01
Andre kvartal 2008	-1,66	-1,88	-2,00	-2,22	0,22
Tredje kvartal 2008	-4,80	-3,84	2,99	4,03	-1,04
Januar-september 2008	-11,01	-9,34	-6,19	-4,43	-1,76

Figur 2-1 Investeringsporteføljen. Kvartalsvis avkastning og rullerande annualisert avkastning siste tre år 2000 – 2008. Prosent.



Nominell årleg avkastning målt i internasjonal valuta frå 1. januar 1998 til utgangen av tredje kvartal 2008 har vore 4,15 prosent, sjå tabell 2-3. Fråtrekt prisvekst og forvaltningskostnader viser tabellen at årleg netto realavkastning har vore 1,96 prosent.

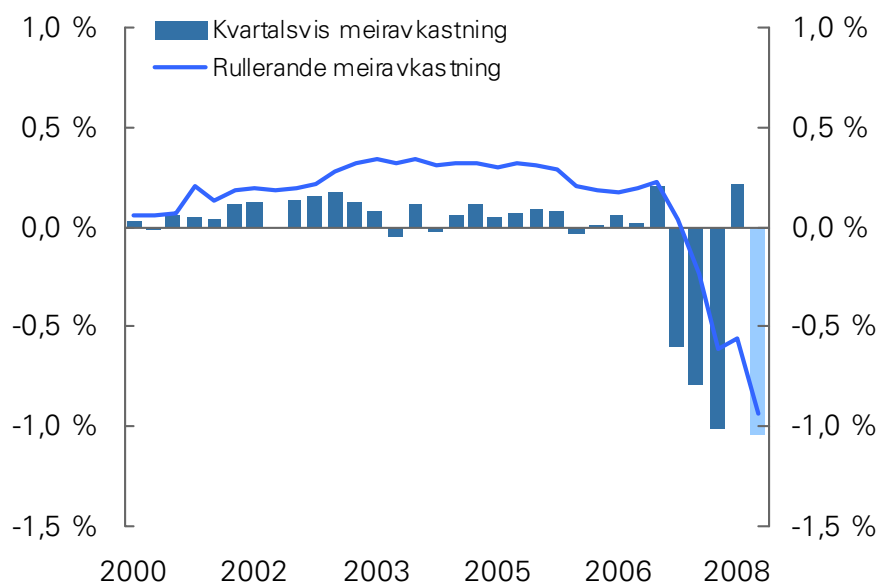
Tabell 2-3 Investeringsporteføljen. Periodeavkastning. Prosent

Periode	Nominell årleg avkastning	Årleg prisvekst*	Forvaltingskostnader	Årleg netto realavkastning	Årleg brutto meiravkastning
Frå 1.1.1998	4,15	2,08	0,06	1,96	-0,13
Frå 1.1.1999	3,59	2,20	0,06	1,30	-0,14
Frå 1.1.2000	4,14	2,29	0,06	1,74	-0,17
Frå 1.1.2001	3,59	2,32	0,06	1,18	-0,20
Frå 1.1.2002	3,76	2,46	0,06	1,21	-0,26
Frå 1.1.2003	4,04	2,54	0,06	1,40	-0,37
Frå 1.1.2004	3,17	2,76	0,06	0,34	-0,55
Frå 1.1.2005	1,99	2,85	0,06	-0,90	-0,71
Frå 1.1.2006	-0,47	3,03	0,06	-3,46	-1,07
Frå 1.1.2007	-4,66	3,52	0,07	-7,97	-1,67

* Vegd gjennomsnitt av konsumprisstiginga i dei landa som i vedkomande år er med i referanseporteføljen for porteføljen.

Avkastninga som NBIM oppnår på faktisk portefølje, blir målt i høve til avkastninga på referanseporteføljen som hovudstyret har fastsett. Forskjellen mellom avkastningstala gir den brutto meiravkastninga som NBIM har bidrege med. Avkastninga til porteføljen var i tredje kvartal 2008 1,04 prosentpoeng lågare enn avkastninga på referanseporteføljen, sjå tabell 2-2. Kvartalsvis og rullerande annualisert meiravkastning dei siste tre åra er viste i figur 2-2.

Figur 2-2 Investeringsporteføljen. Kvartalsvis og rullerande annualisert meiravkastning siste tre år 2000 – 2008. Prosentpoeng.



I tredje kvartal kom det til transaksjonskostnader knytte til overføring av midlar til pengemarknadsporteføljen for valutareservane. Dei estimerte direkte og indirekte transaksjonskostnadene er rekna til 131,7 millionar kroner i tredje kvartal 2008. Dette utgjorde 0,15 prosent av overføringsbeløpet på 8,9 milliardar kroner og 0,06 prosent av marknadsverdien til porteføljen ved inngangen til kvartalet. Referanseporteføljen er ikkje justert for desse påførde transaksjonskostnadene.

Ved utgangen av tredje kvartal 2008 var tre års rullerande annualisert meiravkastning -0,94 prosentpoeng. Høgre kolonne i tabell 2-3 viser at meiravkastninga i gjennomsnitt har vore -0,13 prosentpoeng per år rekna frå 1. januar 1998.

3 Marknadsrisiko og retningslinjer for forvaltninga

Marknadsrisikoen i investeringsporteføljen blir målt ved forventa relativ volatilitet. Dette er eit statistisk definert risikomål som seier noko om kor stort avvik vi normalt kan forvente i forskjell mellom avkastninga på referanseporteføljen og avkastninga på den faktiske porteføljen basert på samansetninga av porteføljen og historiske marknadsdata. I periodar med unormale marknadsrørsler og delvis samanbrot i dei internasjonale finansmarknadene, som vi har sett det siste halvtanna året, vil føresetnadene for modellen til dels bryte saman.

Særleg har rentemarknadene sidan midten av 2007 vore prega av forhold som har medført at volatilitet og korrelasjonar har avvike frå historia. Det skal ta noko tid før modellen blir justert, og han kan derfor vere mindre presis i periodar med store endringar. For siste år synest det som om modellert risiko uttrykt gjennom forventa relativ volatilitet, har underestimert den faktiske risikoen i porteføljen. Forventa volatilitet kan svinge mykje også ved uendra grad av aktiv forvaltning. Dette kjem av at måla blir påverka av ulike trekk i marknadsutviklinga, som til dømes endringar i volatiliteten i marknadene og i korrelasjonar mellom dei ulike aktivaklassane og verdipapira.

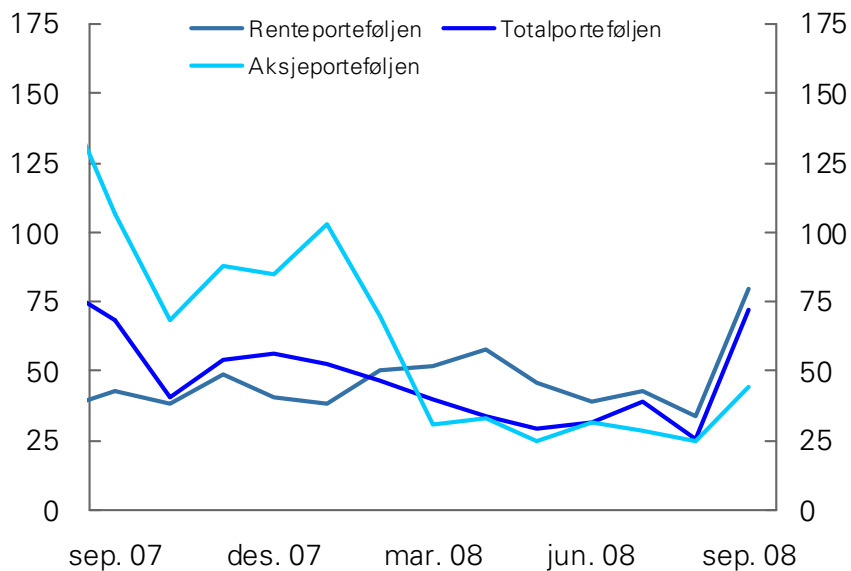
Hovudstyret sine retningslinjer set ei grense for marknadsrisikoen i den faktiske porteføljen i høve til referanseporteføljen. Den relative marknadsrisikoen skal alltid vere lågare enn 1,5 prosentpoeng forventa relativ volatilitet. Forventa relativ volatilitet var 72 basispunkt ved utgangen av tredje kvartal 2008, sjå figur 3-1. I ettertid kan vi bruke variasjonen i avviket mellom avkastninga av den faktiske porteføljen og av referanseporteføljen (det vil seie variasjonen i meiravkastninga) som eit mål for kva den relative marknadsrisikoen faktisk har vore (den mørke linja i figur 3-1). Denne volatiliteten er rekna som årsrate frå tolv månaders rullerande vindauge.

Figur 3-1 Investeringsporteføljen. Forventa og faktisk relativ volatilitet. Basispunkt. 1999 – 2008



Figur 3-2 viser utviklinga i forventa relativ volatilitet i aksje- og renteforvaltinga dei siste tolv månedene.

Figur 3-2 Investeringsporteføljen. Forventa relativ volatilitet. Basispunkt. September 2007 – september 2008



Tabell 3-1 viser samansetninga av rentepapirporteføljen (renteporteføljen eksklusive kontantar) fordelt på type obligasjonar og kredittvurdering.

Tabell 3-1 Investeringsporteføljen. Rentepapirporteføljen fordelt etter kredittvurdering.¹⁾ 30. juni 2008

Prosent av renteporteføljen								Inga
	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	Lavere	P-1	vurdering
Stats- og statsrelaterte obligasjonar	20,6	15,0	1,8	0,8	0,5	0,7	-	0,7
Inflasjonsindekserte obligasjonar	5,3	2,4	0,1	-	-	-	-	-
Selskapsobligasjonar	0,8	4,5	6,7	4,7	0,4	0,1	-	0,1
Pantesikra obligasjonar	31,7	1,4	1,1	0,4	0,1	0,1	-	0,2
Sertifikat	-	-	-	-	-	-	0,1	-
Sum obligasjonar og andre renteberande verdipapir	58,3	23,3	9,7	5,8	0,9	1,0	0,1	0,9

¹⁾ Basert på kredittvurdering frå minst eitt av kredittvurderingsbyråa Moody's, Standard & Poor's og Fitch. Kategorien "inga vurdering" inkluderer verdipapir som ikkje er vurderte av desse tre byråa. Desse verdipapira kan vere vurderte av andre, lokale byrå.

Tabell 3-2 gir ei oversikt over risiko og eksponering i investeringsporteføljen. Det var ingen brot på hovudstyret sine investeringsretningslinjer i tredje kvartal 2008.

Tabell 3-2 Investeringsporteføljen. Nøkkeltal for risiko og eksponering

Risiko	Grenser	Faktisk		
		31.12.2007	30.6.2008	30.9.2008
Marknadsrisiko	Maksimalt 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet	0,56	0,32	0,72
Aktivafordeling	Renteporteføljen	58,5	62,4	65,2
	Aksjeporteføljen	41,5	37,6	34,8
Marknadsfordeling aksjar	Europa	52,5	49,8	48,0
	Amerika / Afrika	33,5	34,6	37,6
	Asia / Oseania	14,0	15,6	14,4
Valutafordeling renter	Europa	60,6	61,5	60,4
	Amerika	33,4	33,3	34,1
	Asia / Oseania	6,0	5,2	5,5
Eigardel	Største eigardel maksimalt 5 %	4,62	0,19	0,18

4 Petrobufferporteføljen

Føremålet med porteføljen er å syte for ein føremålstenleg tilførsel av nye midlar til Statens pensjonsfond – Utland. Porteføljen blir heile tida bygd opp gjennom valutaoverføringar til Noregs Bank frå Statens direkte økonomiske engasjement (SDØE) og dei valutakjøpa Noregs Bank sjølv gjer i marknadene for å dekkje valutabehovet i Pensjonsfondet. Det er ikkje fastsett nokon særskilt referanseportefølje for petrobufferporteføljen. Med unntak av desember månad blir det normalt overført midlar til fondet kvar månad.

I tredje kvartal 2008 overførte SDØE 51,2 milliardar kroner til petrobufferporteføljen, og Noregs Bank kjøpte valuta for 76,3 milliardar kroner, sjå tabell 4-1. Til Statens pensjonsfond – utland vart det overført 128,3 milliardar kroner. Avkastninga i petrobufferporteføljen i tredje kvartal 2008 var 6,92 prosent målt i norske kroner. Marknadsverdien ved utgangen av kvartalet var 10,9 milliardar kroner. Fondet er plassert i kortsiktige pengemarknadsinstrument, hovudsakleg i euro, amerikanske dollar og britiske pund.

Tabell 4-1 Petrobufferporteføljen. Marknadsverdi og endringar. Millionar kroner

Periode	Tilført frå SDØE	Noregs Banks valutakjøp	Overført til Pensjonsfondet	Marknadsverdi i (periodeslutt)
2007	151 650	152 871	313 650	14 052
Første kvartal 2008	54 526	29 051	88 065	9 842
Andre kvartal 2008	54 472	36 688	90 649	10 296
Juli 2008	16 691	22 073	40 143	8 845
August 2008	16 722	20 364	41 436	4 744
September 2008	17 782	33 870	46 696	10 882
Tredje kvartal 2008	51 195	76 306	128 275	10 882
Januar – september 2008	160 193	142 046	313 320	

5 Rekneskapsrapportering

Nedanfor presenterer vi rekneskapsinformasjon for investeringsporteføljen og petrobufferporteføljen. Rekneskapsrapportering for Noregs Bank sine valutaeservar er med i, og er utdrag av, balansen og rekneskapsrapporteringa for Noregs Bank.

Rekneskapsprinsipp

Delårsrekneskapsrapporteringa for tredje kvartal er gitt i samsvar med rekneskapsprinsippa for Noregs Bank vedtekne av Representantskapet 13. desember 2007. Ein omtale av dei rekneskapsprinsippa som er lagde til grunn ved avlegging av rekneskapsrapporteringa, kjem fram i årsrekneskapsrapporteringa for 2007.

Delårsrekneskapsrapporteringa inneheld ikkje all informasjon som er kravd i ein fullstendig årsrekneskapsrapportering, og bør lesast i samanheng med årsrekneskapsrapporteringa for 2007.

Utarbeiding av rekneskapsrapporteringa for Noregs Bank inneber bruk av estimat og vurderingar som kan påverke eigedelar, gjeld, inntekter og kostnader. Under rekneskapsprinsippa i årsrekneskapsrapporteringa for 2007 er det gjort greie nærare for vesentlege estimat og føresetnader.

Investeringsporteføljen – resultatrekneskap og balanse

Rekneskapsrapporteringa per 30. september 2008 byggjer på rekneskapsrapporteringa som vart offentliggjord ved Noregs Banks månadsbalanse for september (14. oktober 2008).

Tabell 5-1 Investeringsporteføljen. Resultatrekneskap

(tal i millionar kroner)	Til no i året				
	3. kv. 2007	3. kv. 2008	31.12.2007	30.9.2007	30.9.2008
<i>Resultat frå finansielle egedelar ekskl. valutakursreguleringar</i>					
Renteinntekter innskot i utanlandske bankar	-52	29	-104	-74	37
Renteinntekter utlån knytte til tilbakesalsavtalar	1 078	299	3 798	2 988	1 258
Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap frå:					
- aksjar og andelar	-1 978	-9 369	3 676	6 213	-21 729
- obligasjonar og andre renteberande verdipapir	2 872	-440	2 572	1 096	-1 906
- finansielle derivat	-520	-1 664	1 032	1 323	-1 202
Rentekostnad innlån knytt til tilbakekjøpsavtalar	-1 234	-575	-4 751	-3 637	-2 146
Andre rentekostnader	16	-5	-21	-18	-6
Andre kostnader	-50	-8	-118	-89	-48
Sum resultat frå forvaltning før valutakursreguleringar	132	-11 732	6 085	7 802	-25 742
Valutakursreguleringar	-11 050	17 131	-16 678	-19 270	12 018
Sum resultat	-10 918	5 398	-10 593	-11 468	-13 724

Tabell 5-2 Investeringsporteføljen. Balanse

(tal i millionar kroner)	31.12.2007	30.9.2007	30.9.2008
EIGEDELAR			
FINANSIELLE EIGEDELAR			
Innskot i utanlandske bankar	1 490	345	1 793
Utlån knytt til tilbakesalsavtalar	61 849	75 203	33 469
Aksjar og andelar	88 489	90 618	66 676
Obligasjonar og andre renteberande papir	158 017	152 914	145 506
Finansielle derivat	0	320	0
Uoppgjorde handlar	0	0	8 405
Andre krav	61	42	65
SUM FINANSIELLE EIGEDELAR	309 905	319 441	255 915
GJELD OG EIGARKAPITAL			
FINANSIELL GJELD			
Kortsiktig innlån	5	1 528	93
Innlån knytt til tilbakekjøpsavtalar	85 196	92 584	41 103
Finansielle derivat	436	0	701
Uoppgjorde handlar	2 773	5 698	0
Anna gjeld	7 493	6 528	13 701
SUM FINANSIELL GJELD	95 903	106 338	55 598
NETTO PORTEFØLJE	214 002	213 103	200 317 *)

*) Netto porteføljeverdi er høgare i balansen enn i marknadsværdien i tabell 2-1. Dette kjem i hovudsak av ikkje bokførte uoppgjorde kontraktar per 30. september 2008. I tillegg er det nokon prisendringar som er avdekte etter framlegging av Noregs Banks månadsbalanse per 30. september 2008.

Petrobufferporteføljen – resultatregneskap og balanse

Regneskapsrapporten per 30. september 2008 bygger på regneskapstal som vart offentliggjorde ved Noregs Banks månadsbalanse for september (14. oktober 2008).

Tabell 5-3 Petrobufferporteføljen. Resultatregneskap

(tal i millionar kroner)	Til no i året				
	3. kv. 2007	3. kv. 2008	31.12.2007	30.9.2007	30.9.2008
<i>Resultat frå finansielle egedelar ekskl. valutakursreguleringar</i>					
Renteinntekter innskot i utanlandske bankar	46	98	197	162	161
Renteinntekter utlån knytte til tilbakesalsavtalar	88	123	511	394	375
Rentekostnad innlån knytt til tilbakekjøpsavtalar	0	0	-1	0	-2
Andre rentekostnader	-11	-49	-76	-27	-113
Andre kostnader	0	0	-1	-1	-1
Sum resultat frå forvaltning før valutakursreguleringar	123	172	630	529	421
Valutakursreguleringar	-410	1 103	-1 119	-1 468	1 049
Sum resultat	-288	1 274	-489	-939	1 470

Tabell 5-4 Petrobufferporteføljen. Balanse

(tal i millionar kroner)	31.12.2007	30.9.2007	30.9.2008
EIGEDELAR			
FINANSIELLE EIGEDELAR			
Innskot i utanlandske bankar	7	1	4 153
Utlån knytt til tilbakesalsavtalar	10 121	15 856	23 181
Finansielle derivat	0	0	139
Andre krav	2 273	0	0
SUM FINANSIELLE EIGEDELAR	12 401	15 857	27 472
GJELD OG EIGARKAPITAL			
FINANSIELL GJELD			
Finansielle derivat	0	21	0
Anna gjeld	0	16 373	20 622
SUM FINANSIELL GJELD	0	16 394	20 622
Ikkje bokførte uoppgjorde kontraktar	1 651	3 395	4 032
NETTO PORTEFØLJE	14 052	2 858	10 882

Driftskostnader

Kostnadene i NBIMs forvaltning er dels honorar til eksterne forvaltarar og depotinstitusjonar og dels av Noregs Bank sine interne driftskostnader. Medrekna avkastningsavhengige honorar utgjorde samla kostnader ved NBIMs forvaltning av investeringsporteføljen 100,9 millionar kroner i dei tre første kvartala 2008, noko som tilsvarte 0,06 prosent av gjennomsnittleg portefølje (årsrate).

Vedlegg

Investeringsporteføljen Referanseportefølje per 30. september 2008. Prosent

Land for aksjereferansen Valuta for rentereferansen	Aksjer		Renteinstrumenter	
	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje
Vekt aktivklasser	40,0	34,6	60,0	65,4
Belgia		0,7		
Finland		1,0		
Frankrike		8,2		
Hellas		0,5		
Irland		0,3		
Italia		2,8		
Nederland		1,9		
Portugal		0,3		
Spania		3,3		
Tyskland		6,1		
Østerrike		0,4		
Euro – området (EUR)		25,3		48,3
Storbritannia (GBP)		14,5		9,4
Danmark (DKK)		0,8		0,7
Sveits (CHF)		5,3		0,5
Sverige (SEK)		1,6		1,1
Sum Europa	50,0	47,6	60,0	59,9
USA (USD)		32,3		32,4
Brasil		1,1		
Canada (CAD)		2,7		2,2
Mexico		0,4		
Sør-Afrika (ZAR)		0,6		
Sum Amerika og Afrika	35,0	37,2	35,0	34,6
Australia (AUD)		2,4		0,2
Hong Kong		1,5		
Japan (JPY)		8,1		5,0
New Zealand (NZD)		0,1		0,1
Singapore (SGD)		0,5		0,2
Sør-Korea		1,5		
Taiwan		1,2		
Sum Asia / Oseania	15,0	15,2	5,0	5,4