

Forvaltningen av Norges Banks valutareserver

Rapport for andre kvartal 2008

Valutareservene skal kunne brukes til intervensjoner i valutamarkedet som ledd i gjennomføringen av pengepolitikken eller ut fra hensynet til finansiell stabilitet. Reservene er delt inn i en pengemarkedsportefølje og en investeringsportefølje. I tillegg inngår det en petrobufferportefølje som skal samle opp de løpende kjøpene av valuta til Statens pensjonsfond – Utland. Denne porteføljen får tilført midler fra Statens direkte økonomiske engasjement (SDØE) og fra Norges Banks valutakjøp i markedet. I Norges Bank forvalter NBIM investeringsporteføljen og petrobufferporteføljen, mens pengemarkedsporteføljen forvaltes av Norges Bank Pengepolitikk (rapporteres separat).

Investeringsporteføljen har en langsiktig investeringshorisont der formålet er å oppnå høyest mulig avkastning innenfor de begrensningene som følger av retningslinjer fastsatt av hovedstyret i Norges Bank. Hovedstyret har fastsatt en strategisk referanseportefølje for investeringsporteføljen.

1 Hovedtall

Andre kvartal 2008 var fortsatt preget av finansuroen som begynte med problemer i boliglånsmarkedet i USA tidlig i 2007, og som senere utviklet seg til en mer omfattende global tillits- og likviditetskrise. Det var i andre kvartal kursnedgang i både rentemarkedene og aksjemarkedene.

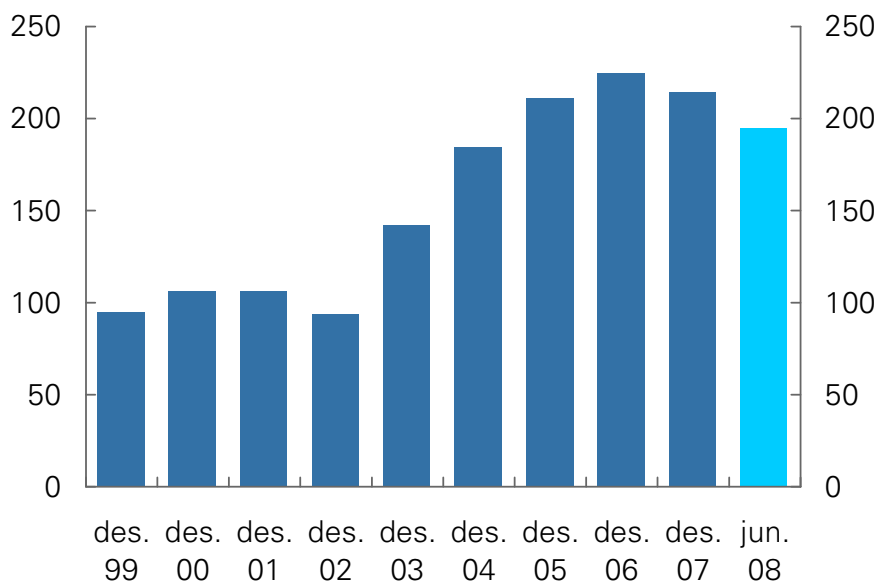
Kursnedgangen i de internasjonale markedene i andre kvartal 2008 førte til negativ avkastning for investeringsporteføljen. Periodeavkastningen var -1,66 prosent målt i internasjonal valuta. Avkastningen i aksje- og renteporteføljen var henholdsvis -1,88 og -1,54 prosent. Porteføljeavkastningen var 0,22 prosentpoeng høyere enn avkastningen til referanseporteføljen som er fastsatt av hovedstyret i Norges Bank. Markedsverdien ved utgangen av kvartalet var 195 milliarder kroner.

Tabell 1-1 gir en historisk oversikt over avkastning og risiko for investeringsporteføljen og figur 1-1 gir en oversikt over utviklingen i porteføljens markedsverdi.

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

	Siste 2 år	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 7 år	Siden 1.1.1998
Porteføljeavkastning (prosent)	-2,65	-1,08	1,19	0,99	3,45
Referanseavkastning (prosent)	-1,70	-0,50	1,46	1,07	3,49
Meravkastning (prosentpoeng)	-0,96	-0,58	-0,27	-0,08	-0,04
Standardavvik (prosent)	8,01	7,84	7,78	7,67	7,22
Relativ volatilitet (prosentpoeng)	0,76	0,64	0,52	0,46	0,41
Informasjonsrate	-1,26	-0,91	-0,52	-0,18	-0,09

Figur 1-1 Investeringsporteføljen. Markedsverdi. Milliarder kroner. 1999 – 2008



2 Markedsverdi og avkastning

Markedsverdien av investeringsporteføljen var ved utgangen av andre kvartal 2008 194,9 milliarder kroner. Verdien ble redusert med 4,0 milliarder kroner i løpet av kvartalet (jf. tabell 2-1). Negativ avkastning på investerte midler reduserte verdien med 3,3 milliarder kroner, mens en sterkere kronkurs i forhold til de valutaene porteføljen er investert i, reduserte verdien med 0,7 milliarder kroner. Endring i kronkursen har imidlertid ingen betydning for porteføljens internasjonale kjøpekraft.

Tabell 2-1 Investeringsporteføljen. Markedsverdi og endringer. Millioner kroner

	Aksjeforvaltningen	Renteforvaltningen	Totalt
30.6.2007	97 443	126 535	223 978
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
Tilførsel	-300	300	0
Avkastning	-1 399	-1 900	-3 299
Endring i kroneverdi	-245	-429	-673
30.6.2008	73 335	121 580	194 914

Investeringsporteføljen hadde i andre kvartal 2008 en periodeavkastning på -1,66 prosent målt i internasjonal valuta, det vil si målt i den valutakurven som tilsvarer sammensetningen

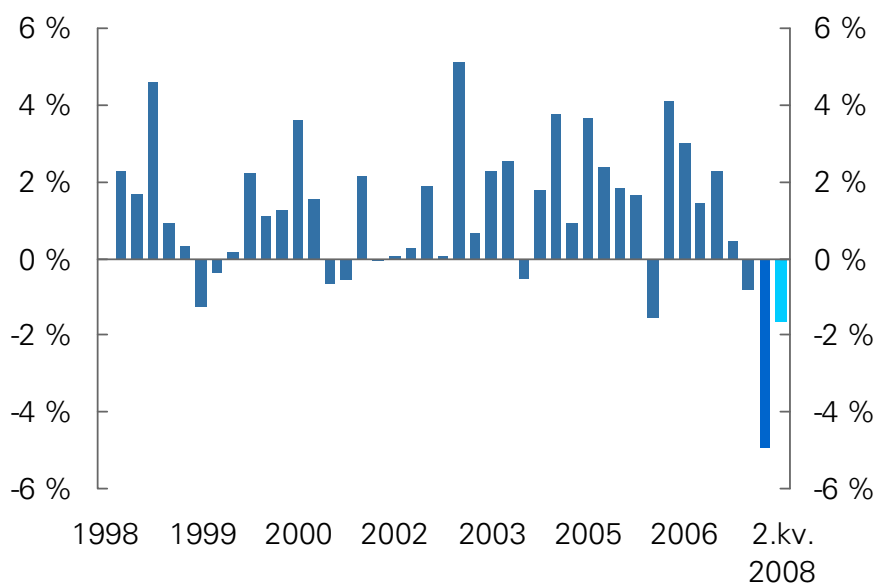
av porteføljens referanseportefølje, se tabell 2-2. Aksjeforføljen hadde en avkastning på -1,88 prosent og renteforføljen en avkastning på -1,54 prosent. Målt i norske kroner var totalavkastningen -2,0 prosent. Forskjellen mellom avkastningen målt i internasjonal valuta og avkastningen målt i norske kroner skyldtes at kronen i løpet av kvartalet styrket seg i forhold til de valutaene som inngår i referanseporteføljen.

Tabell 2-2 Investeringsporteføljen. Periodeavkastning. Prosent

	Målt i internasjonal valuta		Målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Meravkastning
2007	3,37	4,59	-4,69	-3,57	-1,12
Første kvartal 2008	-4,94	-3,91	7,06	-6,04	-1,01
April 2008	2,06	1,97	1,51	1,43	0,08
Mai 2008	0,24	0,06	-0,03	-0,22	0,19
Juni 2008	-3,88	-3,83	-3,43	-3,38	-0,04
Andre kvartal 2008	-1,66	-1,88	-2,00	-2,22	0,22
Første halvår 2008	-6,52	-5,72	-8,91	-8,13	-0,79

Fra 1998 har den gjennomsnittlige kvartalsavkastningen målt i internasjonal valuta vært 1,18 prosent, se figur 2-1. Det har vært positiv avkastning i 32 av 42 kvartaler.

Figur 2-1 Investeringsporteføljen. Kvartalsvis avkastning. Prosent. 1998 – 2008



Nominell årlig avkastning målt i internasjonal valuta fra 1. januar 1998 til utgangen av andre kvartal 2008 har vært 4,74 prosent, se tabell 2-3. Fratrullet prisvekst og forvaltningskostnader viser tabellen at årlig netto realavkastning har vært 2,55 prosent.

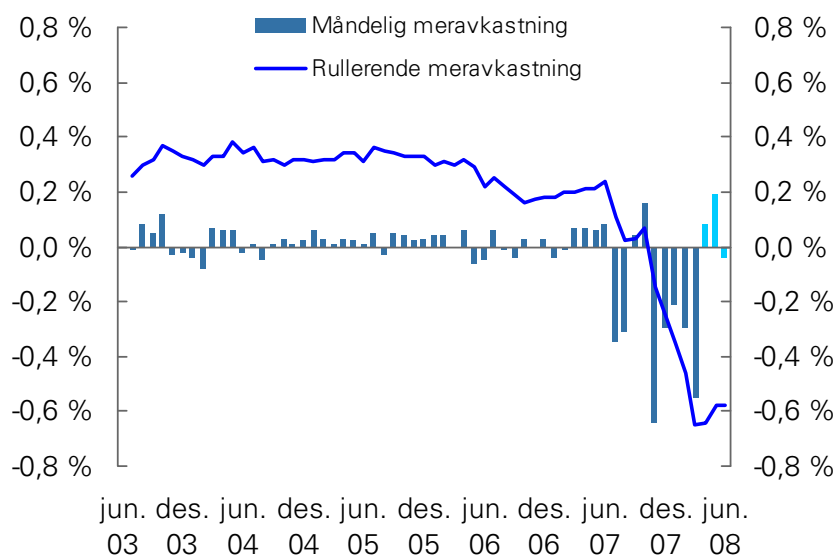
Tabell 2-3 Investeringsporteføljen. Periodeavkastning. Prosent

Periode	Nominell årlig avkastning	Årlig prisvekst*	Forvaltningskostnader	Årlig netto realavkastning	Årlig brutto meravkastning
Fra 1.1.1998	4,74	2,07	0,06	2,55	-0,04
Fra 1.1.1999	4,22	2,19	0,07	1,92	-0,03
Fra 1.1.2000	4,87	2,29	0,07	2,45	-0,05
Fra 1.1.2001	4,40	2,32	0,07	1,97	-0,07
Fra 1.1.2002	4,70	2,47	0,06	2,12	-0,11
Fra 1.1.2003	5,17	2,55	0,06	2,49	-0,20
Fra 1.1.2004	4,49	2,78	0,06	1,60	-0,35
Fra 1.1.2005	3,58	2,89	0,07	0,61	-0,48
Fra 1.1.2006	1,46	3,10	0,07	-1,66	-0,78
Fra 1.1.2007	-2,26	3,72	0,07	-5,84	-1,33

* Veid gjennomsnitt av konsumprisstigningen i de landene som i vedkommende år inngår i porteføljens referanseportefølje.

Avkastningen som NBIM oppnår på faktisk portefølje, blir målt i forhold til avkastningen på referanseporteføljen som hovedstyret har fastsatt. Forskjellen mellom avkastningstallene gir den brutto meravkastningen som NBIM har bidratt med.

Avkastningen til porteføljen var i andre kvartal 2008 0,22 prosentpoeng høyere enn avkastningen på referanseporteføljen, se tabell 2-2. Månedlig og akkumulert meravkastning de siste tre årene er vist i figur 2-2. Linjen i denne figuren viser utviklingen i tre års rullerende meravkastning. Ved utgangen av andre kvartal 2008 var tre års rullerende annualisert meravkastning -0,58 prosentpoeng. Høyre kolonne i tabell 2-3 viser at meravkastningen i gjennomsnitt har vært -0,04 prosentpoeng per år regnet fra 1. januar 1998.

Figur 2-2 Investeringsporteføljen. Månedlig og rullerende meravkastning siste tre år. Prosentpoeng. 2003 – 2008

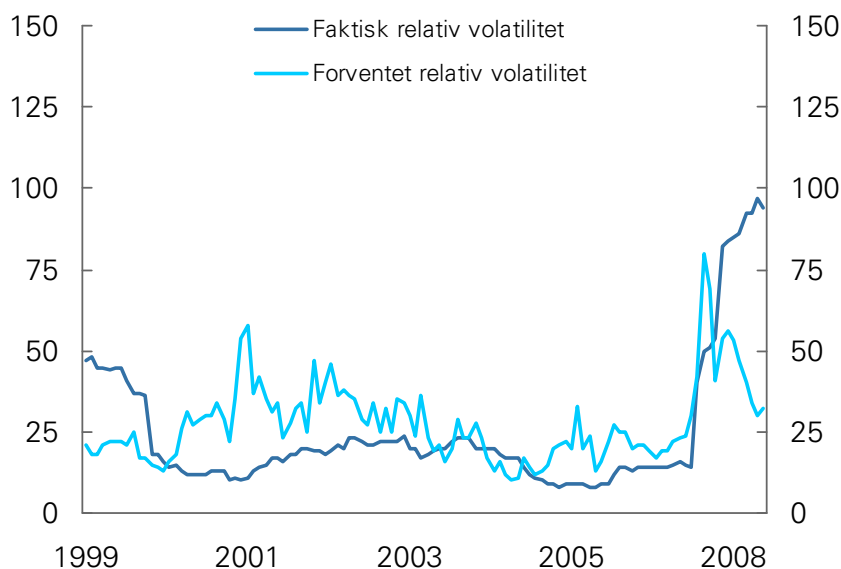
3 Markedsrisiko og retningslinjer for forvaltningen

Markedsrisikoen i investeringsporteføljen måles ved forventet relativ volatilitet. Dette er et statistisk definert risikomål som sier noe om hvor stort avvik vi normalt kan forvente i forskjell mellom avkastningen på referanseporteføljen og avkastningen på den faktiske porteføljen. Hovedstyrets retningslinjer setter en grense for markedsrisikoen i den faktiske porteføljen i forhold til referanseporteføljen. Den relative markedsrisikoen skal alltid være lavere enn 1,5 prosentpoeng forventet relativ volatilitet.

Forventet volatilitet kan svinge mye også ved uendret grad av aktiv forvaltning. Dette skyldes at målene påvirkes av ulike trekk i markedsutviklingen, som for eksempel endringer i volatiliteten i markedene og i korrelasjoner mellom de ulike aktivaklassene og verdipapirene.

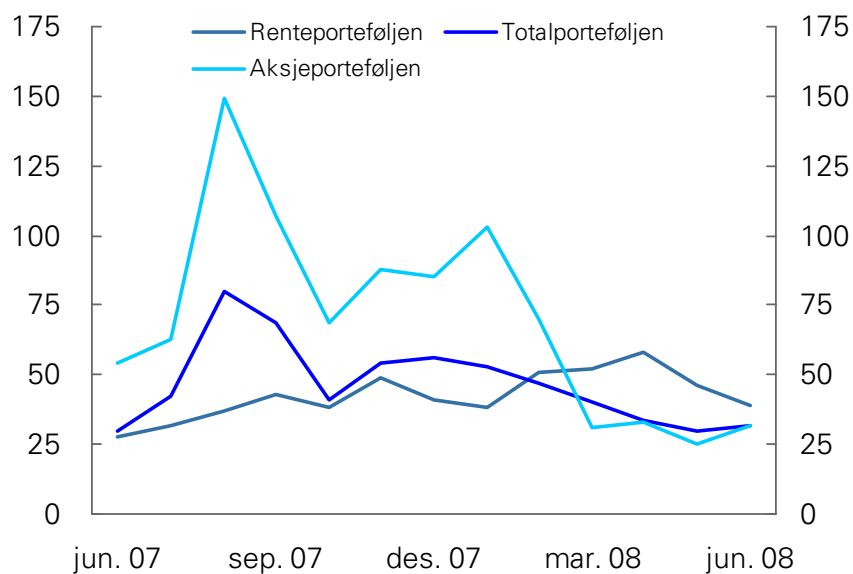
Den lyse linjen i figur 3-1 viser utviklingen i forventet relativ volatilitet fra 1999. Forventet relativ volatilitet var 32 basispunkter ved utgangen av andre kvartal 2008. I ettertid kan vi bruke variasjonen i avviket mellom avkastningen av den faktiske porteføljen og av referanseporteføljen (det vil si variasjonen i meravkastningen) som et mål for hva den relative markedsrisikoen faktisk har vært (den mørke linjen i figuren). Denne volatiliteten er beregnet som årsrate fra tolv måneders rullerende vinduer.

Figur 3-1 Investeringsporteføljen. Forventet og faktisk relativ volatilitet. Basispunkter. 1999 – 2008



Figur 3-2 viser utviklingen i forventet relativ volatilitet i aksje- og renteforvaltningen de siste tolv måneder.

Figur 3-2 Investeringsporteføljen. Forventet relativ volatilitet. Basispunkter. Juli 2007 – juni 2008



Tabell 3-1 viser sammensetningen av rentepapirporteføljen (renteporteføljen eksklusive kontanter) fordelt på type obligasjoner og kredittvurdering.

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

Prosent av renteporteføljen	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	Lavere	P-1	Ingen vurdering
Stats- og statsrelaterte obligasjoner	22,2	14,8	2,5	0,8	0,4	0,6	-	0,1
Inflasjonsindekserte obligasjoner	5,1	2,2	0,1	-	-	-	-	-
Selskapsobligasjoner	1,1	4,9	6,7	4,6	0,3	0,1	-	0,1
Pantesikrede obligasjoner	30,4	1,3	0,8	0,4	0,1	0,1	-	0,2
Sertifikater	-	-	-	-	-	-	0,3	-
Sum obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	58,7	23,1	10,2	5,8	0,7	0,8	0,3	0,4

¹⁾ Basert på kredittvurdering fra minst ett av kredittvurderingsbyråene Moody's, Standard & Poor's og Fitch. Kategorien "ingen vurdering" inkluderer verdipapirer som ikke er vurdert av disse tre byråene. Disse verdipapirene kan være vurdert av andre, lokale byråer.

Tabell 3-2 gir en oversikt over risiko og eksponering i investeringsporteføljen. Det var ingen brudd på hovedstyrets investeringsretningslinjer i andre kvartal 2008.

Tabell 3-2 Investeringsporteføljen. Nøkkeltall for risiko og eksponering

Risiko	Grenser	Faktisk		
		31.12.2007	31.3.2008	30.6.2008
Markedsrisiko	Maksimalt 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet	0,56	0,40	0,32
Aktivafordeling	Renteporteføljen	58,5	62,2	62,4
	Aksjeporteføljen	41,5	37,9	37,6
Markedsfordeling aksjer	Europa	52,5	51,1	49,8
	Amerika / Afrika	33,5	34,2	34,6
	Asia / Oseania	14,0	14,7	15,6
Valutafordeling renter	Europa	60,6	62,2	61,5
	Amerika	33,4	31,5	33,3
	Asia / Oseania	6,0	6,3	5,2
Eierandel	Største eierandel maksimalt 5 %	4,62	0,96	0,19

4 Petrobufferporteføljen

Formålet med porteføljen er å sørge for en hensiktsmessig tilførsel av nye midler til Statens pensjonsfond – Utland. Porteføljen bygges opp løpende gjennom valutaoverføringer til Norges Bank fra Statens direkte økonomiske engasjement (SDØE) og de valutakjøpene Norges Bank selv foretar i markedene for å dekke Pensjonsfondets valutabehov. Det er ikke fastsatt noen særskilt referanseportefølje for petrobufferporteføljen. Med unntak av desember måned overføres det normalt midler til fondet hver måned.

I andre kvartal 2008 overførte SDØE 54,5 milliarder kroner til petrobufferporteføljen, og Norges Bank kjøpte valuta for 36,7 milliarder kroner, se tabell 4-1. Til Statens pensjonsfond – utland ble det overført 90,6 milliarder kroner. Avkastningen av petrobufferporteføljen i andre kvartal 2008 var 1,21 prosent målt i norske kroner. Markedsverdien ved utgangen av kvartalet var 10,3 milliarder kroner. Fondet er plassert i kortsiktige pengemarkedsinstrumenter, hovedsakelig i euro, amerikanske dollar og britiske pund.

Tabell 4-1 Petrobufferporteføljen. Markedsverdi og endringer. Millioner kroner

Periode	Tilført fra SDØE	Norges Banks valutakjøp	Overført til Pensjonsfondet	Markedsverdi (periodeslutt)
2007	151 650	152 871	313 650	14 052
Første kvartal 2008	54 526	29 051	88 065	9 842
April 2008	21 885	9 897	27 484	13 889
Mai 2008	14 440	9 997	29 353	8 942
Juni 2008	18 147	16 795	33 812	10 296
Andre kvartal 2008	54 472	36 688	90 649	10 296
Første halvår 2008	108 998	65 740	178 714	

5 Regnskapsrapportering

Nedenfor presenteres regnskapsinformasjon for investeringsporteføljen og petrobufferporteføljen. Regnskapsrapportering for Norges Banks valutareserver inngår i, og er utdrag av, Norges Banks balanse og regnskap.

Regnskapsprinsipper

Delårsregnskapet for andre kvartal er avlagt i samsvar med regnskapsprinsippene for Norges Bank vedtatt av Representantskapet 13. desember 2007. En beskrivelse av de regnskapsprinsippene som er lagt til grunn ved avleggelse av regnskapet, fremkommer i årsregnskapet for 2007.

Delårsregnskapet inneholder ikke all informasjon som kreves i et fullstendig årsregnskap, og bør leses i sammenheng med årsregnskapet for 2007.

Utarbeidelse av regnskapsrapporteringen for Norges Bank innebærer bruk av estimater og vurderinger som kan påvirke eiendeler, gjeld, inntekter og kostnader. Under regnskapsprinsipper i årsregnskapet for 2007 er det redegjort nærmere for vesentlige estimater og forutsetninger.

Driftskostnader

Kostnadene i NBIMs forvaltning består dels av honorarer til eksterne forvaltere og depotinstitusjoner og dels av Norges Banks interne driftskostnader. Medregnet avkastningsavhengige honorarer utgjorde samlede kostnader ved NBIMs forvaltning av investeringsporteføljen i andre kvartal 2008 72,5 millioner kroner, noe som tilsvarte 0,07 prosent av gjennomsnittlig portefølje (årsrate).

Investeringsporteføljen – resultatregnskap og balanse

Regnskapsrapporten per 30. juni 2008 bygger på regnskapstall som ble ved offentliggjort ved Norges Banks månedsbalanse for juni (14. juli 2008).

Resultatregnskap (Tall i millioner kroner)			Hittil i året		
	2. kv. 2007	2. kv. 2008	31.12.2007	30.6.2007	30.6.2008
<i>Resultat fra finansielle eiendeler ekskl. valutakursreguleringer</i>					
Renteinntekter innskudd i utenlandske banker	-19	9	-104	-22	8
Renteinntekter utlån knyttet til gjensalgsvtaler	992	381	3 798	1 910	958
Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra:					
- aksjer og andeler	6 273	-1 209	3 676	8 191	-12 360
- obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	-2 633	-3 276	2 572	-1 776	-1 466
- finansielle derivater	1 395	1 306	1 032	1 843	462
Rentekostnad innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	-1 196	-684	-4 751	-2 403	-1 571
Andre rentekostnader	-15	2	-21	-34	-1
Andre kostnader	-19	-19	-118	-39	-40
Sum resultat fra forvaltning før valutakursreguleringer	4 778	-3 490	6 085	7 670	-14 010
Valutakursreguleringer	-5 061	-788	-16 678	-8 220	-5 112
Sum resultat	-283	-4 279	-10 593	-550	-19 122

Balanse (Tall i millioner kroner)	31.12.2007	30.6.2007	30.6.2008
FINANSIELLE EIENDELER			
Innskudd i utenlandske banker	1 490	518	1 379
Utlån knyttet til gjensalgsvtaler	61 849	106 137	33 309
Aksjer og andeler	88 489	97 984	72 564
Obligasjoner og andre rentebærende papirer	158 017	140 654	147 415
Finansielle derivater	0	1 401	33
Andre fordringer	61	59	64
SUM FINANSIELLE EIENDELER	309 905	346 751	254 763
FINANSIELL GJELD			
Kortsiktig innlån	5	456	95
Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	85 196	93 592	44 393
Finansielle derivater	436	0	0
Uoppgjorte handler	2 773	6 092	3 517
Annen gjeld	7 493	22 611	11 846
SUM FINANSIELL GJELD	95 903	122 751	59 852
NETTO PORTEFØLJE	214 002	224 000	194 911

Petrobufferporteføljen – resultatregnskap og balanse

Regnskapsrapporten per 30. juni 2008 bygger på regnskapstall som ble ved offentliggjort ved Norges Banks månedsbalanse for juni (14. juli 2008).

Resultatregnskap (Tall i millioner kroner)	Hittil i året				
	2. kv. 2007	2. kv. 2008	31.12.2007	30.6.2007	30.6.2008
<i>Resultat fra finansielle eiendeler ekskl. valutakursreguleringer</i>					
Renteinntekter innskudd i utenlandske banker	52	63	197	116	63
Renteinntekter utlån knyttet til gjensalgsvtaler	105	103	511	306	252
Rentekostnad innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	0	-2	-1	0	-2
Andre rentekostnader	-16	-39	-76	-16	-64
Andre kostnader	0	0	-1	-1	-1
Sum resultat fra forvaltning før valutakursreguleringer	141	125	630	406	249
Valutakursreguleringer	-513	-186	-1 119	-1 058	-54
Sum resultat	-372	-60	-489	-651	196

Balanse (Tall i millioner kroner)	31.12.2007	30.6.2007	30.6.2008
FINANSIELLE EIENDELER			
Innskudd i utenlandske banker	7	120	2
Utlån knyttet til gjensalgsvtaler	10 121	3 051	4 928
Finansielle derivater	0	0	0
Andre fordringer	0	0	16 716
SUM FINANSIELLE EIENDELER	10 128	3 171	21 646
FINANSIELL GJELD			
Finansielle derivater	0	21	16
Annen gjeld	-2 273	2 035	14 397
SUM FINANSIELL GJELD	-2 273	2 035	14 413
Ikke bokførte uoppgjorte kontrakter	1 651	2 386	3 066
NETTO PORTEFØLJE	14 052	3 501	10 299