



Beslut

DATUM: 2012-12-06
AVDELNING: Avdelningen för kapitalförvaltning (KAP)
HANDLÄGGARE: Marcus Larsson
HANTERINGSKLASS: Ö P P E N

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

DNR 2012-844-KAP

■ Förvaltning av guld- och valutareserven 2013

Förslag till beslut

Direktionen föreslås besluta:

- att Investeringspolicyn för kapitalförvaltningen 2013 fastställs i enlighet med bilaga 1.

Bakgrund

Guld- och valutareserven ska förvaltas så att Riksbanken alltid kan uppfylla sina åtaganden. Reserven måste därför vara sammansatt så att den vid behov kan användas till att ge tillfälligt likviditetsstöd till svenska banker, till att fullgöra Sveriges del i IMF:s internationella långivning och till att intervensera på valutamarknaden. Med dessa åtaganden som utgångspunkt ska guld- och valutareservens även förvaltas så att dess långsiktiga avkastning blir så hög som möjligt samtidigt som risken i förvaltningen beaktas.

För att säkerställa att förvaltningen bedrivs ändamålsenligt fastställer direktionen årligen en investeringspolicy som omfattar förvaltningen av guld- och valutareserven samt de valutalån som upptagits från Riksgälden. Investeringspolicyn omfattar däremot inte Riksbankens fordringar på eller skulder till IMF eller de valuta-transaktioner som genomförs inom avdelningen för penningpolitik.

Den viktigaste förändringen i förslaget till investeringspolicy för 2013 är att utrymmet för att göra Riksbankens balansräkning mindre känslig för ränteförändringar utökas. Den nedre gränsen för räntekänsligheten, mätt som modifierad duration, föreslås sänkas från 3,5 till 2,0. Nedan redogörs för de överväganden som ligger till grund för förslaget till investeringspolicy för 2013.

■ Överväganden – Investeringspolicy för kapitalförvaltningen 2013

Valutareservens sammansättning

Riksbanken ska vid behov, och med kort varsel, kunna ge tillfälligt likviditetsstöd i utländsk valuta. En stor del av valutareserven bör därför hållas i lätt omsättningsbara tillgångar utgivna i de valutor i vilka likviditetsstöd kan bli aktuellt.

De svenska bankerna har stora lån i amerikanska dollar och euro som man tagit upp på de internationella kapitalmarknaderna. Störningar på dessa marknader påverkar därför de svenska bankernas finansieringsmöjligheter. Eftersom bankerna lånar mer dollar än euro och eftersom marknaden för kortfristiga dollarlån är beroende av relativt få stora amerikanska investerare bedöms bankernas dollarfinansiering vara mer känslig för störningar. Valutareserven bör därför innehålla mer dollar än euro. Att exakt bestämma hur behovet fördelar sig mellan dollar och euro är svårt, men bedömningen är att 60 procent bör utgöras av dollar och 40 procent av euro.

Med utgångspunkt i den rådande osäkerheten om den framtida ekonomiska utvecklingen föreslås att valutareserven även fortsättningsvis till minst 70 procent ska utgöras av statsobligationer i amerikanska dollar och euro. Med statsobligationer jämföras i detta sammanhang även kassabehållning i dessa valutor som deponerats hos centralbanker eller hos Bank for International Settlements (BIS). Baserat på det större behovet av att hålla dollar bör således minst 42 procent av valutareserven utgöras av statsobligationer utgivna i dollar och minst 28 procent statsobligationer utgivna i euro (se tabell 1).¹

En nyhet i investeringspolicyn för 2013 är att dessa tillgångar även begränsas med avseende på sin räntekänslighet. Tillgångarnas modifierade duration får inte överstiga 6,0. Syftet med begränsningen är att säkerställa att Riksbanken har tillräckligt stora tillgångar i dollar och euro även om dollar- och euroräntorna stiger och tillgångarna därmed faller i värde. Den nya bestämmelsen kompletterar redan befintliga regler om räntekänslighet (se nedan) vars syfte är att begränsa risken för att Riksbanken gör förluster.

Tabell 1. Tillgångarnas fördelning över valutor

	Valuta	Andel av valutareserven
(i)	USD	42–60%
(ii)	EUR	28–40%
(iii)	Övriga OECD-valutor utom SEK	0–10% per valuta

Fördelningen av tillgångarna i den del av valutareserven som inte måste utgöras av statsobligationer utgivna i dollar och euro, och som högst kan uppgå till 30 procent av valutareserven, motiveras av behovet av riskspridning. Därför ska tillgångar i andra valutor än dollar och euro begränsas till att vardera utgöra högst 10 procent av valutareserven.

Riksbanken bör även fortsättningsvis kunna investera i obligationer som emitteras av andra än stater eftersom detta kan förbättra valutareservens riskjusterade avkastning.

¹ Att 70–100% av valutareserven ska hållas i USD och EUR i proportionerna 60/40 innebär att minst 42% (70%×60%) ska hållas i USD och minst 28% (70%×40%) i EUR. Följaktligen bör högst 60% (100%×60%) hållas i USD och 40% (100%×40%) i EUR.

Genom att minst 70 procent av valutareserven ska utgöras av statobligationer i amerikanska dollar och euro kan följaktligen högst 30 procent av reserven investeras i värdepapper utfärdade av andra emittenter än den amerikanska staten eller stater som har euro som valuta. De tillåtna emittenterna och motparterna, vilka är desamma som i investeringspolicyn för 2012, framgår av tabell 2.

Tabell 2. Tillgångarnas fördelning över emittenter och motparter

	Emittenter och motparter	Andel av valutareserven
(i)	Obligationer emitterade av stat i övriga tillåtna valutor, obligationer emitterade av statsgaranterade eller mellanstatliga organisationer samt övrig kassabehållning	0–30%
(ii)	Obligationer emitterade av lokala eller regionala myndigheter	0–10%
(iii)	US-agencies	0–10%

Valutalånens sammansättning

Liksom i den per 6 december 2012 reviderade investeringspolicyn för 2012 föreslås att förfallande valutalån ska refinansieras och att nya lån endast får tas upp i amerikanska dollar och euro. Det totala värdet på valutalånen får inte överstiga motsvarande 200 miljarder SEK vid tidpunkten för en refinansiering. Lånen får inte upptas med längre löptid än 5,5 år.

Valutaexponering

Den enskilt viktigaste orsaken till att värdet på valutareserven varierar över tiden är växelkursrörelser. Denna risk hanteras genom att valutareservens tillgångar fördelas över flera valutor samt att valutalånen upptas på ett sådant sätt så att valutarisken minimeras. Valutaexponeringen hanteras även med hjälp av derivatinstrument.

Inför 2013 föreslås inga ändringar jämfört med den nu gällande investeringspolicyn. Högst 15 procent av värdet på valutareservens nettotillgångar² ska kunna omvandlas från att vara exponerat mot den amerikanska dollarn eller euron till att vara exponerat mot övriga godkända valutor utom SEK. Eftersom valutaexponeringen föreslås kunna omvandlas till valutor i vilka Riksbanken redan håller tillgångar föreslås även att den totala exponeringen per valuta, förutom mot dollar och euro, ska begränsas till 15 procent av värdet på nettotillgångarna.

Räntekänslighet

Värdet på valutareserven varierar också på grund av att marknadsräntorna förändras. Hur stor variationen är beror dels på hur mycket marknadsräntorna rör sig, dels på hur känslig valutareserven är för ränteförändringar. I den gällande investeringspolicyn ska valutareservens nettotillgångar ha en räntekänslighet på mellan 3,5 och 6,0 uttryckt som modifierad duration.

² Med nettotillgångar avses valutareservens tillgångar minskat med de valutalån som tagits upp för att finansiera reserven.

Valutareserven har under senare år haft en modifierad duration på omkring 4. Att reserven haft denna duration har motiveras av att obligationer med längre löptid i genomsnitt ger högre avkastning än obligationer med kortare löptid. Obligationer med längre löptid förlorar å andra sidan mer i värde om räntorna stiger. Valet av räntekänslighet är således en avvägning mellan förväntad avkastning och risk.

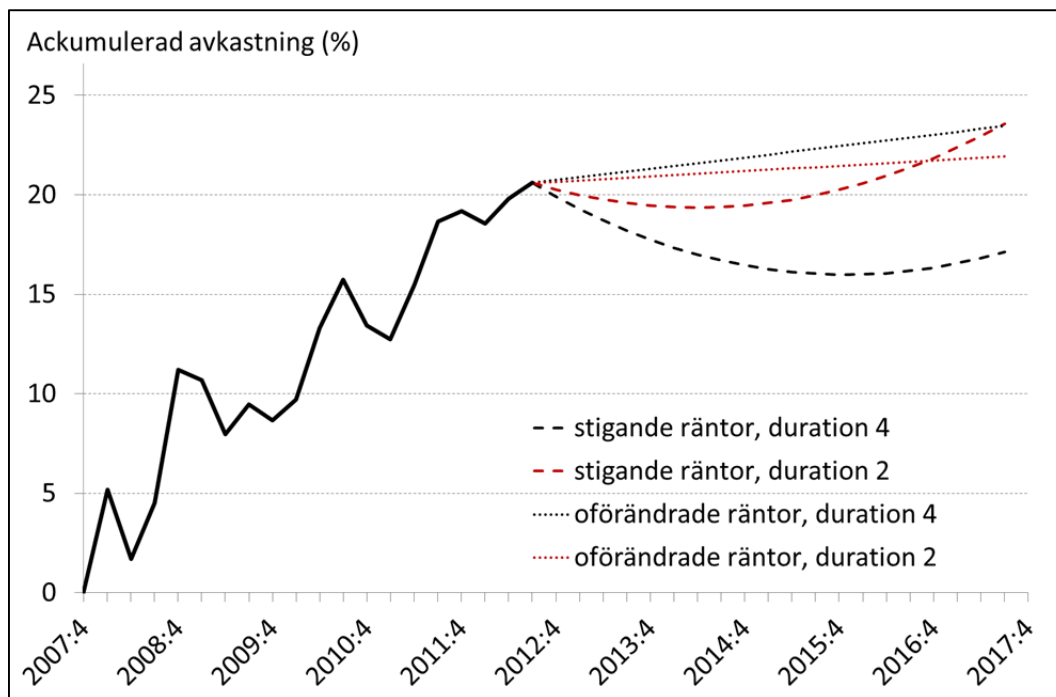
Den ekonomiska situationen i omvärlden präglas för närvarande av stor osäkerhet och marknadsräntorna är mycket låga i ett historiskt perspektiv. När den ekonomiska situationen förbättras kommer sannolikt marknadsräntorna att stiga, vilket i sin tur innebär att valutareserven kommer att falla i värde. Om det bedöms vara mer troligt att räntorna stiger än att de faller under de närmaste åren kan det således finnas skäl att minska reservens räntekänslighet.

Utöver att räntorna generellt är låga är också ränteskillnaden mellan långa och korta obligationer ovanligt liten. Den kompensation man erhåller för att ta ökad ränterisk är således låg, vilket är samma sak som att "kostnaden" för att försäkra sig mot stigande räntor är låg.

Figur 1 visar hur olika scenarier för ränteutvecklingen påverkar den framtida avkastningen för amerikanska statsobligationer.³ I scenariot "stigande räntor" antas att räntorna under de kommande fem åren gradvis återgår till det normala, vilket här antas vara de genomsnittliga räntor som rått under perioden 1 januari 1995 till 30 september 2012. I scenariot "oförändrade räntor" antas att de räntor som gällde den 30 september 2012 består under den kommande femårsperioden.

Eftersom räntekänsligheten är högre för de längre obligationerna varierar deras avkastning mer mellan de två scenarierna än vad avkastningen för de kortare obligationerna gör. De längre obligationerna avkastar cirka 0,5 procent per år i scenariot med oförändrade räntor men har negativ avkastning då räntorna stiger, medan

Figur 1. Prognostiserad avkastning för amerikanska statsobligationer



³ Exemplet kan generaliseras till marknaderna för tyska, brittiska och kanadensiska statsobligationer med snarlikt resultat.

■ avkastningen för de kortare obligationerna varierar mellan 0,2 och 0,5 procent per år. Från figuren kan man också utläsa att den förväntade avkastningen för de kortare obligationerna överstiger den för de längre så länge man inte är relativt säker på att räntorna ska förbli låga under de kommande fem åren. Således är det mycket som talar för att lägre räntekänslighet leder till såväl högre avkastning som lägre risk. Mot bakgrund av detta föreslås att den nedre gränsen för nettotillgångarnas modifierade duration sänks från 3,5 till 2,0.

Guldreserven

Riksbanken äger liksom de flesta andra centralbanker guld. En anledning till detta är guldets historiska roll i det monetära systemet, men guld kan även betraktas som en investeringstillgång på samma sätt som andra tillgångar. Att med precision fastställa en lämplig storlek på guldreserven är förenat med betydande osäkerhet, eftersom det är svårt att prognosticera priset på guld. Om man endast beaktar den risk-reducerande effekten av att guldets värde varierar på ett annat sätt än valutareservens bör andelen guld inte överstiga den nuvarande andelen på cirka 15 procent av den totala guld- och valutareserven. Å andra sidan skulle en halverad andel endast minska guld- och valutareservens risk marginellt, varför den nuvarande storleken på guldreserven även fortsättningsvis kan anses vara rimlig. Mot denna bakgrund föreslås inga förändringar i Riksbankens innehav av guld för 2013.

Mål och utvärdering

I förslaget till investeringspolicy för 2013 införs även det mål för valutareservens riskjusterade avkastning som tidigare endast funnits i Riksbankens verksamhetsplan. Målet är att valutareservens riskjusterade avkastning, mätt som Sharpekvot i lokal valuta, ska överstiga motsvarande avkastning på en referensportfölj som uteslutande består av sådana värdepapper som Riksbanken skulle hålla för att kunna utföra sina uppdrag. Även referensportföljens sammansättning fastställs i investeringspolicyn för 2013. Med utgångspunkt i behovet av att hålla utländsk valuta för att kunna genomföra likviditetsstöd (se ovan) föreslås att referensportföljen ska vara sammansatt av 60 procent amerikanska och 40 procent tyska statsobligationer vars räntekänslighet, mätt som modifierad duration, ska vara 4,0.

Valutareservens sammansättning är mer diversifierad än referensportföljens och har därför lägre risk. Av den anledningen borde valutareservens Sharpekvot kunna överstiga referensportföljens med cirka 10 procent. Samtidigt finansieras valutareserven med valutalån vars ränta överstiger avkastningen på motsvarande tillgångar med cirka 0,2 procent per år. Effekten av dessa lån är att valutareservens Sharpekvot istället förväntas understiga referensportföljens med cirka 10 procent. Den samlade effekten blir därför att Sharpekvoten för valutareserven och referensportföljen förväntas vara lika stora. Mot den bakgrunden bedöms det föreslagna målet, att valutareservens riskjusterade avkastning ska överstiga motsvarande avkastning på referensportföljen, vara rimligt.

Ikraftträdande

Investeringspolicyen föreslås träda ikraft den 1 januari 2013.