



Beslutsunderlag

DATUM: 2013-12-02
AVDELNING: Avdelningen för kapitalförvaltning (KAP)
HANDLÄGGARE: Christoffer Grände, Marcus Larsson och Göran Robertsson
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 2013-791-KAP

■ Förvaltning av guld- och valutareserven 2014

Förslag till direktionens beslut

Riksbanken fastställer Investeringspolicyn för kapitalförvaltningen 2014 i enlighet med bilaga 1.

Bakgrund

I första hand ska guld- och valutareserven 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. I andra hand ska guld- och valutareservens förvaltas så att dess långsiktiga avkastning blir så hög som möjligt i förhållande till den risk som tas.

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. I investeringspolicyn för 2014 föreslås endast mindre ändringar jämfört med investeringspolicyn för 2013.

Överväganden – Investeringspolicy för kapitalförvaltningen 2014

Valutareservens sammansättning

För att Riksbanken med kort varsel ska kunna ge likviditetsstöd i utländsk valuta bör valutareserven snabbt kunna omvandlas till likvida medel. Bedömningen är att den nu gällande investeringspolicyn säkerställer detta. Därför föreslås att reserven även fortsättningsvis till minst 70 procent ska utgöras av statsobligationer i amerikanska dollar och euro vars modifierade duration understiger 6,0 för båda valutorna. Med statsobligationer likställs i detta sammanhang även kassabehållning i dollar och euro som deponerats hos centralbanker eller hos Bank for International Settlements (BIS).

Att med precision bestämma hur behovet fördelas mellan att hålla dollar och euro är svårt, men även fortsättningsvis uppskattas att relation bör vara 60/40 till dollarns fördel. Det motiveras med att svenska bankers dollarfinansiering bedöms vara mer känslig för störningar. Således bör liksom tidigare minst 42 procent av valutareserven

- utgörs av statsobligationer utgivna i dollar och minst 28 procent utgörs av statsobligationer utgivna i euro.¹

Tidigare har valutorna dollar och euro även haft en övre begränsning och fått utgöra högst 60 respektive 40 procent av valutareserven. Motivet till det har varit att undvika en alltför stor koncentration till en enskild valuta eftersom det kan resultera i hög växelkursrisk. Numera finansieras dock en stor del av valutareserven med valutalån, vilket gör att växelkursförändringar påverkar värdet för både tillgångar och skulder. Därför kan man uppnå önskad valutfördelning för tillgångarna utan att exponera Riksbankens balansräkning för ökad växelkursrisk. Av det skälet föreslås att den övre begränsningen för dollar och euro utgår i investeringspolicyn för 2014 (se tabell 1).²

Tabell 1. Tillgångarnas fördelning över valutor

	Valuta	Andel av valutareserven
(i)	USD	minst 42%
(ii)	EUR	minst 28%
(iii)	Övriga godkända valutor utom SEK	0–10% per valuta

Den del av valutareserven som inte utgörs av statsobligationer i dollar och euro, och som högst kan uppgå till 30 procent av valutareserven, motiveras av behovet av riskspridning. Därför bör tillgångar i andra godkända valutor än dollar och euro liksom tidigare 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 det kan förbättra valutareservens riskjusterade avkastning. De tillåtna emittenterna och motparterna, vilka är desamma som i investeringspolicyn för 2013, 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

Investeringspolicyn för 2013 reglerar att valutalån får upptas till ett sammanlagt värde som högst uppgår till motsvarande 200 miljarder kronor. Vidare föreskrivs att valutalån ska refinansieras vid förfall. Dessa skrivningar är oförenliga. I en situation då

¹ Att minst 70% 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.

² Ändringen från övriga "OECD-valutor" till "godkända valutor" är redaktionell. Riksbankens Finansiella Riskpolicy med vidhängande regler föreskriver att investeringar endast får göras i OECD-länder. "Godkända" investeringar måste dessutom föregås av en allsidig beredning där bl.a. Risknheten deltar.

■ lånens sammanlagda värde överstiger 200 miljarder kronor kan förfallande lån inte refinansieras fullt ut med mindre än att beloppsgränsen bryts.

För att tydliggöra verksamhetens uppdrag föreslås att beloppsgränsen stryks i investeringspolicyn för 2014. Det innebär att lån som förfaller alltid ska refinansieras till fullo även om lånens sammanlagda värde överstiger motsvarande 200 miljarder kronor. Att beloppsgränsen stryks innebär också att verksamheten inte längre får "fylla på" reserven om valutalånens sammanlagda värde minskat på grund av att den svenska kronan apprecierat.

Liksom tidigare föreslås att lån endast ska tas upp i amerikanska dollar och euro; att dollarlån som förfaller kan ersättas med nya lån i euro och vice versa; samt att nya lån får upptas upp till en månad innan ett gammalt lån förfaller.

Valutaexponering

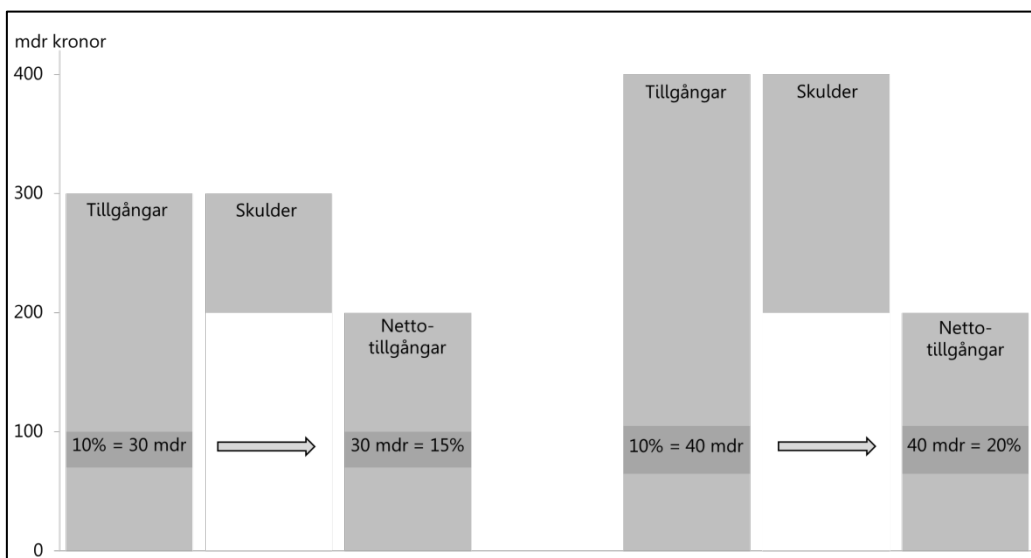
Den enskilt viktigaste orsaken till att värdet på valutareserven varierar över tiden är växelkursrörelser. Denna risk hanteras genom att valutareservens nettotillgångar (valutatillgångar minus valutalån) fördelas över flera valutor så att valutarisken minskar. Valutaexponeringen hanteras även med hjälp av derivatinstrument.

Vad gäller möjligheten att använda derivatinstrument föreslås inga ändringar. Högst 15 procent av värdet på valutareservens nettotillgångar ska kunna omvandlas från att vara exponerat mot dollar eller euro till att vara exponerat mot övriga godkända valutor utom svenska kronor.

Däremot föreslås att den högsta tillåtna exponeringen för en enskild valuta, förutom dollar och euro, höjs från 15 till 20 procent av nettotillgångarnas värde. Höjningen motiveras av att förstärkningen av valutareserven som genomfördes 2013 förändrat storleksförhållandet mellan Riksbankens brutto- och nettotillgångar (se figur nedan).

Högst 10 procent av bruttotillgångarna får investeras i en enskild valuta annan än dollar eller euro (se tabell 1). Innan förstärkningen motsvarade det cirka 30 miljarder kronor, dvs. cirka 15 procent av nettotillgångarna. Efter förstärkningen motsvarar 10 procent cirka 40 miljarder kronor, dvs. 20 procent av nettotillgångarna.

Riksbankens balansräkning är för närvarande exponerad mot sex valutor. Det innebär att cirka 17 procent per valuta utgör en jämnt fördelad valutaexponering. En övre gräns på 20 procent kan därför inte anses vara hög.



■ Räntekänslighet

Värdet på valutareserven varierar också på grund av att marknadsräntor förändras. Hur stor variationen är beror dels på hur mycket marknadsräntorna rör sig, dels på hur känslig valutareserven är för ränteförändringar. Investeringspolicyn för 2013 föreskriver att räntekänsligheten, mätt som modifierad duration, ska hållas inom intervallet 2,0 till 6,0. Bedömningen är att detta intervall är ändamålsenligt även för 2014 varför inga ändringar föreslås.

Guldreserven

Riksbanken äger liksom de flesta andra centralbanker guld. Det beror delvis på guldets historiska roll i det monetära systemet, men guldreserven motiveras även av andra skäl. Ett sådant skäl är att guldets värdeutveckling normalt inte följer samma mönster som värdet på valutareserven. Därför blir värdet på den samlade guld- och valutareserven mer stabilt än värdet på guldreserven och valutareserven var för sig.

Verksamheten avser att under 2014 återkomma i frågan om guldreservens framtida förvaltning. I den nu föreslagna investeringspolicyn för 2014 föreslås inga förändringar jämfört med tidigare år. Det innebär att guld kan lånas ut inom ramen för den löpande förvaltningen, men att inget guld ska köpas eller säljas. Guldreservens storlek ska vara 125,7 ton.

Mål och utvärdering

Målet för kapitalförvaltningen är att valutareserven i *första hand* ska förvaltas så att Riksbanken kan uppfylla sina åtaganden, och i *andra hand* så att reservens avkastning på lång sikt blir så hög som möjligt i förhållande till den risk som tas. Formuleringen av detta mål har förtydligats i investeringspolicyn för 2014.

För att mäta valutareservens riskjusterade avkastning används måttet Sharpekvot. Målet är att Sharpekvoten för valutareserven ska överstiga motsvarande kvot på en referensportfölj som består av 60 procent amerikanska och 40 procent tyska statsobligationer.³ Under tidigare år har Sharpekvoten endast uttryckts i lokal valuta. Det betyder att man bara utvärderat verksamhetens förmåga att hantera ränterisk medan hanteringen av växelkursrisk inte utvärderats. Detta har motiverats med att verksamheten inte haft uppdraget att hantera den växelkursrisk som uppstår gentemot den svenska kronan.

När valutareserven sätts samman läggs emellertid stor vikt vid att analysera hur andra växelkurser (än de som involverar kronan) varierar i förhållande till varandra. Den analysen har bland annat resulterat i att en del av exponeringen mot dollar omvandlas till exponering mot norska kronor. För att kunna bedöma värdet även av den analys som rör växelkursförändringar bör dagens utvärderingsmått kompletteras med motsvarande mått uttryckt i svenska kronor. I investeringspolicyn för 2014 föreslås därför att utvärderingen fortsättningsvis ska ske med hjälp av en Sharpekvot som uttrycks såväl i lokal valuta som i svenska kronor.

Ikraftträdande

Investeringspolicyn föreslås träda ikraft den 1 januari 2014.

³ För att tydliggöra kopplingen mellan mål och utvärdering specificeras referensportföljens sammansättning under rubriken mål i investeringspolicyn för 2014 istället för som tidigare under egen rubrik. Referensportföljens sammansättning är oförändrad jämfört med 2013.