



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 2015-233-AFM

Beslutsunderlag

DATUM: 2015-03-12
AVDELNING: Avdelningen för marknader (AFM)
HANDLÄGGARE: Christian Alexandersson, Emelie Bagelius, Christoffer Grände

■ Reviderad investeringspolicy

Förslag till beslut

Direktionen fastställer Investeringspolicy för guld- och valutareserven i enlighet med bilaga.

Bakgrund

Riksbankens guld- och valutareserv ska i första hand förvaltas så att Riksbanken alltid kan uppfylla sina åtaganden. Reserven måste därför vara utformad 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 valutareserven 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.

Överväganden

Nu gällande investeringspolicy för guld- och valutareserven (investeringspolicy) bedöms vara ändamålsenlig, varför endast mindre ändringar föreslås.

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 dess avkastning på lång sikt blir så hög som möjligt i förhållande till den risk som tas. Avkastning i förhållande till risk benämns som riskjusterad avkastning.

För att mäta valutareservens riskjusterade avkastning används måttet Sharpekvot. Målet är att Sharpekvoten för valutareservens nettotillgångar ska överstiga motsvarande kvot på en referensportfölj som består av 60 procent amerikanska och

40 procent tyska statsobligationer med en modifierad duration om 4,0.¹ Från och med 2014 utvärderas måluppfyllelsen med hjälp av en Sharpekvot som uttrycks såväl i lokal valuta som i svenska kronor, istället för som tidigare enbart i lokal valuta. I denna del av investeringspolicyn föreslås inga förändringar, utöver ett förtydligande att utvärderingen avser valutareservens nettotillgångar. AFM avser dock återkomma till direktionen i frågan om mål i samband med att avdelningens mål och strategi ses över.

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.

Inga förändringar föreslås i denna del av investeringspolicyn. 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.

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 som uppfyller kravet på mycket god omsättningsbarhet enligt definitionen i direktionens regler för likviditetsrisk och vars modifierade duration understiger 6,0 för var och en av 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 relationen bör vara 60/40 till dollarns fördel. Det motiveras med att svenska bankers dollarfinansiering bedöms vara mer känslig för störningar.² Således bör liksom tidigare minst 42 procent av valutareserven utgöras av statsobligationer utgivna i dollar och minst 28 procent utgöras av statsobligationer utgivna i euro.³

¹ Referensportföljen representerar en enkel portfölj som väljer att inte sprida risker, utan istället enbart utgår från policybehovet av statsobligationer i dollar och euro enligt nedan nämnda 60/40-fördelning samt mittpunkten av det tillåtna durationsintervallet. Detta ses som en naturlig utgångspunkt för att utvärdera de beslut inom förvaltningen som syftar till att förbättra den riskjusterade avkastningen. Referensportföljen påverkas, till skillnad från den faktiska valutareserven, inte av någon upplåningskostnad (underförstått kan detta ses som att den referensportföljen i sin enkelhet antas låna till samma ränta som den amerikanska och tyska staten och i samma 60/40-proportioner som den placerar enligt).

² Tonvikten mot dollar stöds också av att lån till IMF företrädesvis betalas ut i dollar.

³ Att minst 70 procent av valutareserven ska hållas i dollar och euro i proportionerna 60/40 innebär att minst 42 procent (70 procent \times 60 procent) ska hållas i dollar och minst 28 procent (70 procent \times 40 procent) i euro.

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. Tillgångar i andra godkända valutor än dollar och euro bör liksom tidigare kunna utgöra vardera högst 10 procent av valutareserven.

Vidare bör valutareserven även fortsättningsvis, inom ramen för ovan nämnda 30 procent, kunna investeras i obligationer som emitteras av andra än stater eftersom det kan förbättra valutareservens riskjusterade avkastning. De tillåtna emittenterna och motparterna, vilka föreslås ska vara desamma som i den nu gällande investeringspolicyn, 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 tidigare föreslås att förfallande lån ska refinansieras,⁴ att nya lån får upptas upp till en månad innan ett gammalt lån förfaller, att lån får ha en löptid om maximalt 5,5 år och att lån får tas upp i amerikanska dollar och euro.

Investeringspolicyn medger fortsatt att dollarlån som förfaller kan ersättas med nya lån i euro och vice versa.⁵ I denna del av investeringspolicyn föreslås en skrivelse som förtydligar vad detta operativt förutsätter, närmare bestämt att storleken på nya lån får avrundas till närmsta 0,25 miljarder i det nya lånets valuta. Bakgrunden är att valutalån, enligt marknadspraxis, enbart bör emitteras i belopp om jämna 0,25 miljarder, vilket innebär att en avrundning normalt måste ske om ett lån i dollar refinansieras med ett lån i euro och vice versa.

För att illustrera detta kan man som exempel anta att ett förfallande lån om 2 miljarder dollar ska refinansieras med ett nytt lån i euro. En sådan refinansiering

⁴ Innan 2014 begränsade investeringspolicyn valutalånens marknadsvärde till högst ett belopp motsvarande 200 miljarder kronor. Denna begränsning togs bort i den nu gällande investeringspolicyn, vilket innebär att lån som förfaller alltid ska refinansieras till fullo oavsett lånens marknadsvärde i svenska kronor.

⁵ För att sänka finansieringskostnaden kan lån i dollar även upptas i form av lån emitterade i euro som Riksgälden sedan omvandlar till dollar och vice versa.

■ innebär att ett nytt lån emitteras i euro varefter de euro som erhålls växlas till dollar som sedan används för att betala tillbaka det förfallande dollarlånet. Det förfallande lånet om 2 miljarder dollar motsvarar ca 1,77 miljarder euro medan det nya eurolånets emissionsbelopp, till följd av marknadspraxis, skulle avrundas till 1,75 miljarder euro. Således skulle det nya lånet vara $1,77 - 1,75 = 0,02$ miljarder euro lägre än det förfallande lånet och valutalånens sammantagna värde, såväl som valutareservens värde, skulle minska med samma belopp.⁶

Valutaexponering

Den enskilt viktigaste orsaken till att valutareservens värde varierar över tiden, och därmed till dess påverkan på Riksbankens balansräkning, är växelkursrörelser. Denna risk hanteras genom att valutareservens nettotillgångar (valutatillgångar minus valutalån) fördelas över flera valutor så att valutarisken minskar. Den högsta tillåtna exponeringen för en enskild valuta, förutom dollar och euro, föreslås som tidigare vara 20 procent av nettotillgångarnas värde.

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. Därutöver föreslås en redaktionell förenkling av en mening.

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. Nu gällande investeringspolicy föreskriver att räntekänsligheten, mätt som modifierad duration, för valutareservens nettotillgångar ska hållas inom intervallet 2,0 till 6,0. Bedömningen är att detta intervall är ändamålsenligt, varför inga ändringar föreslås i denna del av investeringspolicyn utöver en redaktionell förenkling av en mening.

⁶ Vid avrundning nedåt kommer det resterande belopp som behövs för att betala tillbaka det förfallande lånet (i exemplet motsvarande 20 miljoner euro) att finansieras genom befintlig kassabehållning eller, om denna inte räcker till, genom försäljning av obligationer. Beroende på rådande växelkurs kan avrundningsbeloppet uppgå till som mest $0,5 \times 0,25$ miljarder = 125 miljoner euro, motsvarande ca 1,2 miljarder kronor eller ca 0,5 procent av valutalånens sammantagna storlek. Avrundning kan ske både uppåt eller nedåt.