



Beslutsunderlag

DATUM: 2016-03-11
AVDELNING: Avdelningen för marknader (AFM)
HANDLÄGGARE: Christian Alexandersson, Emelie Bagelius, Fredrik Omberg
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 2016-00259

■ 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 redaktionella förändringar vad gäller rubricering föreslås. Med dessa förändringar speglar rubriceringen de krav som Riksbankens finansiella riskpolicy ställer på investeringspolicyns innehåll. Den nya rubriceringen anges i övervägandena nedan.

Mål

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.

Tillgångslag inom guld- och valutareserven

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 guldet, precis som valutareserven, kan användas för att finansiera eventuella policyåtgärder i utländsk valuta. Ett annat 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.

Finansiella tillgångar med mycket god omsättningsbarhet

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). Syftet med durationsbegränsningen 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. Bestämmelsen kompletterar regeln om ränterisk (se nedan) vars syfte är att begränsa risken för att Riksbanken gör förluster.

Att med precision bestämma hur behovet av likviditetsstöd i utländsk valuta fördelas mellan dollar och euro är svårt, men även fortsättningsvis uppskattas att relationen mellan dessa valutor i valutareserven bör vara 60/40 till dollarns fördel. Relationen motiveras med att svenska bankers dollarfinansiering bedöms vara mer känslig för störningar.² Således bör liksom tidigare minst 42 procent av valutareserven utgöras

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 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. Till skillnad från den faktiska valutareserven påverkas referensportföljen 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.

- av statsobligationer utgivna i dollar och minst 28 procent utgörs av statsobligationer utgivna i euro.³

Tillgångarnas fördelning över valutor

Den del av valutareserven som inte utgörs av mycket omsättningsbara tillgångar i dollar och euro, och som högst kan uppgå till 30 procent av valutareserven, motiveras av behovet av riskspridning. Den gör det därmed möjligt att sänka valutarisken i valutareserven. Tillgångar i andra godkända valutor än dollar och euro bör liksom tidigare kunna utgöra vardera högst 10 procent av valutareserven.

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

Tillgångarnas fördelning över emittenter och motparter

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 bidra till att både höja avkastningen och sänka risken i valutareserven och därmed förbättra dess riskjusterade avkastning. Fördelningen över de tillåtna emittenterna och motparterna, föreslås vara densamma som i den nu gällande investeringspolicy, vilket 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

Riksbanken har vid två tillfällen beslutat att ta upp valutalån via Riksgälden för att förstärka valutareserven och därmed säkerställa Riksbankens beredskap att ge likviditetsstöd i utländsk valuta och fullgöra Sveriges del i IMF:s internationella långivning.⁴

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

⁴ Besluten fattades 2009-05-27 och 2012-12-12.

■ Liksom tidigare föreslås att förfallande lån ska refinansieras,⁵ att nya lån får upptas upp till en månad innan ett gammalt lån förfaller och att de vid behov avrundas till närmaste 0,25 miljarder i den valuta som det nya lånet avser. Lånen får ha en löptid om maximalt 5,5 år och endast tas upp i amerikanska dollar och euro.

För att undvika alltför stora refinansieringsbehov på kort tid bör lånens förfallotidpunkter vara jämnt spridda över tiden. Lånen får endast tas upp i amerikanska dollar och euro, då behovet av tillfälligt likviditetsstöd i utländsk valuta är störst i dessa valutor (se ovan).

Att förfallande lån ska få avrundas motiveras av att investeringspolicyn medger att dollarlån som förfaller kan ersättas med nya lån i euro och vice versa.⁶ För att detta ska vara genomförbart utan ett särskilt beslut av direktionen medger investeringspolicyn vidare 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 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.⁷

Valutaexponering för nettotillgångarna

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. Syftet är att begränsa risken för att Riksbanken gör förluster.

⁵ Innan 2014 begränsade investeringspolicyn valutalånens marknadsvärde till högst ett belopp motsvarande 200 miljarder kronor. Denna begränsning togs bort i investeringspolicyn för 2014 och sedan dess ska lån som förfaller alltid refinansieras till fullo oavsett lånens marknadsvärde i svenska kronor.

⁶ 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.

⁷ 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.

■ 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 ska mätas med hjälp av måttet modifierad duration som anger hur mycket värdet på valutareserven ungefär ökar i procent om räntan faller med en procentenhet, och vice versa.

Durationen i en portfölj har nära koppling med dess investeringshorisont. För att minimera ränterisken i en portfölj vars investeringshorisont faller med tiden ska durationen vara densamma som investeringshorisonten. Eller, om portföljens investeringshorisont är konstant över tiden, minimeras ränterisken genom att portföljens duration är hälften av investeringshorisonten. Med denna utgångspunkt kan man sedan överväga att ha längre eller kortare duration beroende på vad man har för förväntningar om framtida räntor.

Ur ett rent kapitalförvaltningsperspektiv talar det mesta för att Riksbanken har mycket lång investeringshorisont. En naturlig utgångspunkt är ägarens – statens – perspektiv, och staten anses vanligen ha ett långsiktigt perspektiv på verksamheten och sina tillgångar. Ur policyperspektiv argumenteras ibland för att Riksbanken bör vara kortsiktig, det vill säga ha hög beredskap för att vid varje tidpunkt kunna utföra sitt uppdrag. Detta argument handlar emellertid mer om att valutareserven bör domineras av tillgångar med hög omsättningsbarhet, än om att Riksbanken har kort investeringshorisont.

Den samlade bedömningen är att valutareservens räntekänslighet liksom tidigare ska mätas som modifierad duration och hållas i intervallet 2,0 till 6,0. Intervallet innebär att det finns utrymme för att kunna ha längre eller kortare duration beroende på bedömningen av räntemarknadernas framtida utveckling.