



PM

DATUM: 2010-12-07
AVDELNING: Avdelningen för kapitalförvaltning (KAP)
HANDLÄGGARE:
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 2010-863-KAP

Förvaltning av guld- och valutareserven 2011

Förslag till beslut

Direktionen föreslås besluta:

- att Investeringspolicyn för kapitalförvaltningen 2011 fastställs i enlighet med bilaga 1, och
- att Förvaltningspolicyn för inlånad utländsk valuta 2011 fastställs i enlighet med bilaga 2.

Bakgrund

Guld- och valutareserven ska förvaltas så att Riksbanken alltid kan uppfylla sina åtaganden. Reserven ska kunna användas till att ge tillfälligt likviditetsstöd till solventa svenska banker, till att fullgöra Sveriges del i IMF:s internationella långivning, och till att vid behov intervensera på valutamarknaden.

Utan att göra avkall på förmågan att uppfylla sina åtaganden ska Riksbanken även se till att guld- och valutareservens långsiktiga avkastning blir så hög som möjligt samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. För att säkerställa att risken beaktas fastställer direktionen årligen bankens risktolerans i form av ett beslut om investeringspolicy för förvaltningen av guld- och valutareserven.¹ Investeringspolicyn för 2011 fastställer ramarna inom vilka reserven ska förvaltas. Den omfattar hela guld- och valutareserven.

Riksbanken beslutade i maj 2009 att temporärt förstärka valutareserven genom att låna utländsk valuta av Riksgälden. Samtidigt beslutades att de upplånade medlen skulle förvaltas i en separat portfölj med så lågt risktagande som möjligt. Förvaltningspolicyn för inlånad utländsk valuta fastställer ramarna inom vilka de upplånade medlen ska förvaltas.

Nedan redogörs för de överväganden som ligger till grund för föreslagen till respektive policy.

¹ Se Riksbankens finansiella riskpolicy punkt 5.2.

■ Överväganden – Investeringspolicy för kapitalförvaltningen

Den nu gällande investeringspolicyn är resultatet av en samlad analys av många olika aspekter på förvaltningen av guld- och valutareserven, såväl policy- som kapitalförvaltningsaspekter. Detta har resulterat i ett förslag till en lämplig sammansättning av reserven – en "strategisk normportfölj".

I förslaget till investeringspolicy för 2011 har utgångspunkten varit att tydliggöra och konkretisera de krav som ställs på valutareserven ur ett renodlat policyperspektiv. Detta görs för att säkerställa att Riksbanken alltid ska kunna fullgöra sina uppdrag. Först därefter har kapitalförvaltningsaspekter tillåtits påverka den föreslagna sammansättningen av reserven. Syftet med att ta hänsyn till kapitalförvaltningsaspekter är att reserven ska förvaltas så effektivt som möjligt, dvs. ha den högsta möjliga riskjusterade avkastning som policyuppdraget medger.

I investeringspolicyn för 2011 föreslås även att förvaltningens styrsystem i form av mandat och limiter förenklas. Den nuvarande ordningen innehåller många olika mandat och limiter med olika, delvis överlappande, syften. Förändringen motiveras främst av behovet att skapa en transparent och flexibel regelstruktur som bättre stödjer verksamheten. Förändringen innebär att Riksbanken i större utsträckning än tidigare löpande kan justera valutareservens sammansättning i syfte att möta de behov som policyuppdraget kräver, samt för att uppnå bättre riskspridning. Den föreslagna ordningen innebär även att utrymmet för att ta kredit- och likviditetsrisker minskar. Ökad transparens är också en förutsättning för att man på ett ändamålsenligt sätt ska kunna utvärdera kapitalförvaltningen och, på längre sikt, vidareutveckla verksamheten.

Valutareservens fördelning av tillgångar

Av Riksbankens många uppgifter är beredskapen att med mycket kort varsel kunna ge tillfälligt likviditetsstöd i utländsk valuta den som ställer störst krav på valutareservens sammansättning. En stor del av valutareserven bör därför hållas i de valutor i vilka likviditetsstöd kan bli aktuellt. Reservens måste dessutom hållas i tillgångar som snabbt kan omvandlas till reda pengar, det vill säga tillgångar med låg likviditetsrisk. Valutareservens värde bör också vara rimligt förutsägbart, med andra ord bör reserven ha låg marknadsrisk.

Likviditets- och marknadsrisk har olika karaktär och uppför sig inte på samma sätt över tiden. Marknadsrisk är ständigt närvarande varför man också blir ständigt påmind om den. Med likviditetsrisk är det tvärtom; under perioder när finansmarknaderna fungerar dåligt blir risken mycket påtaglig för att sedan under långa perioder ha mindre betydelse. Icke desto mindre är det viktigt att man redan under goda tider begränsar likviditetsrisken för att kunna hålla hög beredskap om tiderna blir sämre.

Betydelsen av likviditetsrisker blir tydlig i skenet av svenska bankers omfattande utlåning i utländsk valuta, främst i euro och amerikanska dollar. Bankerna finansierar sin utlåning genom att dels låna in utländsk valuta av sina kunder, dels genom upplåning på kapitalmarknaderna. Det är viktigt att hålla i minnet att banker traditionellt utför en viktig funktion i finansmarknaderna i form av så kallad löptidsomvandling. Många placerare vill ha tillgång till sitt sparande med kort varsel samtidigt som många låntagare vill kunna få långfristiga krediter. Det innebär att bankerna med jämna mellanrum måste refinansiera sig i utländsk valuta. Om en systemviktig bank misslyckas med en sådan refinansiering kan Riksbanken bli tvungen att låna ut utländsk valuta till banken i fråga. Riksbanken kan också fatta

■ beslut om att låna ut utländsk valuta till hela banksystemet när det finns uppenbara risker för att en eller flera banker kommer att få refinansieringsproblem. I båda fallen använder Riksbanken valuta ur valutareserven.

Riksbanken bedömer att behovet att hålla amerikanska dollar i valutareserven är lika stort som behovet att hålla euro.² Bedömningen motiveras dels av utseendet på svenska bankers balansräkningar, dels av hur de internationella kapitalmarknaderna har fungerat under de senare årens turbulens.

För att under 2011 säkerställa en god beredskap bedömer Riksbanken att minst 70 procent av valutareserven till lika delar ska utgöras av statsobligationer utgivna i amerikanska dollar och euro.³ Obligationerna ska vara emitterade i statens egen valuta. Med statsobligationer jämföras i detta sammanhang även kassabehållning i amerikanska dollar och euro deponerad hos centralbanker i respektive land eller hos Bank for International Settlements (BIS). Bedömningen baseras främst på hur förfallostrukturen ser ut för svenska bankers valutalån samt hur stora likviditetsbuffertar som bankerna byggt upp för att möta dessa förfall.

Fördelningen av tillgångarna i den återstående delen av valutareserven, som högst kan uppgå till 30 procent, bör motiveras av modern portföljteori. Den handlar främst om att sprida finansiella risker (diversifiering), men också om att i begränsad omfattning kunna ta risker som erbjuder god förväntad avkastning.

Valutareserven kommer av policyskäl att vara koncentrerad till tillgångar i euro och amerikanska dollar. För att en viss riskspridning ändå ska säkerställas ska övriga tillgångar spridas över flera valutor. Av denna anledning ska tillgångar i en enskild valuta annan än euro och amerikanska dollar begränsas till att utgöra högst 10 procent av valutareserven. Den närmare fördelningen av tillgångar i enskilda valutor uppdras åt avdelningen för kapitalförvaltning att fastställa. Fördelningen av tillgångar i olika valutor sammanfattas i tabell 1.

Tabell 1. Tillgångsfördelning över valutor

	Valuta	Andel av valutareserven
(i)	USD	35–50%
(ii)	EUR	35–50%
(iii)	Övriga enskilda OECD-valutor utom SEK	0–10%

För närvarande består valutareserven till 50 procent av tillgångar utgivna i euro och till 30 procent av tillgångar utgivna i amerikanska dollar. Eftersom Riksbanken bedömer att behovet av att hålla dollar är lika stort som behovet av att hålla euro avser Riksbanken att under 2011 köpa dollartillgångar och sälja eurotillgångar för ett

² Tillgångsfördelningen i valutareserven är för närvarande EUR 50%, USD 30%, GBP 10%, AUD 5% samt CAD 5%. Fördelningen har huvudsakligen motiverats ur ett kapitalförvaltningsperspektiv. Andelen amerikanska dollar är lägre än andelen euro på grund av att den amerikanska dollarn varierar mer i värde gentemot den svenska kronan än vad euron gör.

³ Dessa tillgångar uppfyller kravet på mycket god omsättningsbarhet enligt definitionen i "Direktionens regler för likviditetsrisk", punkt 2.3., som beslutades av direktionen den 18 juni 2010. Den faktiska andelen tillgångar med definitionen mycket god omsättningsbarhet i valutorna EUR och USD är 80 % om hela valutareserven beaktas, det vill säga även de tillgångar som ingår i den upplånade delen av valutareserven.

■ värde motsvarande knappt 20 miljarder kronor. För att dessa transaktioner ska kunna genomföras utan onödig marknadspåverkan föreslås att chefen för avdelningen för kapitalförvaltning upprättar övergångsregler för hur och när den nya fördelningen av tillgångar ska vara genomförd.

Riksbanken bör även fortsättningsvis kunna investera i obligationer som emitteras av andra än stater. Motivet för detta är att en begränsad exponering mot kreditrisk förbättrar valutareservens riskjusterade avkastning. I förslaget till investeringspolicy för 2011 föreslås emellertid en inskränkning av tidigare möjligheter att exponera reserven för sådana kreditrisker. Genom att minst 70 procent av valutareserven ska utgöras av statsobligationer i euro och amerikanska dollar kan följaktligen högst 30 procent av reserven placeras i värdepapper utfärdade av andra emittenter än stater. De tillåtna kategorierna av emittenter framgår av tabell 2.

Ett värdepapper som emitterats av exempelvis en lokal myndighet är emellertid inte automatiskt kvalificerat att ingå i valutareserven. En ny tillgång eller en ny emittent ska alltid analyseras, klassificeras och godkännas i en intern beredningsprocess, som är fastställd av chefen för Riksbankens riskenhet.

Tabell 2. Tillåtna emittentkategorier

	Emittentkategori	Andel av valutareserven
(i)	Stater (inkl. centralbanker)	70–100%
(ii)	Statsgaranterade organisationer	0–30%
(iii)	Mellanstatliga organisationer	0–30%
(iv)	US-agencies	0–10%
(v)	Lokala eller regionala myndigheter	0–10%

Valutaexponering

Den enskilt viktigaste orsaken till att värdet på valutareserven varierar över tiden är växelkursrörelser. Denna risk hanteras främst genom att tillgångarna fördelas över flera valutor. Valutaexponeringen hanteras idag dessutom genom att 10 procent av valutareserven swappas från att vara exponerad mot förändringar i värdet på den amerikanska dollarn till motsvarande exponering mot norska kronor. Riksbankens valutaexponering avviker således något från tillgångsfördelningens valutor.⁴

I investeringspolicyn för 2011 föreslås att Riksbanken även fortsättningsvis swappar delar av dollarexponeringen till norska kronor. För att ta hänsyn till den planerade ökningen av Riksbankens dollartillgångar (se ovan) föreslås att 10 – 15 procentenheter av valutareserven fortsättningsvis swappas från amerikanska dollar till norska kronor. I övrigt ska valutaexponeringen sammanfalla med hur tillgångarna är fördelade över olika valutor.

⁴ Tillgångsfördelningen i valutareserven är för närvarande EUR 50%, USD 30%, GBP 10%, AUD 5% samt CAD 5%, medan valutaexponeringen har fördelningen EUR 50%, USD 20%, NOK 10%, GBP 10%, AUD 5% samt CAD 5%.

Den största delen av valutarisken beror emellertid på att värdet på den svenska kronan varierar i förhållande till var och en av valutorna som ingår i valutareserven. För att minska denna risk utreder Riksbanken för närvarande förutsättningarna för att säkra värdet på valutareserven i svenska kronor. En konsekvens av en sådan valuta-säkring skulle bli att variationen i valutareservens värde minskar.

Valutareservens räntekänslighet

Värdet på valutareserven varierar också på grund av att marknadsräntorna förändras. Hur stor variationen blir beror dels på hur mycket marknadsräntorna rör sig, dels på hur känslig valutareserven är för ränteförändringar. Det senare mäter Riksbanken med måttet modifierad duration.⁵ Riksbankens nuvarande mål är att den modifierade durationen ska vara omkring fyra. Det betyder att en ränteuppgång med en procentenhet resulterar i att valutareservens värde faller med omkring fyra procent, allt annat lika. Ränteuppgången leder också till att valutareserven – efter prisfallet – förräntas med en procentenhets högre ränta än tidigare. Efter fyra år har den högre förräntningen kompenserat det initiala prisfallet. En förutsättning för detta är emellertid att reservens sammansättning hålls oförändrad under hela fyraårsperioden.

Exemplet ovan illustrerar sambandet mellan duration och investeringshorisont. För att minimera ränterisken i en obligationsportfölj ska durationen vara densamma som investeringshorisonten. Med denna utgångspunkt kan man sedan överväga att ha längre eller kortare duration beroende på vad man har för förväntningar om framtida räntor. När Riksbanken fastställde det nuvarande durationsmålet till fyra utgick man från att bankens investeringshorisont var kort. Samtidigt konstaterades att avkastningen på en portfölj med högre duration förväntades bli så mycket högre att det komparerades för den ökade risken på kort sikt.

I investeringspolicyn för 2011 föreslås att valutareservens modifierade duration ska hållas i intervallet 3,5 till 6,0. Förslaget utgår från att Riksbanken har en investeringshorisont som är längre än vad man tidigare ansett. Med detta som utgångspunkt bör också finnas ett utrymme för att kunna ha längre eller kortare duration beroende på räntemarknadernas utveckling.

Varför utgå från en längre investeringshorisont? 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 i betydelsen 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.

När Sverige hade en regim med fasta växelkurser behövde Riksbanken ibland med mycket kort varsel intervensera på valutamarknaden. När Riksbanken stödköpte svenska kronor, och därmed sålde utländsk valuta, "förbrukades" valutareserven. Storleken på reserven blev därmed slumpmässig vilket kan tala för att investeringshorisonten bör vara kort.

I dagsläget är förmågan att kunna ge tillfälligt likviditetsstöd i utländsk valuta den som ställer störst krav på valutareservens sammansättning. Likviditetsstöd i utländsk valuta innebär att Riksbanken under en begränsad tid lånar ut valuta mot att man

⁵ Begreppet duration är hämtad från engelskans "duration" som betyder löptid. Durationen för en obligation (eller portfölj av obligationer) är den genomsnittliga löptiden på de kassaflöden som obligationen kommer att generera i framtiden.

erhåller säkerheter för lånen. Riksbanken använder då valutareserven, men det betyder inte att reserven för alltid är "förbrukad". När stödet betalas tillbaka återgår valutareservens storlek till densamma som innan stödåtgärderna vidtogs.⁶ Storleken på reserven blir därmed inte slumpmässig på samma sätt som när Sverige hade fast växelkurs. Därför kan man också argumentera för att investeringshorisonten inte behöver vara lika kort som under regimen med fasta växelkurser.

Under finanskrisen använde Riksbanken valutareserven när man lånade ut valuta till de svenska bankerna. För att finansiera utlåningen såldes emellertid inga tillgångar ur reserven. Istället genomfördes så kallade repotransaktioner, vilket innebär att Riksbanken lånade valuta mot att man ställde sina utländska obligationer som säkerhet. Vad dessa obligationer hade för duration påverkade inte Riksbankens möjligheter att genomföra transaktionerna och inte heller storleken på det belopp som kunde lånas upp. Bedömningen är att valet av duration inte heller framledes kommer att påverka Riksbankens möjligheter att vid behov få fram likvida medel. Riksbanken erhåller enligt avtal 100 procent av marknadsvärdet på de obligationer som repas ut oavsett obligationernas duration.

Konsekvenserna av en förlängning av valutareservens duration blir dels att den förväntade avkastningen stiger, dels att avkastningen kommer att variera mer mellan åren. Att den förväntade avkastningen stiger beror på att långa räntor vanligen är högre än korta räntor. Att variationen ökar mellan åren beror på att reservens räntekänslighet stiger. Det generella ränteläget varierar vanligen med konjunkturen, varför man kan förvänta sig att den ackumulerade avkastningen över en konjunkturcykel uppvisar samma variation som tidigare.

Den högre förväntade avkastningen kommer att höja den genomsnittliga nivån på Riksbankens redovisade resultat och vinstutdelning till staten.

Den ökade variationen i reservens avkastning medför dock inte att Riksbankens redovisade resultat kommer att variera mer. I det redovisade resultatet ingår endast realiserade vinster, varför ökade marknadsvärdesförändringar inte har någon omedelbar påverkan på det redovisade resultatet.

Den ökade variationen i reservens avkastning leder inte heller till att Riksbankens vinstutdelning till staten kommer att variera mer. Vinstutdelningen baseras på resultatet (inklusive marknadsvärdesförändringar på obligationer) under den senaste femårsperioden. Valet av fem år motsvarar längden på en normal konjunkturcykel och bidrar till att Riksbankens inbetalningar till statskassan blir stabila över tiden utan cykliska variationer.

Den samlade bedömningen är att Riksbanken har en längre investeringshorisont än vad man som tidigare har anfört. Mot denna bakgrund föreslås att valutareservens modifierade duration ska hållas i intervallet 3,5 till 6,0. Intervallet är vidare än i den nu gällande policyn, vilket innebär att det finns utrymme för att kunna ha längre eller kortare duration beroende på räntemarknadernas utveckling. Ett vidare intervall medför att durationen tillåts variera mer på grund av ränteförändringar.⁷ Detta innebär att behovet av att finjustera valutareservens duration minskar vilket i sin tur leder till lägre transaktionskostnader.

⁶ Förvisso finns möjligheten att en bank ställer in betalningarna och att Riksbanken inte får tillbaka den utlånade valutan. Denna risk bedöms emellertid vara liten eftersom Riksbanken dels erhåller säkerheter för lånen, dels endast lånar ut pengar till solventa banker.

⁷ En obligations duration förändras dels av att obligationens återstående löptid avtar med tidens gång, dels av förändringar i räntan. De senare beror på att durationsmålet är en linjär approximation av det icke-linjära förhållandet mellan en obligations pris och räntan.

■ **Guldreserven**

Riksbanken har liksom de flesta andra centralbanker en guldreserv. Denna utgör cirka 12 procent av den totala guld- och valutareserven. Den främsta anledningen till att Riksbanken äger guld är dess historiska roll i det monetära systemet. I dag betraktas dock guld som en investeringstillgång på samma sätt som andra tillgångar. Priset på guld varierar mycket i jämförelse med de andra tillgångar som ingår i valutareserven. Att hålla guld är väsentligt mer riskfyllt än att hålla en statsobligation. Däremot fluktuerar guldpriset delvis på ett annat sätt än priset på obligationer vilket innebär att en kombination av guld och obligationer skulle kunna variera mindre i värde än en renodlad obligationsportfölj. För att detta ska inträffa måste emellertid andelen guld vara relativt liten.

Att med precision fastställa en lämplig storlek på guldreserven är svårt, vilket hänger samman med det vanskliga i att prognosticera det framtida priset på guld. Om man endast beaktar den riskreducerande effekt som följer av att guldpriset har låg samvariation med andra tillgångspriser bör guldreserven sannolikt inte utgöra en större del av den totala guld- och valutareserven än 10 procent.

Mot denna bakgrund är guldreservens nuvarande storlek rimlig. Inga köp eller försäljningar föreslås därför för 2011. Däremot bör guld kunna lånas ut mot ersättning för att på detta sätt öka avkastningen på guldreserven.

Överväganden – Förvaltningspolicy för inlånad utländsk valuta

Under den finansiella krisen lånade Riksbanken ut utländsk valuta till svenska banker. Samtidigt ökade Riksbankens åtaganden gentemot andra centralbanker och internationella organisationer. För att upprätthålla god beredskap beslutade direktionen i maj 2009 att temporärt förstärka valutareserven genom att låna utländsk valuta av Riksgälden. Samtidigt beslutades att de upplånade medlen ska förvaltas i en separat portfölj med så lågt risktagande som möjligt.

Förvaltningspolicyen för 2011 är redaktionellt omarbetad för att få samma struktur som investeringspolicyen för 2011. Innehållet i sak är emellertid oförändrat i förhållande till förvaltningspolicyen för 2010.

De upplånade medlen ska uteslutande hållas i obligationer i amerikanska dollar och euro som är emitterade av en stat i statens egen valuta, eller som kassabehållning i amerikanska dollar och euro deponerad hos centralbanker i respektive land eller hos BIS.

För att minimera valutarisken ska tillgångarna i möjligaste mån hållas i samma valutor som lånen. Valutaexponeringen begränsas dock ytterst av bestämmelserna i investeringspolicyen.

För att minimera räntekänsligheten får tillgångarnas modifierade duration avvika från skuldens med högst 0,5 enheter.

Ikraftträdande och övergångsregler

Investerings- och förvaltningspolicyen föreslås träda ikraft den 1 januari 2011.

- Den föreslagna investeringspolicyn för 2011 möjliggör en mer ändamålsenlig förvaltning av guld- och valutareserven. I vissa avseenden innebär det att flexibiliteten i förvaltningen av reserven blir större. I andra avseenden ställs högre krav på valutareservens sammansättning, exempelvis vad gäller omsättningsbarhet. I ett fall ställer den nya investeringspolicyn sådana krav på reserven att de inte kan uppfyllas den 1 januari 2011. Den nu gällande investeringspolicyn föreskriver att andelen tillgångar i amerikanska dollar ska utgöra 27–33 procent av valutareserven, medan den nya policyn föreskriver att minst 35 procent av valutareserven ska utgöras av amerikanska statsobligationer.

Under en övergångsperiod kommer Riksbanken att behöva sälja obligationer utgivna i euro, växla euro till amerikanska dollar, och köpa amerikanska statsobligationer till ett värde som motsvarar knappt 20 miljarder svenska kronor. Förändringen bör ske varsamt. Under denna period ska övergångsregler gälla och chefen för KAP ansvarar för att upprätta sådana regler. Den nya tillgångsfördelningen ska vara implementerad senast den 30 april 2011.