



Beslut

DATUM: 2011-12-07
AVDELNING: Avdelningen för kapitalförvaltning (KAP)
HANDLÄGGARE: Greger Wahlstedt
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 2011-792-KAP

■ Förvaltning av guld- och valutareserven 2012

Förslag till beslut

Direktionen föreslås besluta:

- att Investeringspolicyn för kapitalförvaltningen 2012 fastställs i enlighet med bilaga 1.

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

Under 2009 beslutade Riksbanken att temporärt förstärka valutareserven genom att låna utländsk valuta av Riksgälden och att dessa medel skulle förvaltas separat enligt särskilda regler. Medlen har förvaltats så att riskerna har minimerats i så stor utsträckning som möjligt.²

I Investeringspolicyn för 2012 föreslås en sammanslagning av nu gällande Investeringspolicy för kapitalförvaltningen och Förvaltningspolicyn för inlånad utländsk valuta. Dessutom föreslås en ny bestämmelse som reglerar hanteringen av valutalånen från Riksgälden samt en mer generell skrivning av hur valuta-exponeringen ska kunna hanteras. Övriga förändringar är en följd av sammanslagningen av nuvarande två policydokument men innebär inga förändringar i sak i förhållande till Investeringspolicyn för 2011. Nedan redogörs för de överväganden som ligger till grund för förslaget till Investeringspolicy för kapitalförvaltningen 2012.

¹ Se Riksbankens finansiella riskpolicy punkt 5.2.

² Enligt nu gällande förvaltningspolicy är huvudregeln att de upplånade medlen ska placeras i samma valuta och med samma löptid som lånen.

■ Överväganden – Investeringspolicy för kapitalförvaltningen 2012

I enlighet med föregående års investeringspolicy är utgångspunkten att skapa ett regelverk som är tydligt och konkret för att säkerställa att Riksbanken alltid ska kunna fullgöra sina uppdrag. Först därefter har kapitalförvaltningsaspekter tillåtits påverka den föreslagna sammansättningen av reserven.

Tillämplighet

Förslaget innebär en sammanslagning av två policydokument: Investeringspolicyn för kapitalförvaltningen och Förvaltningspolicyn för inlånad utländsk valuta. Syftet med denna sammanslagning är att skapa ett enhetligt och tydligt styrdokument som möjliggör en effektiv förvaltning av samtliga Riksbankens tillgångar i guld och utländsk valuta. Mot den bakgrunden preciseras att Investeringspolicyn ska gälla hela guld- och valutareserven, det vill säga både den egenfinansierade och den lånefinansierade delen av valutareserven samt även de valutalån som upptagits från Riksgälden för finansieringen.

Eftersom valutatransaktioner även genomförs av enheten för marknadsanalys och operationer (MAO) inom avdelningen för penningpolitik (APP) enligt särskilda regler, har det tydliggjorts att de transaktionerna inte omfattas av Investeringspolicyn. Det har också tydliggjorts att Investeringspolicyn inte är tillämplig på Riksbankens fordringar på eller skulder till Internationella valutafonden.

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 de valutor i vilka likviditetsstöd kan bli aktuellt. Reservens bör dessutom utgöras av tillgångar som snabbt kan omvandlas till likvida medel, det vill säga tillgångar med god omsättningsbarhet.

Enligt Investeringspolicyn för 2011 ska den egenfinansierade valutareserven till 35–50 procent vardera utgöras av statsobligationer i amerikanska dollar respektive euro. I den nu gällande Förvaltningspolicyn för inlånad utländsk valuta tillåts endast amerikanska dollar och euro men policyn reglerar inte i vilka andelar dessa valutor ska hållas. En mekanisk sammanvägning av intervallgränserna i de båda regelverken resulterar i att andelen statsobligationer utgivna i amerikanska dollar respektive euro båda ska hållas i intervallet 25–65 procent av den totala valutareserven.³ Detta skulle i sin tur betyda att summan av statsobligationer utgivna i amerikanska dollar och euro skulle kunna vara så låg som 50 procent. Detta är inte önskvärt.

Svenska banker är beroende av marknadsfinansiering och tar upp lån i amerikanska dollar och euro. Lånen är ofta kortfristiga varför störningar på finansmarknaderna snabbt kan försvåra bankernas finansieringsmöjligheter. Med utgångspunkt i den rådande osäkerheten om den framtida ekonomiska utvecklingen föreslås att valutareserven även fortsättningsvis till minst 70 procent ska utgöras av statsobligationer utgivna i amerikanska dollar eller euro. Med statsobligationer jämföras i detta sammanhang även kassabehållning i dessa valutor som deponerats hos centralbanker eller hos Bank for International Settlements (BIS).

³ Den egenfinansierade valutareserven utgör c:a 70% av den totala reserven och den lånefinansierade delen utgör c:a 30%. Det sammanvägda undre intervallet blir därför $0,70 \times 0,35 + 0,30 \times 0 = 0,245 = 24,5\%$, och det övre intervallet $0,70 \times 0,50 + 0,30 \times 1,0 = 0,65 = 65\%$.

Bankernas upplåning i amerikanska dollar har i genomsnitt kortare löptid än deras finansiering i euro. Dessutom har erfarenheterna från den senaste finanskrisen visat att marknaden för kortfristig dollarfinansiering är beroende av ett relativt litet antal stora investerare varför den blir känslig för störningar. Den samlade bedömningen är därför att valutareserven bör innehålla mer amerikanska dollar än euro.⁴ I Investeringspolicyn för 2012 föreslås därför att minst 40 procent av valutareserven ska utgöras av statsobligationer utgivna i amerikanska dollar och minst 30 procent statsobligationer utgivna i euro. En konsekvens av att minst 40 procent av valutareserven ska utgöras av amerikanska dollar är att högst 60 procent kan utgöras av euro (se tabell 1).

Fördelningen av tillgångarna i den del av valutareserven som inte måste utgöras av statsobligationer i amerikanska dollar eller euro, och som högst kan uppgå till 30 procent av valutareserven, motiveras av behovet av riskspridning. Därför ska tillgångar i en enskild valuta, annan än amerikanska dollar och euro, begränsas till att utgöra högst 10 procent av valutareserven. Den närmare fördelningen av tillgångar i enskilda valutor uppdras åt avdelningen för kapitalförvaltning att fastställa.

Tabell 1. Tillgångarnas fördelning över valutor

	Valuta	Andel av valutareserven
(i)	USD	40–65%
(ii)	EUR	30–60%
(iii)	Övriga OECD-valutor utom SEK	0–10% per valuta

Riksbanken bör även fortsättningsvis kunna investera i obligationer som emitteras av andra än stater eftersom detta kan förbättra valutareservens riskjusterade avkastning. Genom att minst 70 procent av valutareserven ska utgöras av statsobligationer i amerikanska dollar och euro kan följaktligen högst 30 procent av reserven placeras i värdepapper utfärdade av andra emittenter än den amerikanska staten eller stater som har euro som valuta. De tillåtna kategorierna av emittenter framgår av tabell 2 och är i sak oförändrade jämfört med den nuvarande investeringspolicyn.

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%

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

⁴ Den totala valutareservens valutafördelning i mitten av november 2011 var USD 50,5%, EUR 36,0%, GBP 6,2%, AUD 3,7% samt CAD 3,5%.

■ ska alltid analyseras, klassificeras och godkännas i en intern beredningsprocess, som är fastställd av chefen för Riksbankens riskenheter.

Valutalånens sammansättning

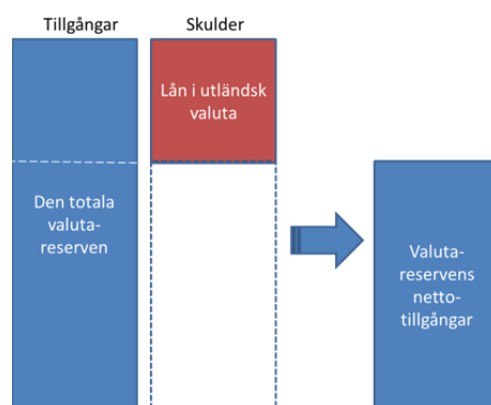
Riksbanken beslutade i maj 2009 att temporärt förstärka valutareserven genom att låna utländsk valuta av Riksgälden till ett värde som då motsvarade 100 miljarder svenska kronor.

I enlighet med det ursprungliga beslutet föreslås i Investeringspolicyn för 2012 att valutalån från Riksgälden endast får upptas i amerikanska dollar och euro samt att det totala värdet på valutalånen inte får överstiga motsvarande 100 miljarder svenska kronor vid tidpunkten för en refinansiering. Därutöver regleras att valutalån som förfaller ska refinansieras och att de nya lånen som tas upp inte får ha längre löptid än 3,5 år.

Valutaexponering

Den enskilt viktigaste orsaken till att värdet på valutareserven varierar över tiden är växelkursrörelser. Detta hanteras främst genom att tillgångarna fördelas över flera valutor. Enligt den nuvarande investeringspolicyn ska dessutom 10–15 procent av den egenfinansierade valutareserven omvandlas från att vara exponerad mot den amerikanska dollarn till att exponeras mot den norska kronan.

Eftersom Investeringspolicyn för 2012 även omfattar valutalån införs i policyn begreppet nettotillgångar. Med nettotillgångar avses valutareservens tillgångar minskat med de valutalån som tagits upp för finansieringen. Nettotillgångarnas valutaexponering blir således en funktion av hur både tillgångar och skulder är fördelade mellan olika valutor.⁵ Härutöver kan nettotillgångarnas valutaexponering omvandlas med hjälp av derivatinstrument.



I Investeringspolicyn för 2012 föreslås en mer generell skrivning av hur valutaexponeringen ska kunna hanteras. För det första bör Riksbankens exponering mot euro kunna omvandlas på samma sätt som exponeringen mot den amerikanska dollarn. För det andra bör omvandlingen inte begränsas till att endast kunna göras till

⁵ Anta att valutareserven utgörs av tillgångar i amerikanska dollar till ett värde av 200 kronor och eurotillgångar till ett värde av 100 kronor. Anta vidare att reserven finansieras med lån i dollar och euro som vardera har värdet 50 kronor. Nettotillgångarnas värde blir då $200 + 100 - 50 - 50 = 200$ kronor fördelade på amerikanska dollar till ett värde av $200 - 50 = 150$ kronor och euro till ett värde av $100 - 50 = 50$ kronor. Nettotillgångarna är således till 75% exponerade mot värdeförändringar i amerikanska dollar och till 25% mot värdeförändringar i euro.

den norska kronan. Alla valutor som är godkända inom valutareservförvaltningen bör kunna användas för detta ändamål.

Mot den bakgrunden föreslås att högst 15 procent av värdet på nettotillgångarna ska kunna omvandlas från att vara exponerat mot förändringar i värdet på den amerikanska dollarn eller euron till att vara exponerat mot förändringar i värdet på övriga godkända valutor utom SEK. Eftersom valutaexponeringen föreslås kunna omvandlas till flera godkända valutor, och därmed även till valutor i vilka Riksbanken redan håller tillgångar, föreslås den totala exponeringen per valuta begränsas till 15 procent av värdet på nettotillgångarna.

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. Den nu gällande investeringspolicyn innebär att valutareservens tillgångar ska hållas inom intervallet 3,5 till 6,0. Samtidigt anger den nu gällande förvaltningspolicyn att durationen på de tillgångar som finansieras med valutalån får avvika från skuldens duration med högst 0,5 enheter.

Förslaget i Investeringspolicyn för 2012 innebär ingen förändring i sak. Eftersom Investeringspolicyn även omfattar valutalån måste även räntekänsligheten, precis som valutaexponeringen, regleras i förhållande till valutareservens nettotillgångar. Nettotillgångarnas räntekänslighet är således en funktion av räntekänsligheten för både tillgångar och skulder.⁶ Mot den bakgrunden föreslås att nettotillgångarna i valutareserven, såsom i nu gällande investeringspolicy, ska hållas inom intervallet 3,5 till 6,0, mätt som modifierad duration.

Guldreserven

Riksbanken har liksom de flesta andra centralbanker en guldreserv. Denna utgör cirka 15 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 guld- och valutareserven. 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 vara alltför stor. Mot denna bakgrund är guldreservens nuvarande storlek rimlig. Inga köp eller försäljningar föreslås därför för 2012.

Ikraftträdande

Investeringspolicyn för 2012 föreslås träda ikraft den 1 januari 2012.

⁶ Anta att valutareserven utgörs av tillgångar till ett värde av 300 kronor som finansieras med lån till ett värde av 100 kronor. Anta vidare att räntekänsligheten, mätt som modifierad duration, är 3 för tillgångarna och 1 för skulderna. Nettotillgångarnas värde blir då 200 kronor och deras räntekänslighet blir $(300 \times 3 - 100 \times 1) / 200 = 4$.