

Bilaga

DATUM: 2021-01-12
AVDELNING: Avdelningen för marknader



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 2021-00032

Valutareservens finansiering – konsekvenser för Riksbankens balansräkning och finansiella risker

I det här dokumentet beskrivs för- och nackdelar med att övergå till en helt egenfinansierad valutareserv och fasa ut den nuvarande finansieringen med valutalån via Riksgälden. Fördelen med en egenfinansierad valutareserv är att den refinansieringsrisk som valutaupplåningen medför elimineras. Dessutom leder det till en tydligare separering mellan Riksbankens och statens balansräkningar. Nackdelen med en egenfinansierad valutareserv är att de finansiella riskerna på Riksbankens balansräkning ökar. Det kan medföra en ökad variation i Riksbankens årliga resultat. Det behöver dock inte vara ett problem givet att Riksbanken har ett tillräckligt stort förlustabsorberande eget kapital.

I dokumentet beskrivs vad konsekvenserna kan bli för Riksbankens balansräkning, framtida resultat och finansiella risker om Riksbanken övergår till en egenfinansierad valutareserv. Detta analyseras genom en scenarioanalys som utgår från Konjunkturinstitutets långtidsscenario samt genom Monte Carlo-simuleringar med en makrofinansiell tidsseriemodell.

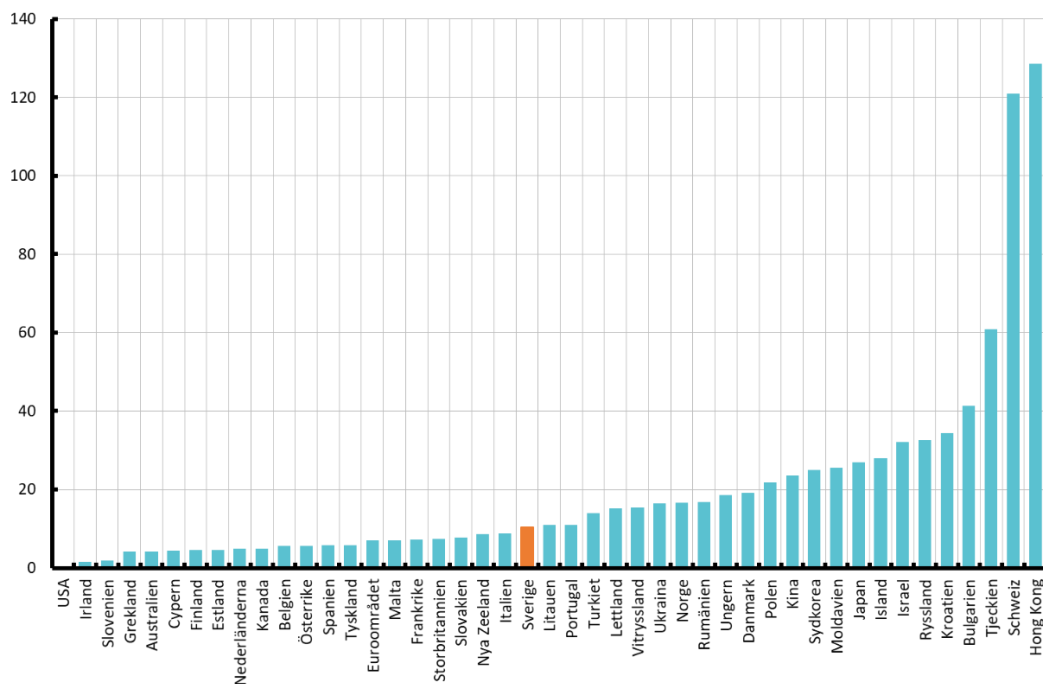
Bakgrund

Riksbanken har, liksom de flesta centralbanker, en guld- och valutareserv. Guld- och valutareserven uppgick den 31 december till 437 miljarder kronor och är central för penningpolitiken och för att bidra till finansiell stabilitet. Riksbankens möjligheter att tillföra likviditet i såväl kronor som utländsk valuta handlar om att se till att den penningpolitiska transmissionsmekanismen fungerar väl och att den finansiella stabiliteten upprätthålls. Valutareserven behövs också för att uppfylla internationella åtaganden gentemot framför allt Internationella valutafonden (IMF).

Valutareserven finansieras i dag på två olika sätt: dels genom Riksbankens egen finansiering som kan sägas utgöras av en blandning mellan eget kapital, utgivna sedlar och mynt samt inlåning från banker, dels genom lån av utländsk valuta på den internationella kapitalmarknaden via Riksgälden. Valutalånen finansierar ungefär hälften av valutareserven.

Det är ovanligt att centralbanker finansierar en så pass stor del av valutareserven genom upplåning av utländsk valuta och det är också ovanligt att centralbanker lånar av landets skuldkontor. De flesta centralbanker har i stället en helt egenfinansierad valutareserv i storleken 10–12 procent av BNP.¹ Riksbankens valutareserv uppgår i dagsläget till cirka 8 procent av BNP varav knappt 4 procent är egenfinansierad.

Diagram 1. Storleken på valutareserven i förhållande till BNP, procent



Källor: IMF, Världsbanken och Federal Reserve.

Anm. Notera att i diagrammet visas hela Riksbankens valutareserv, inte bara den egenfinansierade delen.

Valutaupplåningen tillkom då Riksbanken vid ett par tillfällen snabbt behövde förstärka valutareserven. Detta skedde första gången 2009 med 100 miljarder kronor mot bakgrund av att Riksbanken lånat ut en del av valutareserven till svenska banker samt på grund av ökade åtaganden mot andra centralbanker och internationella organisationer. Den andra förstärkningen beslutade Riksbanken om 2012. Även då var förstärkningen 100 miljarder kronor och den gjordes eftersom Riksbanken bedömde att den osäkra situationen i omvärlden medförde förhöjda risker i det svenska finansiella systemet samtidigt som åtagandena mot IMF ökade.

Riksbankens nuvarande bedömning är att guld- och valutareserven har en ändamålsenlig storlek givet Riksbankens så kallade beredskapsbehov, det vill säga det behov Riksbanken har av att hålla utländsk valuta för att kunna uppfylla sina åtaganden. Senast valutareservens storlek ändrades var under 2019 då Riksbanken beslutade att den kunde minskas något till följd av bland annat förändringar i bankernas balansräkningar och Nordeas byte av hemvist till Finland. Riksbanken lät därför tre valutalån förfalla under 2019. Upplåningen av utländsk valuta via Riksgälden uppgår givet växelkurser per den 31 december 2020 till motsvarande cirka 178 miljarder kronor.

¹ Medianen av ländernas valutareserver i förhållande till BNP i diagram 1 är 11 procent.

Fördelar med en egenfinansierad valutareserv

Riksbankens uppdrag ställer krav på att tillgångarna i valutareserven är likvida och har en låg finansiell risk mätt i utländsk valuta. På så sätt blir beredskapen god för att med kort varsel omvandla tillgångarna till likvida medel. Även hur valutareserven finansieras behöver bedömas utifrån ett beredskapsperspektiv samt vilka andra för- och nackdelar olika alternativ innebär.

Ur ett beredskapsperspektiv finns det nackdelar med finansieringen genom valutalån på den internationella kapitalmarknaden. De obligationer som Riksgälden emitterar har vanligtvis en löptid kring tre år. Lite förenklat betyder det att en tredjedel av valutalånen förfaller varje år. Därmed behöver lånen refinansieras löpande vilket medför refinansieringsrisker. Med det menas risken för att de lån som förfaller inte kan ersättas med nya lån annat än till märkbart högre kostnader eller att det tar lång tid att genomföra upplåningen. I extremfallet skulle det också kunna handla om att lånen inte går att refinansiera över huvud taget.

Även om refinansieringsrisken normalt sett är låg, inte minst givet Sveriges höga kreditvärdighet som låntagare, finns det en risk att det uppstår en målkonflikt i mer extrema krissituationer om ett valutalån förfaller samtidigt som övrig statlig upplåning i utländsk valuta är stor och de offentliga finanserna är ansträngda. I ett sådant läge finns risken att det uppstår ett behov av att prioritera mellan å ena sidan Riksbankens behov av att refinansiera valutareserven och å andra sidan statens behov av att låna i utländsk valuta till andra ändamål. Ett scenario där sådana avvägningar måste göras skulle vara problematiskt för Riksbanken ur ett beredskapsperspektiv eftersom det är sannolikt att en sådan situation inträffar just vid ett tillfälle då valutareserven har tagits i anspråk. Om valutareserven i ett sådant läge inte skulle kunna refinansieras, eller förstärkas ytterligare, skulle det vara ett hot mot den finansiella stabiliteten och Riksbankens oberoende. Med en egenfinansierad valutareserv skulle refinansieringsrisken helt försvinna eftersom Riksbanken har köpt den utländska valutan och därmed inte längre är beroende av att löpande låna den. Den ökade inlåningen från banker på Riksbankens balansräkning som blir följderna av köpen innebär ingen refinansieringsrisk i och med att de penningpolitiska motparterna alltid måste hålla de reserver i svenska kronor som tillkommer när inlåningen ökar.

Ytterligare en nackdel med den nuvarande ordningen, där Riksbanken lånar utländsk valuta av Riksgälden, är att valutalånen ingår i det officiella måttet för statsskulden samt Maastrichtskulden som är det skuldmått som ofta används i internationella jämförelser. Upplåningen leder alltså till en sammanblandning mellan Riksbankens och statens balansräkningar. Denna nackdel skulle försvinna om Riksbanken skulle övergå till en helt egenfinansierad valutareserv. Då skulle inlåningen från banker öka på skuldsidan på Riksbankens balansräkning men inte räknas som en skuld för den offentliga sektorn.²

Konsekvenser av en egenfinansierad valutareserv

Övergången till en egenfinansierad valutareserv görs genom att Riksbanken köper utländsk valuta på valutamarknaden och betalar med svenska kronor. Det medför att

² Om valutalånen ersätts med egenfinansiering skulle statsskulden på sikt minska med ett belopp motsvarande valutalånens storlek. I dagsläget uppgår valutalånen till 178 miljarder kronor eller knappt 4 procent av BNP.

bankernas inlåning ökar på Riksbankens balansräkning. Samtidigt kommer de valutalån som Riksbanken tagit upp via Riksgälden inte att refinansieras när de förfaller.

Valutalånen består av sex lån i amerikanska dollar som totalt uppgår till 14,5 miljarder dollar och två lån i euro som uppgår till 5,5 miljarder euro. Detta motsvarar totalt 178 miljarder kronor. För att ersätta valutalånen med egenfinansiering av valutareserven måste Riksbanken köpa utländsk valuta motsvarande detta belopp. Eftersom köpen inte har något penningpolitiskt syfte är det viktigt att övergången till en egenfinansierad valutareserv görs på ett sådant sätt att effekten på kronans växelkurs minimeras. Riksbanken har därför bedömt att köpen bör spridas ut över en treårsperiod – från och med februari 2021 till och med december 2023. Det ger en växlingstakt på i genomsnitt 5 miljarder kronor per månad vilket är ett litet belopp jämfört med omsättningen på valutamarknaden. Varje handelsdag växlas det globalt på avistamarknaden i genomsnitt 160 miljarder kronor mellan euro och kronor samt 150 miljarder kronor mellan dollar och kronor.³ Transaktionerna kommer att genomföras med försiktighet och med beaktande av marknadens förutsättningar såsom djup, flöden och stabilitet. Det betyder att volymerna kan variera enstaka dagar även om Riksbanken kommer att eftersträva en jämn växlingstakt varje månad.

Riksbanken har analyserat vad en övergång till en egenfinansierad valutareserv kan få för konsekvenser för Riksbankens balansräkning, framtida resultat och finansiella risker. Beräkningarna utgår från ränte- och växelkursscenarierna i Konjunkturinstitutets huvudscenario från september 2020, hädanefter kallat "KI-scenariot".⁴ Det går inte att veta hur räntor och valutakurser kommer att utveckla sig i framtiden, men fördelen med att utgå från Konjunkturinstitutets huvudscenario är att de kommer från en extern och oberoende aktör och att de sträcker sig fram till slutet av 2029. Beräkningarna nedan görs för två alternativ: en helt egenfinansierad valutareserv och en valutareserv som finansieras med valutalån på det sätt som sker i dag.

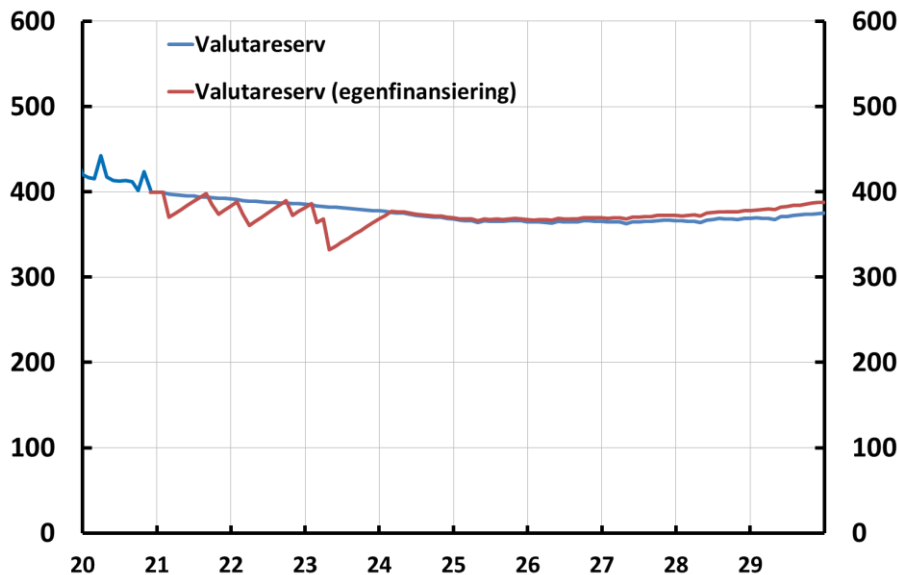
Konsekvenser för Riksbankens balansräkning

Valutalånen förfaller vid specifika tidpunkter vilket medför att valutareserven minskar med det enskilda valutalånets storlek. Köpen av utländsk valuta görs dock med mindre belopp och sprids ut jämnt över tid. Det gör att valutareservens storlek kommer att variera något under övergången till en egenfinansierad valutareserv, se diagram 2. En övergång till en egenfinansierad valutareserv bedöms ha en ytterst liten effekt på kronans växelkurs. Därför utgår beräkningarna för de två finansieringsalternativen från samma valutakursutveckling.

³ Bank for International Settlements (2019), "BIS Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Over-the-counter (OTC) Derivatives Markets in 2019". I rapporten presenteras data för den globala handeln. Enligt Riksbankens inrapportering av omsättningsstatistik på valutamarknaden, som endast omfattar Riksbankens motparter, omsattes dagligen i genomsnitt 80 miljarder kronor mellan euro och kronor och 81 miljarder kronor mellan dollar och kronor under 2019.

⁴ Mer konkret baseras beräkningarna på räntescenarier för Sverige och utlandet, både styrräntor och statsobligationsräntor, samt scenariot för kronans växelkurs i KIX-termer. Scenarierna för räntor på säkerställda, kommun-, och företagsobligationer utgår från vårt antagande om att ränteskillnaden är konstant för respektive obligationstyp gentemot respektive statsobligationsräntor på samma löptid.

Diagram 2. Valutareservens storlek för olika finansieringsalternativ, KI-scenariot, miljarder kronor



Oavsett finansieringsmetod påverkas valutareservens storlek av att räntorna stiger och att kronan stärks i KI-scenariot vilket förklarar varför valutareservens storlek (i kronor) minskar enligt beräkningarna fram till december 2029. Med egenfinansiering beräknas dock valutareserven bli något större än när valutareserven finansieras med valutalån, främst beroende på att valutareservens ränteintäkter i utländsk valuta inte används för att betala räntekostnader för valutalånen.

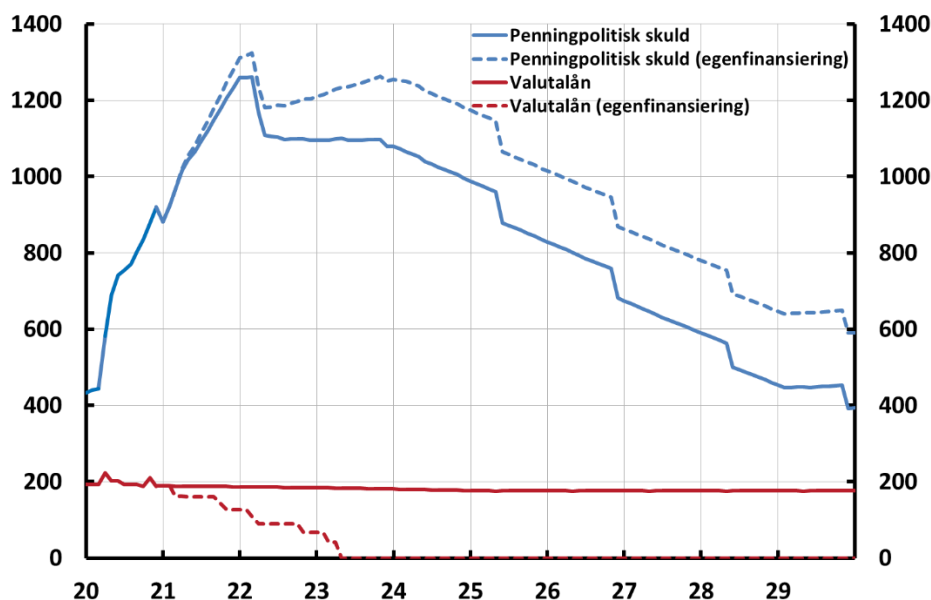
Om Riksbanken köper utländsk valuta och betalar med svenska kronor kommer inlåningen från banker att öka på Riksbankens balansräkning. Denna post kallas också för penningpolitisk inlåning eller penningpolitisk skuld. För att beräkna hur den penningpolitiska skulden kommer att utvecklas för de två olika finansieringsalternativen antar vi att Riksbanken genomför tidigare beslutade värdepappersköp i svenska kronor fram till slutet av 2021 (se Penningpolitisk rapport november 2020). Vi gör även ett tekniskt antagande om att innehavet av svenska värdepapper hålls oförändrat fram till och med slutet av 2023 (därefter förfaller dessa värdepapper gradvis).⁵

I diagram 3 framgår att oavsett finansieringsmetod kommer den penningpolitiska skulden att minska över analysperioden på grund av antagandet att värdepappersportföljen i kronor inte återinvesteras efter år 2023. Den kommer dock att bli 205 miljarder kronor högre i slutet av 2029 om valutalånen ersätts med en egenfinansierad valutareserv i stället för att valutalånen refinansieras. Av det beloppet kan ungefär 190 miljarder kronor hänföras till att valutalånen ersätts, medan en stor del av de resterande 15 miljarder kronorna beror på ränta på ränta-effekten på kostnaderna

⁵ Övriga viktiga antaganden för dessa beräkningar är: 1) räntekostnader för valutalån betalas med medel från valutareserven; 2) räntekostnader på penningpolitisk skuld samt vinstutdelningar betalas med en utökad penningpolitisk skuld; 3) vinstutdelningar sker enligt den princip som gäller i dag; 4) sedlar och mynt, samt IMF-relaterade poster antas vara konstanta under de kommande åren. Dessutom har beräkningarna förenklats genom ett antagande om att hela statsobligationsinnehavet består av nominella statsobligationer. På så vis behövs inte explicita prognoser på realobligationsräntor; 5) räntan på inlåningen i kronor sker alltid till reporäntan (implicit betyder det att all inlåning sker genom emission av Riksbankscertifikat).

för den penningpolitiska skulden. I diagram 3 visas även hur valutaupplåningen avvecklas i takt med att de nuvarande valutalånen förfaller. Det sista valutalånet förfaller i april 2023.

Diagram 3. Penningpolitisk skuld och valutalån för olika finansieringsalternativ, KI-scenario, miljarder kronor



Den förändrade balansräkningen kommer att påverka Riksbankens framtida resultat och finansiella risker. För det första kommer valutaexponeringen att öka från cirka 200 miljarder kronor i dag till hela valutareservens storlek på 374 miljarder kronor. För det andra kommer ränterisken att öka i den meningen att det blir en lägre korrelation mellan ränteintäkter och räntekostnader. I dag har en stor del av valutalånen en liknande löptid som tillgångarna vilket begränsar ränterisken totalt sett på Riksbankens balansräkning. Med egenfinansiering skulle löptiden för finansieringen bli kortare än löptiden för tillgångarna. Vad dessa förändringar kan få för konsekvenser för Riksbankens resultatutveckling beskrivs nedan.

Konsekvenser för Riksbankens resultatutveckling

Hur Riksbankens resultat kommer att påverkas av en övergång till en egenfinansierad valutareserv beror på den framtida ränte- och valutakursutvecklingen. För att illustrera detta har Riksbanken gjort beräkningar som utgår från KI-scenariot samt fyra alternativa scenarier. Dessa scenarier beskrivs kortfattat nedan:⁶

1. **KI-scenario:** Analysen utgår från Konjunkturinstitutets långsiktiga scenario som publicerades 30 september 2020. Scenariot sträcker sig till december 2029 och inkluderar korta och långa räntor för Sverige, euroområdet och USA samt kronindexet KIX. I detta scenario stärks kronan gradvis fram till 2025 och både svenska och internationella styrräntor börjar stiga under 2024.⁷ Dock stiger

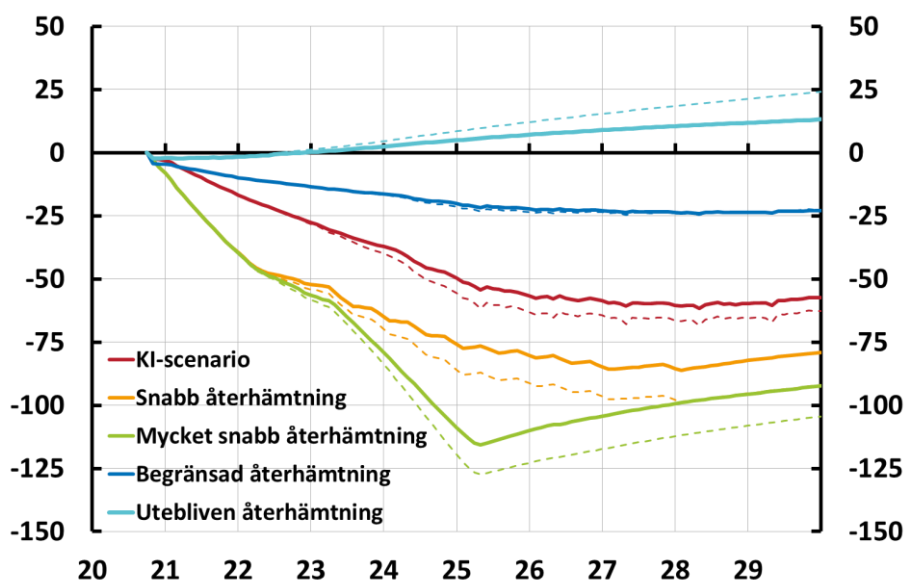
⁶ De olika scenarierna visas närmare i appendix.

⁷ Notera att vi utgår från KI:s KIX-scenario, inte scenarierna för bilaterala växelkurser. Det betyder att växelkurserna rör sig precis som KIX. När EUR/SEK och USD/SEK rör sig på samma sätt innebär det att EUR/USD är en konstant i scenarierna.

- räntorna i relativt långsam takt och reporäntan når två procent först under 2029.
2. **Snabb återhämtning:** I detta scenario stärks kronan med ytterligare fem procentenheter jämfört med KI-scenariot. Ränteuppgången påbörjas ett år tidigare och sker sedan i snabbare takt. Reporäntan når en nivå på två procent under 2026.
 3. **Mycket snabb återhämtning:** Det här scenariot har samma utveckling för kronans växelkurs som scenariot "Snabb återhämtning", men har en ännu snabbare ränteuppgång. Reporäntan når två procent redan 2024.
 4. **Begränsad återhämtning:** Detta är ett scenario där kronförstärkning och ränteökningar sker under en längre tid och i mycket begränsad omfattning. Reporäntan når endast 0,75 procent år 2029.
 5. **Utebliven återhämtning:** Det här scenariot visar en långvarig period där styrräntor och marknadsräntor förblir oförändrade på dagens låga nivåer. Detta scenario inkluderar även en kronförsvagning om fem procent för att illustrera en möjlig återgång till de svaga nivåer vi såg under 2018–2019.

I diagram 4 redovisas den gradvisa ackumulerade resultatutvecklingen för de olika scenarierna, både för fortsatt finansiering med valutalån (heldragna linjer) och för en övergång till egenfinansiering med inlåning i kronor (streckade linjer).

Diagram 4. Ackumulerat resultat för olika scenarier och finansieringsalternativ, miljarder kronor



Anm. I diagrammet visas resultatutvecklingen för fortsatt finansiering med valutalån (heldragna linjer) och för en övergång till egenfinansiering med inlåning i kronor (streckade linjer).

Scenarioanalysen visar att oavsett finansieringsmetod kommer alla scenarier utom scenario 5 "Utebliven återhämtning" att leda till förluster i takt med att räntorna stiger och kronan stärks. Det betyder att antagandena om ekonomins framtida utveckling i sig är betydligt viktigare för resultatutvecklingen än vad valutareserven finansiering är. I KI-scenariot blir de ackumulerade förlusterna som mest 60 miljarder kronor med dagens finansieringsmetod. Med en egenfinansierad valutareserv blir förlusterna något större, 67 miljarder kronor som mest. Räntenettet för en egenfinansierad valutareserv är dock

något bättre i det här scenariot. En bidragande faktor till det är att ränteskillnaden är positiv mellan amerikanska statsobligationsräntor och reporäntan. Det gynnar Riksbankens räntenetto, eftersom finansieringskostnaden är kopplad till reporäntan.⁸ En annan bidragande orsak är att finansiering med valutalån innebär att upplåningsräntan i genomsnitt är 10–20 baspunkter högre än vad motsvarande placeringar i samma valuta ger i avkastning, vilket kan medföra en kostnad på upp till 400 miljoner kronor per år. Det förbättrade räntenettet räcker dock inte för att motverka den negativa växelkurseffekten i detta scenario.⁹

I scenarierna 2 och 3, ”Snabb återhämtning” respektive ”Mycket snabb återhämtning”, sker ränteuppgången snabbare och kronan stärks mer varför förlusterna blir större jämfört med KI-scenariot. Återigen blir förlusterna större med en egenfinansierad valutareserv. Skillnaden mot om valutareserven fortsatt finansieras med valutalån blir i båda scenarierna ungefär 13 miljarder kronor som mest. Givet att en del av kronförstärkningen sker innan hela övergången till en egenfinansierad valutareserv har skett bidrar det till att valutakursförlusterna begränsas i viss mån.

I scenario 4 ”Begränsad återhämtning” blir de ackumulerade förlusterna mindre i och med att kronan endast förstärks i begränsad utsträckning. Samtidigt blir räntenettet positivt. Sammantaget blir förlusten som mest 25 miljarder kronor och det gäller för båda finansieringsalternativen. Förstärkningen av kronan leder förvisso till en något större negativ valutakurseffekt med egenfinansiering jämfört med finansiering med valutalån, men den effekten är så liten att den neutraliseras av ett bättre räntenetto för en egenfinansierad valutareserv (se resonemanget ovan).

I det femte och sista scenariot ”Utebliven återhämtning” stiger det ackumulerade resultatet gradvis eftersom kronan försvagas. Vid fortsatt finansiering med valutalån blir det positiva resultatet 14 miljarder kronor och om Riksbanken övergår till en egenfinansierad valutareserv blir det 25 miljarder kronor, alltså 11 miljarder kronor större.

Sammantaget visar scenarioanalysen att i de scenarier där kronan stärks eller räntorna stiger kommer det att bli förluster oavsett hur valutareserven finansieras. Med en egenfinansierad valutareserv blir förlusterna större när kronförstärkningen är större. Skillnaderna i resultat är dock inte särskilt stora mellan de två finansieringsalternativen, som mest 13 miljarder kronor.

Konsekvenser för Riksbankens riskexponering

För att ytterligare kvantifiera hur den finansiella risken kan påverkas av en övergång till en egenfinansierad valutareserv kompletteras scenarioanalysen med beräkningar med en makrofinansiell tidsseriemodell. Genom att använda en makrofinansiell tidsseriemodell i form av en BVAR-modell kan vi göra simuleringar av tusentals scenarier för räntor och valutakurser (tillsammans med makrovariabler). På så sätt går det att få

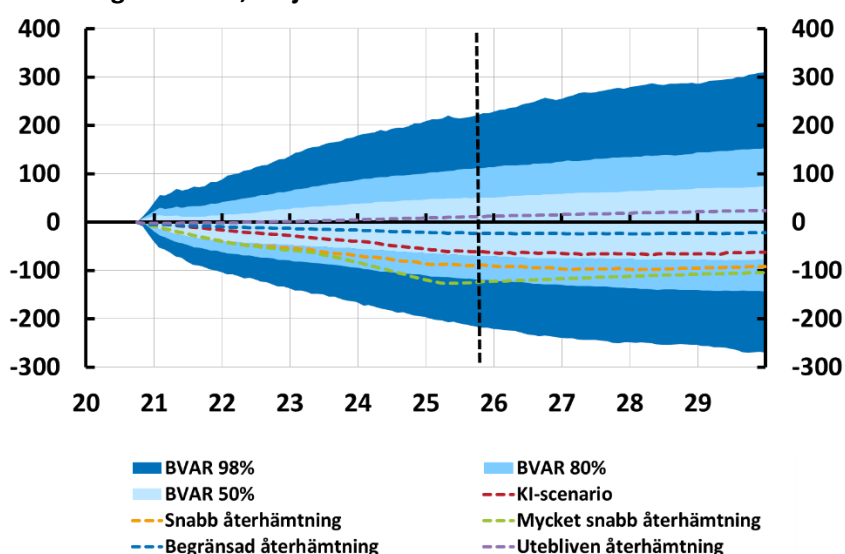
⁸ Notera att även om räntedifferensen i dagsläget skulle bidra till ett mer positivt resultat för Riksbanken så kan räntedifferensen också bidra negativt framöver.

⁹ Notera att valutaförluster inte påverkar det utdelningsgrundande resultatet, vilket kan bidra till perioder där den aktuella utdelningsprincipen gör att Riksbanken delar ut ränterelaterade vinster samtidigt som Riksbanken gör stora valutarelaterade förluster. I det omvända läget behöver Riksbanken inte göra utdelningar under de perioder som Riksbanken gör valutarelaterade vinster.

en bild av hur stor spridning det kan bli för Riksbankens resultatutveckling med de olika finansieringsalternativen för valutareserven. Det ger också en indikation på sannolikheten för olika utfall för Riksbankens resultat och eget kapital.

I diagram 5 visas återigen den ackumulerade resultatutvecklingen för de fem scenarierna (de streckade linjerna), men till skillnad från i diagram 4 visas endast resultatet för alternativet egenfinansiering. I diagram 5 visas även hur resultatet förhåller sig till den fördelning av resultatutvecklingar som simuleringen av BVAR-modellen genererar.

Diagram 5. Gradvis ackumulerat resultat med egenfinansiering, olika beräkningsansatser, miljarder kronor



Anm. Sannolikhetsbanden beräknas utifrån percentilerna för alla simulerade scenarier på respektive tidshorisont. Exempelvis visar de yttre 98 %-banden vid den streckade vertikala linjen den 1:a respektive 99:e percentilen på fem års sikt.

I diagram 5 framgår att de fem scenarierna endast utgör enstaka exempel på framtida utfall för Riksbankens resultatutveckling medan beräkningarna med hjälp av BVAR-modellen ger mer information om möjliga framtida utfall. Simuleringarna visar att de framtida utfallen kan bli såväl bättre som sämre jämfört med de tidigare redovisade scenarierna.

Utifrån ett riskperspektiv är den nedre delen av fördelningen mest intressant att studera, det vill säga hur stora de potentiella förlusterna kan bli givet olika sannolikhetsnivåer. Vi fokuserar här på ett medellångt riskperspektiv och en femårig tidshorisont som i diagram 5 markeras med den vertikala streckade linjen. Det har tidigare nämnts att i det sämsta scenariot för resultatet blir förlusten som mest 13 miljarder kronor större med en egenfinansierad valutareserv jämfört med en fortsatt finansiering med valutalån. Utifrån simuleringarna med BVAR-modellen blir skillnaden i förlusten på fem års sikt 14 miljarder kronor mellan finansieringsalternativen för den 99:e percentilen.

Beräkningen med tidsseriemodellen ovan är gjord för övergångsfasen till en egenfinansierad valutareserv. Det gör att potentiella risker inte får fullt genomslag under perioden eftersom övergången är utspridd över en treårsperiod. Det är också lämpligt att analysera hur riskerna ser ut med ett annat utgångsläge för räntor och

växelkurser. Analysen har därför kompletterats med ytterligare en simulering där ett antagande görs om att övergången redan har skett, samt att räntorna är på nivåer som är förenliga med långsiktiga jämviktsnivåer. På så sätt fångas den ökning av risken som en egenfinansierad valutareserv kan innebära på längre sikt. Resultatet visar då att skillnaden i resultat ökar till drygt 60 miljarder kronor mellan de två finansieringsalternativen för den 99:e percentilen.¹⁰

Sammantaget bekräftar beräkningarna med tidsseriemodellen det som scenarioanalysen gav, nämligen att om kronan stärks kommer det att bli förluster oavsett hur valutareserven finansieras. Förlusterna blir dock större med en egenfinansierad valutareserv även om resultatskillnaden på medellång sikt är begränsad. På lång sikt visar dock analysen att de finansiella riskerna blir än större med en egenfinansierad valutareserv vilket är viktigt att ta i beaktande.

Slutsatser

Riksbankens samlade bedömning är att fördelarna med en helt egenfinansierad valutareserv överväger nackdelarna men att de finansiella riskerna på Riksbankens balansräkning ökar. Den ökade finansiella risken ska vägas mot refinansieringsriskerna där de samhällsekonomiska kostnaderna kan bli betydande om det till exempel vid en finansiell kris inte går att refinansiera hela eller delar av lånefinansieringen. Den egenfinansierade valutareserven kommer att uppgå till knappt 8 procent av BNP när övergången är klar.

Med en egenfinansierad valutareserv elimineras refinansieringsrisken vilket är positivt ur ett beredskapsperspektiv och stärker därför Riksbankens möjligheter att agera i en finansiell kris. Med en egenfinansierad valutareserv blir det heller ingen sammanblandning mellan Riksbankens och statens balansräkningar. Samtidigt kommer statsskulden, allt annat lika, att minska med ett belopp motsvarande lånens storlek på 178 miljarder kronor.

Om Riksbanken övergår till en egenfinansierad valutareserv visar analysen ovan att det kan uppstå ökade förluster i framtiden om ränte- och valutakursutvecklingen blir som i KI-scenariot. Men skillnaden i resultat skiljer sig inte på ett avgörande sätt mellan de två alternativen för valutareservens finansiering, inte ens i de sämsta scenarierna under övergångsperioden. Men om kronan stärks mer än i KI-scenariot ökar förlusterna mer med en egenfinansierad valutareserv. Beräkningarna med tidsseriemodellen bekräftar denna slutsats med tillägget att de potentiella förlusterna kan bli större på längre sikt.

Den ökade finansiella risken har ingen betydelse ur ett beredskapsperspektiv i den meningen att det inte påverkar hur mycket utländsk valuta Riksbanken har. Det är endast valutareserven mätt i svenska kronor som varierar på grund av valutakursförändringar. Däremot kan det medföra en ökad variation i Riksbankens årliga resultat. Detta behöver inte vara ett problem eftersom Riksbankens uppdrag inte är

¹⁰ Att de potentiella förlusterna blir så pass mycket större jämfört med i diagram 5 (och i scenarioanalysen) beror delvis på att den ökade riskexponeringen byggs upp gradvis under de första åren, vilket också är den period då de största växelkursförändringarna inträffar i de olika scenarierna. En annan orsak är att de simulerade scenarier som drabbas av större negativa (positiva) effekter med egenfinansiering är scenarier som har en relativt god (dålig) resultatutveckling i fallet med finansiering via valutalån, vilket gör att nettoeffekten på hela sannolikhetsfördelningen inte påverkas så kraftigt i övergångsfasen.

tidsbestämt, det vill säga det finns inte en framtida tidpunkt då valutareserven ska avvecklas.

En högre finansiell risk på Riksbankens balansräkning ökar dock sannolikheten för att Riksbankens eget kapital skulle kunna bli lågt framöver. Ett alltför lågt eget kapital medför att Riksbankens finansiella oberoende blir svagare, vilket i förlängningen kan vara negativt för Riksbankens förmåga att utföra sina uppgifter. Den ökade finansiella risken som en egenfinansierad valutareserv medför är enligt Riksbankens bedömning inte ett problem på lång sikt givet att Riksbanken har ett tillräckligt stort förlustabsorberande eget kapital för att säkerställa Riksbankens långsiktiga intjäningsförmåga.

Appendix

Diagram A1a–d. Olika scenarier för räntor och växelkurs

Diagram A1a. Reporäntan

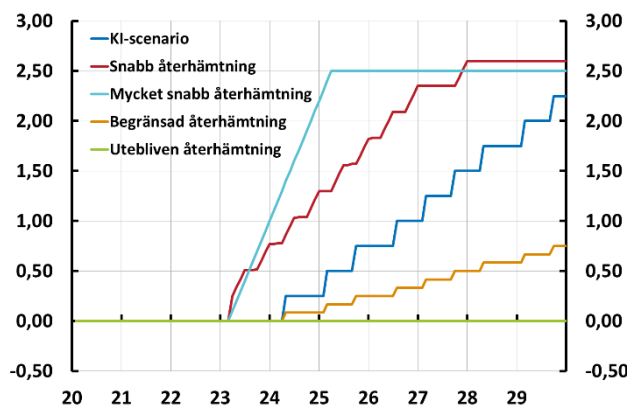


Diagram A1b. Växelkurs (Nominell KIX)

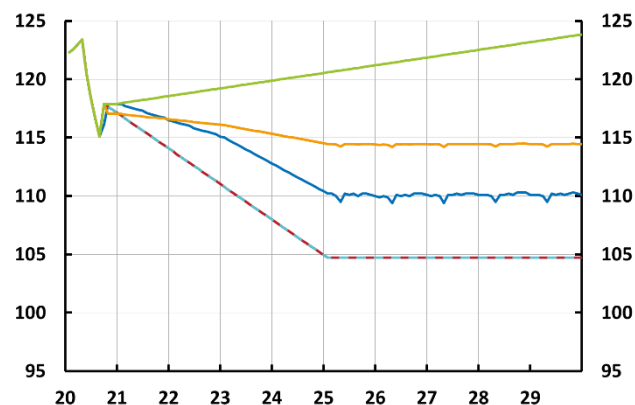


Diagram A1c. Styrränta USA

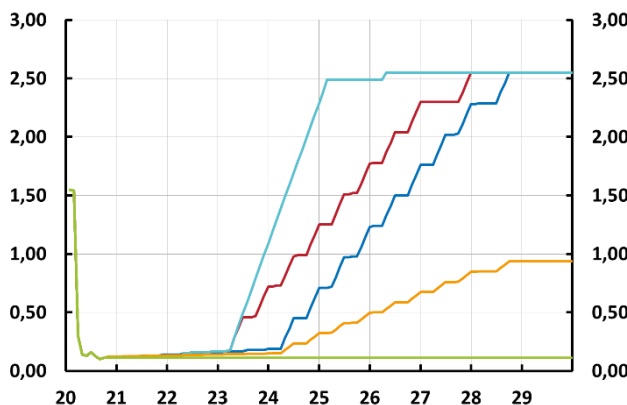
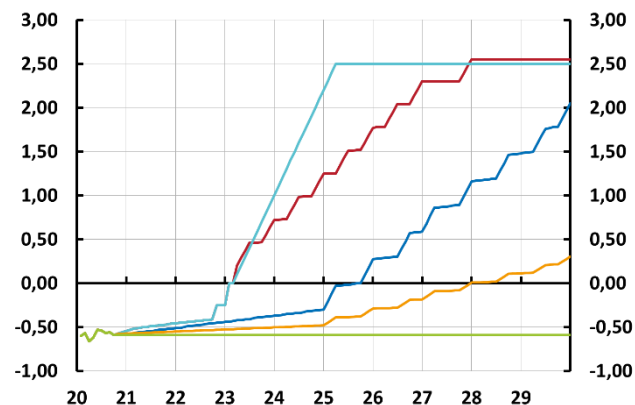


Diagram A1d. Styrränta euroområdet



Förenklade antaganden för beräkningarna

- Utdelningar till staten finansieras med ökad penningpolitisk skuld, samtidigt som alla intäkter i utländsk valuta återinvesteras efter att eventuella räntekostnader i utländsk valuta betalats (vilket är hur det fungerat de senaste åren, men Riksbanken kan välja att göra på annat sätt).
- Räntan på den penningpolitiska skulden betalas med ökad penningpolitisk skuld (så har det varit de senaste åren, men Riksbanken kan välja ett annat sätt).
- Innehavet av reala statsobligationer i kronor approximeras genom att utöka innehavet av nominella statsobligationer med motsvarande marknadsvärde.
- Sedel- och myntstocken antas vara oförändrad.
- Storleken på statspappersinnehavet i kronor påverkas inte i scenarier där korträntan blir mer negativ än dagens nivå (finns ingen regel för ytterligare köp).
- Endast EUR/SEK och USD/SEK, och respektive räntekurvor, ingår i modellen. Men växelkurserna rör sig precis som KIX (det vill säga växelkursen EUR/USD ändras inte i scenarierna).