



Beslutsunderlag

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

Direktionens beslut

Direktionen beslutar att

- Riksbanken ska byta finansieringsmetod av valutareserven genom att från och med februari 2021 köpa utländsk valuta på valutamarknaden i jämn takt och betala köpen med svenska kronor, samt återbetala de valutalån som Riksbanken upptagit av Riksgälden,
- uppdra åt chefen för avdelningen för marknader, med rätt för denne att sätta annan i sitt ställe, att efter samråd med direktionen upprätta en plan för köpen av utländsk valuta i enlighet med övervägandena i detta beslut samt besluta om de närmare detaljerna angående genomförandet av köpen av utländsk valuta,
- uppdra åt chefen för avdelningen för marknader, med rätt för denne att sätta annan i sitt ställe, att efter samråd med direktionen besluta om huruvida ett visst valutalån ska återbetalas eller refinansieras, samt att
- offentliggöra beslutet den 13 januari 2021 kl. 9.30.

Bakgrund

Riksbanken har, liksom de flesta andra centralbanker, en guld- och valutareserv för att kunna utföra sina lagstadgade uppgifter. Guld- och valutareserven 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). Per den 31 december 2020 uppgick guld- och valutareserven till 437 miljarder kronor. Valutareserven finansieras för närvarande på två olika sätt: dels genom Riksbankens egen finansiering som består av eget kapital, utgivna sedlar och mynt samt inlåning från banker, dels genom lån av utländsk valuta på den internationella kapitalmarknaden via Riksgälden.

Det är i normala tider ovanligt att centralbanker finansierar en stor andel av valutareserven genom upplåning av utländsk valuta och det är också ovanligt att centralbanker lånar av landets skuldkontor. Valutaupplåningen via Riksgälden tillkom under den globala finanskrisen då Riksbanken vid två tillfällen hade behov av att snabbt förstärka valutareserven. Den första förstärkningen skedde 2009 med 100 miljarder kronor, dels mot bakgrund av att Riksbanken lånat ut en del av valutareserven till svenska banker, dels på grund av ökade åtaganden mot andra centralbanker och internationella organisationer. Riksbanken beslutade om ytterligare en förstärkning om 100 miljarder kronor 2012 då Riksbanken bedömde att den osäkra situationen i omvärlden medförde förhöjda risker i det svenska finansiella systemet samtidigt som åtaganden mot IMF ökade.

Hur stor guld- och valutareserven behöver vara bygger på en bedömning av Riksbankens beredskapsbehov, det vill säga det behov som Riksbanken har av att hålla utländsk valuta för att kunna uppfylla sina åtaganden. Riksbanken ser regelbundet över bedömningen av beredskapsbehovet. Under 2018 kom Riksbanken fram till att behovet minskat något till följd av bland annat förändringar i bankernas balansräkningar och Nordeas byte av hemvist till Finland. Därför minskade Riksbanken valutareservens storlek med cirka 70 miljarder kronor under 2019 genom att låta tre valutalån från Riksgälden förfalla. Upplåningen av utländsk valuta via Riksgälden uppgår i dagsläget till motsvarande cirka 178 miljarder kronor.¹

Överväganden

Riksbanken har en lagstadgad skyldighet att se till att valutareserven har en ändamålsenlig sammansättning och finansiering givet verksamhetens uppgifter och mål. Riksbanken har utifrån detta perspektiv gjort en bedömning av vilken finansiering av valutareserven som på lång sikt är mest ändamålsenlig.²

Riksbankens uppdrag ställer höga krav på förvaltningen av valutareserven och avgör vilken typ av tillgångar som den kan innehålla. Tillgångarna ska förvaltas så att beredskapen alltid är god vilket innebär att de med mycket kort varsel ska kunna omvandlas till likvida medel. I Riksbankens interna styrdokument *Finansiell risk- och investeringspolicy* samt *Regler för guld- och valutareserven* fastställs vad detta innebär i praktiken vad gäller begränsningar för exempelvis valutareservens valutafördelning, ränterisk och kreditrisk.

Vidare är det viktigt att valutareserven är förfinansierad, det vill säga att den är tillräckligt stor redan innan en kris inträffar i stället för att den är liten i utgångsläget och först ska förstärkas när en kris väl har inträffat. Att förstärka valutareserven i ett sådant läge riskerar att bli mer kostsamt, ta längre tid att genomföra och påverka penningpolitikens genomslag. En förfinansierad valutareserv kan också förebygga en

¹ Detta gäller till växelkurser per den 31 december 2020. Riksbanken har lån i både dollar och euro. Mätt i utländsk valuta är valutalånens storlek 14,5 miljarder dollar respektive 5,5 miljarder euro.

² I denna bedömning har EU-fördragets krav på oberoende centralbanker vägts in. Kraven gäller även för de medlemsstater som liksom Sverige inte deltar i eurosamarbetet. De ECBS-relaterade uppgifterna som omfattas av oberoendet anges i artikel 127.2 i EUF-fördraget (ansvaret för penningpolitiken, genomförandet av valutatransaktioner, innehav och förvaltning av den officiella valutareserven och främjandet av ett väl fungerande betalningssystem).

finansiell kris genom att skapa förtroende för Riksbankens möjligheter att snabbt agera vid en kris som hotar det svenska kredit- och betalningssystemet.

Vilken finansiering av valutareserven som är mest lämplig behöver bedömas utifrån ett beredskapsperspektiv samt vilka andra konsekvenser finansieringen har för statens finanser som helhet. Utifrån dessa utgångspunkter finns det vissa nackdelar med den nuvarande finansieringen med valutalån via Riksgälden.

En sådan nackdel är att upplåningen av utländsk valuta för Riksbankens räkning ingår i det officiella måttet för statsskulden samt det mått som ofta används i internationella jämförelser, den så kallade Maastrichtskulden. Därmed leder upplåningen till en sammanblandning mellan Riksbankens valutareserv och de offentliga finanserna. Om Riksbanken i stället skulle ersätta valutalånen med egen finansiering av valutareserven skulle det medföra en tydligare separering mellan Riksbankens och statens balansräkningar. Riksbankens inlåning från banker påverkar skuldsidan i Riksbankens balansräkning men räknas inte som en skuld för den offentliga sektorn.

Vidare finns det utifrån ett beredskapsperspektiv nackdelar med finansieringen genom valutalån på den internationella kapitalmarknaden. Riksgälden emitterar vanligen obligationerna med en löptid kring tre år vilket betyder att ungefär en tredjedel av valutalånen förfaller varje år. Därför 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.

Refinansieringsrisken är normalt sett låg, inte minst givet Sveriges höga kreditvärdighet som låntagare. Det finns dock en risk att det kan uppstå 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 skulle det riskera att uppstå 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 ur ett beredskapsperspektiv eftersom det är sannolikt att en sådan situation inträffar 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 egen finansiering av valutareserven skulle refinansieringsrisken försvinna eftersom Riksbanken har köpt den utländska valutan i stället för att låna den och de penningpolitiska motparterna alltid måste hålla de reserver som tillkommer när inlåningen ökar.

Den nuvarande finansieringen med valutalån via Riksgälden är förknippad med en viss löpande kostnad eftersom Riksbankens placeringar i utländsk valuta ger en lägre avkastning än den upplåningskostnad som Riksgälden har för sin upplåning givet antagandet att lån och placering sker till samma löptid. Riksbanken har tidigare bedömt denna kostnad till cirka 0,2 procent i genomsnitt av det lånade beloppet per år.³ Givet

³ Sveriges riksbank (2019), "Guld- och valutareserven minskas något", beslutsunderlag från den 6 mars 2019. Kostnaden är inte konstant utan varierar över tid. Exempelvis var den 0,4 procent i mars 2020 men har på senare tid minskat till 0,1 procent.

valutalånens nuvarande storlek på 178 miljarder kronor motsvarar det en kostnad på 350 miljoner kronor per år.

Denna kostnad, som kan liknas vid en premie Riksgälden betalar för att låna i exempelvis dollar jämfört med den amerikanska staten, skulle försvinna om Riksbanken ersätter valutalånen med egen finansiering av valutareserven. Kostnaden kommer i stället att bero på skillnaden mellan den nya finansieringsräntan och den avkastning Riksbanken får på tillgångarna. Genom att köpa utländsk valuta och betala med svenska kronor ökar inlåningen från bankerna på Riksbankens balansräkning vilket innebär att finansieringen skulle ske till en ränta nära reporäntan som i dagsläget är noll procent. Det är en lägre ränta jämfört med den ränta som Riksbanken i dag betalar till Riksgälden för att låna i dollar. Däremot är inlåningsräntan från banker högre jämfört med den ränta som Riksbanken betalar till Riksgälden för att låna i euro där räntan är negativ. Totalt sett innebär detta en kostnadsminskning på 125 miljoner kronor per år jämfört med i dag i och med att Riksbanken har en större upplåning i dollar än i euro. Detta gäller givet dagens ränteläge och givet att kronans växelkurs mot dollarn och euron är oförändrad.⁴

Att ersätta valutalånen med egen finansiering i kronor innebär att valutaexponeringen på Riksbankens balansräkning ökar med samma belopp som valutalånens storlek. Ur ett beredskapsperspektiv har detta ingen betydelse eftersom beredskapen att tillhandahålla utländsk valuta inte påverkas av att värdet på valutareserven mätt i svenska kronor varierar på grund av valutakursförändringar. Däremot kan det medföra ökade variationer i Riksbankens årliga resultat.

En ökad valutaexponering och att valutareservens värde i kronor varierar mer behöver inte vara ett problem givet Riksbankens långa tidshorisont, det vill säga eftersom det inte finns en framtida tidpunkt då valutareserven ska avvecklas. Detta gäller under förutsättning att Riksbanken har ett tillräckligt stort förlustabsorberande eget kapital för att säkerställa Riksbankens långsiktiga intjäningsförmåga.

Riksbankens samlade bedömning är att fördelarna med en helt egenfinansierad valutareserv överväger nackdelarna. Därför kommer Riksbanken att byta finansieringsmetod av valutareserven genom att köpa utländsk valuta på valutamarknaden i jämn takt och betala köpen med svenska kronor vilket medför att bankernas inlåning i kronor ökar på Riksbankens balansräkning. Samtidigt kommer Riksbanken att återbetala de valutalån som upptagits av Riksgälden i den takt de förfaller.

Riksbankens nuvarande lån i utländsk valuta via Riksgälden uppgår givet dagens växelkurser till 178 miljarder kronor varav 122 miljarder kronor är lån i dollar och 56 miljarder kronor är lån i euro. Det lån som har längst löptid förfaller i april 2023. Att Riksbanken kommer att fasa ut valutalånen innebär att Riksbanken kommer att köpa utländsk valuta mot svenska kronor med start från och med februari 2021. Växlingarna kommer att spridas ut över cirka tre år fram till den 31 december 2023. Det betyder att

⁴ Beräkningen är gjord utifrån treåriga amerikanska och tyska statsobligationsräntor. Hur stor kostnadsförändringen kommer att bli på lång sikt går inte att veta på förhand men eftersom tillgångarna placeras till en längre löptid än vad löptiden är för finansieringen kommer det att påverka kostnaden positivt om löptidspremien över tid är positiv. Utöver detta påverkas resultatet även av växelkursens långsiktiga utveckling.

Riksbanken kommer att göra växlingar på valutamarknaden till ett belopp om i genomsnitt 5 miljarder kronor per månad.

Syftet med växlingarna är att Riksbanken ska få en mer ändamålsenlig långsiktig finansiering av valutareserven och har således inte något penningpolitiskt syfte. Det går dock inte att utesluta att övergången till en egenfinansierad valutareserv kan få en begränsad påverkan på kronans växelkurs. Det belopp som Riksbanken kommer att växla per månad är ett litet belopp sett till den dagliga omsättningen på valutamarknaden. På avistamarknaden växlas globalt varje handelsdag i genomsnitt 160 miljarder kronor mellan euro och kronor och 150 miljarder kronor mellan dollar och kronor.⁵ Riksbankens bedömning är att en växlingstakt på i genomsnitt 5 miljarder kronor per månad skulle få en ytterst liten effekt på kronans växelkurs.

Syftet med att sprida ut växlingarna jämnt över en treårsperiod i stället för att enbart växla i samband med att valutalånen förfaller är att minimera växlingarnas effekt på valutamarknaden och kronans växelkurs. Transaktionerna ska 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. Det ankommer på chefen för avdelningen för marknader, med rätt för denne att sätta annan i sitt ställe, att genomföra valutaväxlingarna. Chefen för avdelningen för marknader uppdras därför att besluta om de närmare detaljerna om hur valutaväxlingarna ska genomföras. För att säkerställa att valutaväxlingarna genomförs på ett sätt och i en takt som överensstämmer med övervägandena i detta beslut ska beslut om köp av utländsk valuta fattas efter samråd med direktionen. Dessa samråd kan med fördel genomföras genom att chefen för avdelningen för marknader presenterar en övergripande plan som beskriver vilka belopp, valutor och tidpunkter som planeras köpas de närmaste åren.

Eftersom valutalånens förfallostruktur och de planerade valutaväxlingarna inte kommer att matcha varandra kommer valutareservens storlek att variera något under övergången till en helt egenfinansierad valutareserv. För att undvika att valutareserven under kortare perioder blir för liten kan därför Riksbanken komma att refinansiera vissa valutalån de kommande åren. Behovet av att refinansiera valutalånen är också beroende av i vilken takt den egenfinansierade delen av valutareserven byggs upp och planen för kommande valutaväxlingar. I bedömningen ska även Riksgäldens synpunkter beaktas. Chefen för avdelningen för marknader uppdras att, efter samråd med direktionen, besluta om huruvida ett visst valutalån ska förfalla eller refinansieras.

Även om dagens valutalån fasas ut kommer valutaupplåning via Riksgälden alltjämt vara ett viktigt verktyg för Riksbanken att vid behov förstärka valutareserven eftersom det under vissa förutsättningar kan vara ett snabbt och effektivt sätt att göra det på.

⁵ 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.