

6 oktober 2023

FX-piloten

En valutasäkrad valutareserv är ingen valutareserv

- Valutasäkringen görs för att förbättra Riksbankens finansiella resultat
- Men valutasäkringen innebär i praktiken att valutareserven minskar
- Konsekvenserna blir marginellt ökade risker för den finansiella stabiliteten...
- ...men framför allt väcks en del frågor kring valutareservens storlek
- Eller ska valutasäkringen ses som att Riksbanken tar spekulativa positioner?



I fokus

I september började Riksbanken ta positioner på de finansiella marknaderna för att valutasäkra en fjärdedel av sin valutareserv. Beslutet motiveras i slutändan av Riksbankens svaga finansiella resultat, som i sin tur är en följd av förlusterna man gör på de stora volymer obligationer man har köpt i penningpolitiskt syfte. I den här Piloten gräver vi lite i hur valutasäkringen går till och vilka konsekvenser den kan få för den finansiella stabiliteten. Vi landar i att valutasäkringen i praktiken innebär att valutareserven minskar, vilket bland annat leder till frågor om hur Riksbanken ställer sig till valutareservens storlek. Om Riksbanken trots allt är tillfreds med den nuvarande storleken på valutareserven skulle man kunna se valutasäkringen som ett spekulativt positionstagande, vilket naturligtvis väcker ytterligare frågor. Vi ser emellertid inte att valutasäkringen på något avgörande sätt ökar riskerna för den finansiella stabiliteten.

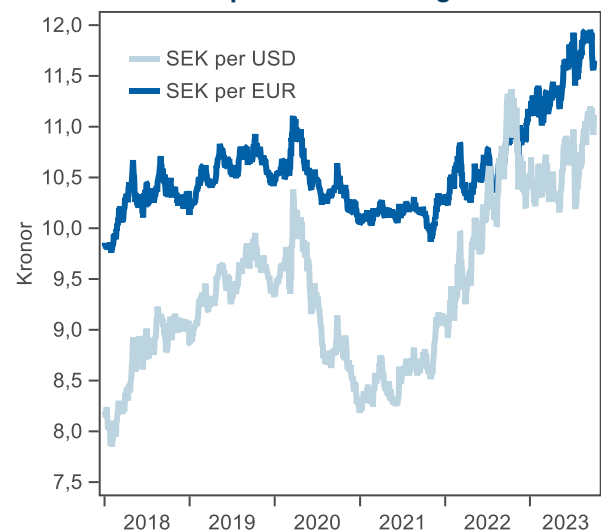
Riksbanken meddelade i september att man valutasäkrar delar av valutareserven

Redan i juni flaggade Riksbanken för att man överväger att minska valutarisken i valutareserven. Därför var det ingen större överraskning när man i september meddelade att man, med start redan några dagar senare, kommer att sälja 8 miljarder dollar och 2 miljarder euro mot svenska kronor. Det motsvarar ungefär 25 procent av valutareserven, och valutasäkringen ska vara genomförd inom fyra till sex månader.

Riksbanken motiverar beslutet med att man "upprätthåller en sund riskhantering". De risker man syftar på är om kronan stärks, vilket Riksbankens (och de flesta andras, inklusive våra) prognoser visar, skulle valutareserven sjunka i värde, mätt i kronor. Riksbankens resultat är redan pressat av att räntorna har stigit, vilket har gjort att priserna har fallit på de obligationer man köpt i penningpolitiskt syfte (QE) och de obligationer man håller i valutareserven. Förlusterna har blivit så pass stora att Riksbanken kommer att behöva gå till Riksdagen i början av 2024 med en begäran om kapitaltillskott, i storleksordningen 40-80 miljarder kronor. För att minska förlusterna väljer man nu alltså att valutasäkra delar av valutareserven.

Hur detta fungerar och vilka konsekvenser det kan få är inte helt lätt att förstå. I utredningen skriver Riksbanken att "valutareservens storlek bibehålls" och samtidigt *säljer* man 25 procent av valutareserven. Men hur går den ekvationen ihop?! Kan man verkligen äta kakan och samtidigt ha den kvar?! Nej, det reptricket klarar inte ens Riksbanken av. För att förstå vad som händer måste vi börja från början.

Bild 1: Kronan är på historiskt svaga nivåer



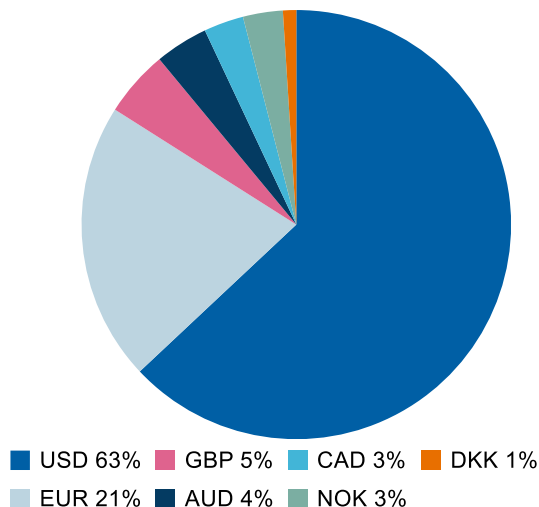
Källa: Macrobond

Varför har Riksbanken en valutareserv?

Valutareserven består till största del av statsobligationer i olika valutor, främst amerikanska dollar och euro (se bild 2). Den tjänar flera syften, varav ett är att kunna ge likviditetsstöd i utländsk valuta till de svenska bankerna. De svenska bankerna är en del av det globala finansiella systemet och vikten av att ha tillgång till finansiering i utländsk valuta, främst i dollar, kan inte nog understrykas. Det såg vi inte minst i mars 2020 när coronapandemin bröt ut. Risksentimentet försämrades snabbt på marknaderna, investerarna flydde till säkra tillgångar, och likviditeten torkade upp. Centralbankerna världen över lanserade ett antal kraftfulla åtgärder, men en av de åtgärder som många anser ha varit av avgörande betydelse var de swapavtal som Federal Reserve tecknade med flera centralbanker, däribland Riksbanken (se bild 3). Swapavtalet gav Riksbanken större möjligheter att förse de svenska bankerna med stora volymer dollar om det skulle behövas, och det bidrog starkt till att marknaderna lugnade ner sig och risksentimentet förbättrades. Vi ska tillägga att Riksbanken aldrig

behövde använda sig av swapavtalet, men marknadens vetskap om att avtalet fanns på plats var tillräcklig för att skapa ett lugn.

Bild 2: Valutareservens fördelning över valutor



Källa: Riksbanken

Det är värt att nämna att Riksbanken har i stort sett obegränsade möjligheter att på kort varsel skapa nya pengar (reserver) genom att utvidga sin balansräkning, men man kan bara skapa svenska kronor, inte utländsk valuta. Därav behovet av att på förhand tillhandahålla en valutaserv.

Andra skäl till att Riksbanken har en valutaserv är dels att kunna fullgöra Sveriges del i IMF:s internationella långivning dels att vid behov kunna intervensera på valutamarknaden.

Bild 3: Fed:s swapavtal med andra centralbanker bidrog till att lugna de globala finansiella marknaderna i mars 2020



Källa: Macrobond

Hur går valutasäkringen till?

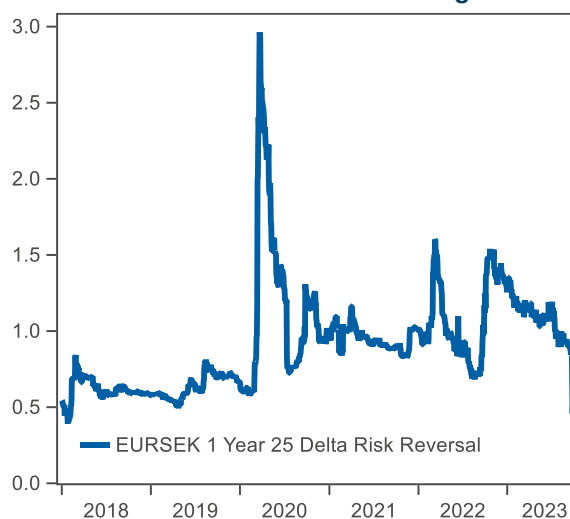
Riksbanken säljer inte de utländska tillgångarna, så på det sättet stämmer påståendet "valutareservens storlek bibehålls". Valutasäkringen sker istället genom att man tar positioner i derivatmarknaden, i huvudsak i valutaswappar. Under de närmaste 4-6 månaderna kommer man att bygga upp något som vi kan kalla för en "derivatportfölj". I derivatkontrakten förbinder man sig att vid förbestämda datum i framtiden, till en förbestämd växelkurs, växla dollar och euro mot svenska kronor. I takt med att kontrakten löper ut kommer de att förnyas, så länge man väljer att ha kvar valutasäkringen.

Tanken är att om kronan stärks så kommer den förlust man då gör i valutaservens att åtminstone delvis (till 25 procent) matchas av en vinst i derivatportföljen.

Sedan Riksbanken påbörjade valutasäkringen (25 september) har kronan stärkts med drygt 2 procent mot euron. Mot dollarn är kronan ungefär oförändrad i skrivande stund men då har också dollarn gått starkt mot de flesta valutor, mot bakgrund av en låg riskvilja bland investerarna.

Marknaden brukar normalt sett sätta en högre sannolikhet för en kraftig försvagning av kronan jämfört med en kraftig förstärkning. Det kan ses i prissättningen av så kallade risk reversals som brukar vara positiva för exempelvis EURSEK (se bild 4). I spåren av Riksbankens valutasäkring har den här skevheten i fördelningen av EURSEK kommit ner, vilket kan vara ett tecken på att marknaden ser att Riksbankens närvaro minskar risken för en kraftig kronförsvagning från dagens nivåer.

Bild 4: Risk reversal på EURSEK har fallit efter att Riksbanken inledde valutasäkringen



Källa: Bloomberg

Men vad händer då om det uppstår en finansiell kris?

Om Riksbanken tvingas använda sig av valutareserven för att förse det svenska banksystemet med exempelvis dollar kan de sälja sitt innehav av amerikanska statspapper. Men, man skulle inte kunna skyffla över hela sitt innehav till bankerna. Enligt förbindelserna i derivatportföljen behöver man växla dollar till kronor, och vid en finansiell kris som är så pass allvarlig att Riksbanken behöver använda valutareserven skulle man – per definition av en finansiell kris – med största sannolikhet inte kunna "rulla över", eller bibehålla, derivatpositionerna. Därför skulle man i värsta fall bara ha tillgång till 75 procent av valutareserven, eftersom den övriga delen är matchad av motsvarande positioner i derivatportföljen.

Så trots att man inte har rört själva valutareserven har valutasäkringen gjort att 25 procent av valutareserven har förlorat sitt syfte.

För Riksbankens del är därför ett valutasäkrat amerikanskt statspapper inte mycket till valutareserv. Man kan (nästan) lika gärna gå ner i källaren och printa ut nya svenska sedlar, och det kan man ju som sagt göra i stort sett obegränsat, när man vill.

Vi vill dock understryka att trots att valutasäkringen verkar gå emot syftet med valutareserven ser vi inte att riskerna mot den finansiella stabiliteten på något avgörande sätt har stigit i och med detta. Däremot väcker det en del frågor kring Riksbankens syn på valutareserven, och det återkommer vi till längre ner.

Vidare kan man också ställa sig frågande till storleken av minskningen, 25 procent, och hur man landade i den siffran. I juni skrev Riksbanken att man utgick från 25 procent, baserat på en bedömning, men att saken skulle utredas. När väl utredningen publicerades i september framgick inget resonemang kring andelen.

Är det rätt läge att minska valutareserven?

Med stor sannolikhet är vi på väg in i en global lågkonjunktur, och ingen vet hur djup eller långvarig den kommer att bli. Naturligtvis kommer den svenska ekonomin att drabbas, mer än vad den redan gjort. Det råder också osäkerhet kring själva karaktären av lågkonjunkturen eftersom det alltid är svårt att på förhand se var sprickor kommer att uppstå, inte minst i det finansiella systemet. Riksbanken skriver själva i den senaste rapporten om finansiell stabilitet, publicerad i juni 2023, att stabiliteten i det globala

finansiella systemet är utmanad. De skriver också att det svenska finansiella systemet har fungerat väl även under tider av oro, men att det finns flera sårbarheter som nu medför utmaningar.

Det kan därför tyckas märkligt att man i dessa tider väljer att minska valutareserven.¹

Gör Riksbanken bedömningen att valutareserven är för stor?

Om det vore så, finns det en viss logik i att man ingår i valutasäkringar istället för att direkt sälja de utländska tillgångarna. De utländska statspapper man äger har fallit i värde men fram till att de löper ut kommer de att avkasta relativt bra – en amerikansk 2-årig statsobligationsränta är i skrivande stund runt 5,3 procent, vilket dock behöver vägas mot den förväntade räntekostnaden (styrräntan minus 10 bp) på de reserver som Riksbanken har skapat för att finansiera obligationsköpet. Då kanske man väljer att valutasäkra nu, när kronan är på historiskt svaga nivåer, och sedan kan man minska derivatportföljen i takt med att de utländska tillgångarna förfaller, och i samma takt minskar även valutareserven.

Men om Riksbanken har landat i att valutareserven ska minskas, skulle man då inte kommunicera det? En fördel med att kommunicera det skulle vara att kronförstärkningen sannolikt blir betydligt större, vilket naturligtvis vore välkommet för Riksbanken i inflationskampen. Det skulle man i så fall uppnå genom en justering av valutareservens storlek, utan att behöva kalla ingreppet för varken valutaintervention eller penningpolitik. I sammanhanget kan man tillägga att de transaktioner som Riksbanken gör idag – när man bygger upp derivatportföljen – sannolikt har en svag effekt på kronans växelkurs eftersom marknaden samtidigt ser att motsvarande flöden i andra riktningen kommer att ske i framtiden när valutasäkringen stängs ner.

Nej, det mesta tyder på att Riksbanken är tillfreds med valutareservens storlek.

Slutsatsen känns tyvärr lite obehaglig

Om Riksbanken är nöjd med valutareservens storlek men ändå väljer att minska den – dessutom i tider av extrem osäkerhet – då är det svårt att inte se på derivatportföljen som något annat än en **spekulativ positionering**. Man lutar sig mot prognosen om att kronan kommer att stärkas och övertygelsen om att kronan åtminstone inte bör försvagas mer. Sen tar man en position som ger positiv avkastning om kronan stärks. Drivkraften är det dåliga resultatet och en stundande begäran om kapitaltillskott till Riksdagen.

¹ Riksbanken skulle naturligtvis inte uttrycka sig som att "valutareserven minskar", utan snarare att "valutaexponeringen minskar". Men en av poängerna med den här artikeln är att påvisa att dessa två koncept är i praktiken samma sak.

Riksbankens anseende står på spel, men jag tror tyvärr redan att det anseendet har fått sig en törn. Det ska tilläggas att Riksbanken inte är ensam i den här situationen – flera andra stora centralbanker har liknande problem med dåligt resultat till följd av storskaliga QE-program. Men oavsett, nu handlar det om att städa upp. Och det verkar som om Riksbanken, i ett försök att städa upp efter penningpolitiken, tar vissa (små) risker för den finansiella stabiliteten.

I Riksbankens utredning framgår det att valuta-säkringen leder till minskad beredskap i utländsk valuta. Men resonemangen kretsar mest kring risken att man inte kan fullfölja sina förpliktelser enligt derivatkontrakten, och hur man i ett ansträngt läge skulle kunna få tag på utländsk valuta. Inget resonemang verkar föras mot bakgrund av att derivatkontrakten i praktiken minskar valutareserven och därmed ökar riskerna för den finansiella stabiliteten.²

Nu kanske någon tänker att swapavtalen med Federal Reserve kan ju rädda oss, om något allvarligt sker och om valutareserven inte räcker till. Men, för det första avslutades swapavtalet den 31 december 2021, och för det andra kan man i en artikel publicerad av Riksbanken läsa att författarna landar i att "swapavtal kan aldrig ersätta en centralbanks valutareserv".³ Anledningen är att det inte finns någon garanti för att Federal Reserve kommer att erbjuda ett sådant avtal i framtiden.

Låt oss ändå avsluta det här på en positiv not. Även om riskerna för en finansiell kris just nu är förhöjda är de fortsatt relativt små. Dessutom är bankerna välkapitaliserade, med betydligt starkare balansräkningar än exempelvis vid tidpunkten för finanskrisen 2008. Risken att Riksbankens derivatportfölj skulle förvärra en finansiell kris är mycket liten, men det är likväl viktigt att vi är på det klara med vad valutasäkringen innebär och var riskerna ligger.

Med det sagt, det vore intressant att få klarhet i hur Riksbanken resonerar kring några saker.

- Är man tillfreds med valutareservens storlek?
- Hur ställer man sig till de resonemang som förts fram här, och som leder till att valutasäkringen i praktiken innebär en minskad valutareserv?
- Hur ser man på den här typen av verktyg framöver? Marknaden är snabb med att internalisera nya handlingsregler och det finns risk att marknaden börjar förvänta sig ett agerande som Riksbanken inte har för

avsikt att fullfölja. Därför finns det goda skäl för Riksbanken att tydliggöra hur man tänker. Till exempel, hur länge avser man att behålla valutasäkringen?

Avslutningsvis kan vi notera att Riksbanken igår publicerade ett remissvar om Riksgäldens förslag till riktlinjer för statsskuldsförvaltningen över de närmaste åren. Där framgår att Riksbanken anser att Riksgälden bör överväga att pausa eller åtminstone minska takten i avvecklingen av statsskuldens valutaexponering. Man lyfter fram att det kan vara förvirrande för investerarna att Riksgälden säljer kronor samtidigt som Riksbanken köper kronor, och det är naturligtvis svårt att inte hålla med om det. Sammantaget kan man konstatera att såväl valutasäkringen som remissvaret skvallrar om att Riksbanken håller på att ta en mer aktivistisk roll.

Tommy von Brömsen
tommy.von.bromsen@handelsbanken.se
Tel: +46 72-221 83 16

² Riksbanken lyfter dock fram att valutasäkringen kan leda till ett ökad finansieringsbehov i utländsk valuta för de svenska storbankerna. Detta eftersom storbankerna är de naturliga motparterna i derivatkontrakten.

³ För mer detaljer kring swapavtalens betydelse se artikeln här: [länk](#).

Ansvarsbegränsning och särskilda upplysningar

Varningar för risker

Alla placeringar innebär risker och investeraren uppmanas att fatta egna beslut om lämpligheten att placera i något av de värdepapper som omnämns i rapporten, mot bakgrund av egna mål med placeringen, ekonomisk ställning och riskvillighet. Ett finansiellt instruments historiska avkastning är inte en garanti för framtida avkastning. Värdet på finansiella instrument kan både öka och minska och det är inte säkert att du får tillbaka hela det investerade kapitalet.

Ansvarsbegränsningar

Handelsbanken Capital Markets, som är en division inom Svenska Handelsbanken AB (publ) (i fortsättningen kallad "SHB"), är ansvarig för sammanställningen av analysrapporter. I Sverige står SHB under tillsyn av Finansinspektionen, i Norge av norska Finansinspektionen och i Finland av finska Finansinspektionen. Alla analysrapporter bygger på information från handels- och statistiktjänster och annan information som SHB bedömt vara tillförlitlig. SHB har emellertid inte själv verifierat informationen och kan inte garantera att informationen är sann, korrekt eller fullständig.

SHB eller någon av dess närstående företag, tjänstemän, styrelseledamöter eller medarbetare åtar sig inget som helst ansvar gentemot en person för direkta, indirekta eller särskilda skador eller följdskador som uppstår efter användning av information i analysrapporter, inklusive eventuell utebliven vinst, utan begränsning. Detta gäller även om SHB uttryckligen har informerats om möjligheten eller sannolikheten för sådana skador.

Åsikterna i SHB:s analysrapporter är SHB:s och dess dotterbolags medarbetares uppfattningar och avspeglar respektive analytikers personliga uppfattning vid nuvarande tidpunkt och kan förändras. Det finns inga garantier för att framtida händelser ligger i linje med dessa uppfattningar. Varje analytiker som identifierats i rapporten intygar också att de uppfattningar som uttrycks här och som tillhör analytikern korrekt avspeglar hans eller hennes personliga uppfattningar om de företag eller värdepapper som diskuteras i analysrapporten.

Syftet med SHB:s analysrapporter är endast att ge information. Informationen i analysrapporterna utgör ingen personlig rekommendation eller personligt investeringsråd, och analysrapporterna eller uppfattningarna bör inte utgöra underlag för investeringsbeslut eller strategiska beslut. Detta dokument utgör inte eller är inte del av ett erbjudande om försäljning eller tecknande av eller inbjudan till ett erbjudande om att köpa eller teckna värdepapper, och det ska heller inte, helt eller delvis, utgöra underlag för eller användas i samband med eventuellt avtal eller åtagande i någon form. Det är inte säkert att tidigare utveckling upprepas och tidigare utveckling ska inte tas som en indikation på framtida utveckling. Värdet på investeringarna och avkastningen från dem kan gå såväl ned som upp och investeraren riskerar att förlora hela sitt investerade innehav. Investeraren garanteras inga vinster på investeringar och kan förlora pengar. Förändringar i valutakurser kan förorsaka att värdet på investeringar gjorda i andra länder och vinster från dessa stiger eller faller. Denna analysprodukt uppdateras regelbundet.

Ingen del av SHB:s analysrapporter får reproduceras eller spridas till någon annan person utan att SHB dessförinnan lämnat sitt skriftliga medgivande därtill. Spridningen av detta dokument kan i vissa jurisdiktioner vara förbjuden i lag och personer som på något sätt mottar dokumentet måste själva förvissa sig om, och iaktta, eventuella restriktioner.

Rapporten innefattar inga legala eller skatterelaterade aspekter kopplade till emittentens planerade eller befintliga emissioner av skuldebrev. Innehållet är uteslutande avsett för kunder i Sverige.

Viktiga upplysningar om analyser

SHB:s medarbetare, inklusive analytiker, får ersättning som genereras av företagets totala lönsamhet. Ersättningen till analytiker baseras inte på specifika corporate finance- eller obligationsmarknadstjänster. Ingen del av analytikerns ersättning har kopplats, eller kommer att kopplas, direkt eller indirekt till specifika rekommendationer eller uppfattningar som uttrycks i analysrapporterna.

SHB och/eller dess dotterbolag kan erbjuda investmentbank-tjänster och andra tjänster, inklusive corporate banking-tjänster och värdepappersrådgivning, åt företagen som omnämns i vår analys.

Vi kan agera rådgivare och/eller mäklare åt de företag som omnämns i vår analys. SHB kan också ansöka om corporate finance-uppdrag hos dessa företag.

Vi köper och säljer värdepapper som omnämns i vår analys från kunder i eget namn. Vi kan därför vid olika tidpunkter ha en lång eller kort position i sådana värdepapper. Vi kan också fungera som marknadsgarant för värdepapper avseende alla företag som omnämns i analysrapporten.

SHB, dess närstående företag, kunder, tjänstemän, styrelseledamöter eller medarbetare kan äga eller inneha positioner i värdepapper som omnämns i analysrapporterna.

Under vissa förutsättningar får banken i samband med tjänster avseende finansiella instrument betala eller ta emot incitament, t.ex. avgifter och kommission från andra än kunden. Incitament kan bestå av såväl monetära som icke-monetära förmåner. Om incitament utges till eller tas emot av tredje part krävs att ersättningen ska syfta till att höja kvaliteten på tjänsten och att den inte hindrar banken från att tillvarata kundens intressen. Kunden ska informeras om de ersättningar som banken tar emot. När banken tillhandahåller investeringsanalys tar banken emot och behåller ersättningar och förmåner som utgör mindre icke-monetära förmåner från tredje part. Mindre icke-monetära förmåner består av något av följande.

- Uppgifter eller dokumentation om ett finansiellt instrument eller en investeringstjänst, som är av allmän karaktär.
- Skriftligt material som framställts av en tredjepart som är emittent för att marknadsföra en nyemission.
- Deltagande i konferenser och seminarier som gäller ett visst instrument eller en viss investeringstjänst
- Representation upp till ett rimligt värde.

Banken har riktlinjer för analys, vilka ska säkerställa analytikers och analysavdelningens integritet och oberoende samt identifiera faktiska eller potentiella intressekonflikter som berör analytiker eller banken, samt att lösa sådana eventuella konflikter genom att eliminera eller minska dem och/eller offentliggöra dem om lämpligt. Som ett led i kontrollen av intressekonflikter har Handelsbanken infört restriktioner ("informationshinder") i kommunikationen mellan analysavdelningen och andra avdelningar inom Handelsbanken. Analysavdelningen är organisatoriskt åtskild från corporate finance-avdelningen och andra avdelningar med liknande arbetsuppgifter. I riktlinjerna för analysavdelningen finns regler för hur ersättningar, bonus och lön får betalas ut till analytiker, vilka marknadsföringsaktiviteter en analytiker får delta i, hur analytiker ska hantera sina egna och närståendes värdepappersaffärer m.m. Vidare finns också inskränkningar i kommunikationen mellan analytikern och det analyserade bolaget.

Enligt bankens Etiska riktlinjer i Handelsbankenkoncernen ska styrelsen och samtliga anställda inom Handelsbanken i sin verksamhet i banken och vid andra uppdrag iaktta hög etisk standard. Anställda i banken ska uppträda så att förtroendet för banken upprätthålls. All verksamhet i koncernen ska präglas av hög etisk standard. Intressekonflikter ska identifieras och handläggas på ett för berörda parter rimligt sätt. Policyn för etik beskriver, utöver detta, även hur anställda som misstänker oegentligheter eller andra missförhållanden ska förfara, exempelvis med hjälp av SHB:s visseblåarsystem (whistleblowing). I SHBs policy för korruption fastslås vikten av att förebygga och aldrig acceptera korruption, samt att alltid agera vid misstanke om korruption. För fullständig information om Handelsbankens Policyer hänvisas till Handelsbankens hemsida <https://www.handelsbanken.com/sv/> / Om koncernen / Policydokument och riktlinjer.