

# Guldreservens roll och avkastning på guld

AV ANNETTE HENRIKSSON

Författaren är verksam på avdelningen för marknadsoperationer.

*De flesta centralbanker i industriländer har en guldreserv som är en del av den totala valutareserven. Anledningen till detta är att guldet har en historisk roll i det monetära systemet. Under det senaste årtiondet har guldpriset stadigt sjunkit varför guldets roll i en valutareserv ifrågasatts ur ett portföljteoretiskt perspektiv. Centralbanker som har guld i valutareserven har dock möjlighet att erhålla avkastning genom att låna ut guldet.*

## Guldets historiska roll

Guld användes som betalningsmedel för varor och som en värdebevarande tillgång redan i det gamla Egypten och i Mesopotamien. Guldet har behållit sin roll genom årtusenden. Fortfarande i slutet av 1800-talet och under större delen av 1900-talet spelade guldet en viktig roll i olika monetära system.

Den första internationella guldstandard- den, den så kallade *guldmyntfoten*, initierades av Storbritannien under 1870-talet. Storbritannien var då världens ledande industrimakt och bedrev omfattande handel. Många av världens stora handelsnationer anslöt sig till systemet med guldmyntfot. Varje valutas värde var länkad till en fastställd mängd guld, vilket även betydde att växelkurserna mellan de deltagande länderna var fasta. Riksbanken växlade guld mot en viss mängd kronor<sup>1</sup> och vem som helst hade rätt att lösa in sina sedlar mot guld till denna kurs. Under första världskriget bröt guldstandarden ihop, men ett försök att återupprätta den gjordes 1925. Kriget hade dock medfört svagheter i systemet med

---

**Den första internationella guldstandarden, guldmyntfoten, initierades av Storbritannien under 1870-talet.**

---

<sup>1</sup> Riksbankens officiella växelkurs var 2,48 svenska kronor per gram fint guld.

guldmyntfoten och detta ledde till stora problem under den ekonomiska depressionen i början på 1930-talet. Den 21 september 1931 begärde Storbritannien sig befriad från skyldigheten att inlösa poundsedlar mot guld. Därefter tog det bara sex dagar tills guldmyntfoten åter upphävdes, även för svensk räkning.

---

**En ny internationell monetär organisation, International Monetary Fund, bildades 1944.**

---

Mot slutet av det andra världskriget var intresset stort för att på nytt etablera globala ekonomiska samarbetsformer på valutaområdet. En ny internationell monetär organisation, International Monetary Fund (Internationella valutafonden), bildades sålunda i juli 1944 vid en internationell konferens i Bretton Woods, USA. Fondens huvudsakliga uppgift var att underlätta för varor och tjänster att överföras från ett land till ett annat utan några större problem med handelsrestriktioner. *Bretton Woods-systemet* upprättades som en följd av detta möte och Sverige anslöt sig 1950. Systemet innebar att det nu endast var USA som åtog sig att upprätthålla fast växelkurs mot guld.<sup>2</sup> Till skillnad från förhållandena under guldmyntfoten var det nu endast centralbanker som tilläts växla amerikanska dollar mot guld hos Federal Reserve. Under 1960-talet sjönk dock förtroendet för den amerikanska valutan på grund av kraftiga underskott i USA:s betalningsbalans samtidigt som Västeuropa fick växande överskott i sina betalningsbalanser. Överskottet på dollar utomlands kom så småningom att överstiga värdet av USA:s guldinnehav. De stora innehavarna av dollar hade en tyst överenskommelse om att inte stjälpa systemet genom att begära guld för sina dollar. Trots detta blev läget i längden ohållbart. I augusti 1971 meddelade president Richard Nixon att USA drog tillbaka sitt åtagande att konvertera guld till en fast växelkurs mot dollar. Det var dock först två år senare som Bretton Woods-systemet kollapsade helt. Sedan 1971 spelar guld således inte längre någon roll vad gäller växelkurspariteter länder emellan.

## Prisutveckling efter 1971

---

**Alltsedan 1971, då guldets fasta kurs gentemot dollar upphävdes, har guldpriset i dollar varit mycket volatilt.**

---

Alltsedan 1971, då guldets fasta kurs gentemot dollar upphävdes, har guldpriset i dollar varit mycket volatilt. Under slutet av 1970-talet och början av 1980-talet led de flesta länder i västvärlden under hög inflation som utlösts av bland annat ett antal oljeprischocker. Detta ledde till att investerare

<sup>2</sup> Den fasta växelkursen var 35 dollar per uns. Ett uns är lika med 31,103 gram.

flydde till guld som ansågs fungera som en så kallad inflationsförsäkring. Guldpri-  
set steg dramatiskt i reala termer (se diagram 1).

**Diagram 1. Realt guldpri-  
set i dollar januari 1971–september 2001 (månadsdata)**

Index: 1 januari 1971=100



Källa: EcoWin.

Som högst var guldpri-  
set 850 dollar per uns,  
vilket noterades den 21 januari 1980. Därefter har trenden för guldpri-  
set i dollar varit  
negativ (se diagram 2). Guldpri-  
set var som  
lägst vid mitten av 1999 och noterades då i 255–257 dollar per uns. Det finns fle-  
ra anledningar till den negativa trenden. De faktorer som oftast nämns är lägre  
inflation i världen, guldets förlorade roll som ”safe haven” och centralbankernas  
utförsäljning av guld.

---

**Sedan mitten av 1990-talet har  
trenden för guldpri-  
set i dollar varit  
negativ.**

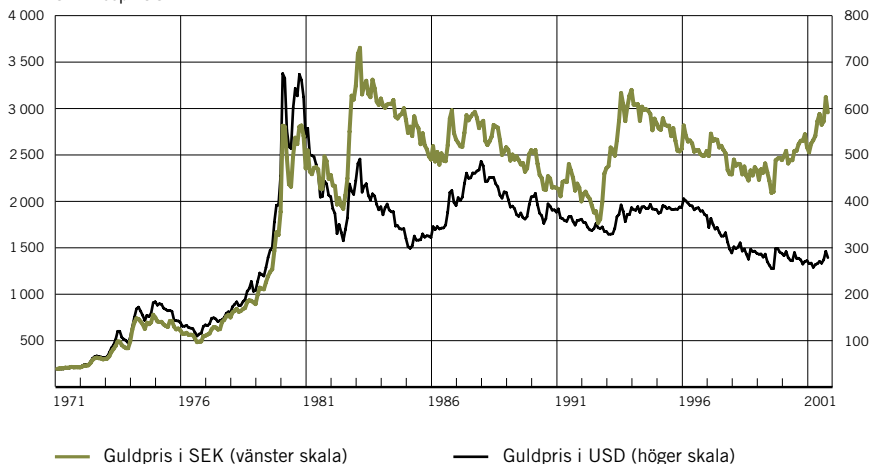
---

Rykten om kommande försäljning av guld från centralbanker ansågs påverka  
guldpri-  
set negativt. Med anledning av detta publicerade femton europeiska cen-  
tralbanker<sup>3</sup> den 28 september 1999 en överenskommelse om guldhantering.  
Överenskommelsen gäller i fem år, alltså fram till den 28 september 2004 och ly-  
der som följer:

1. Guld ska förbli ett viktigt inslag i den globala valutareserven.
2. Institutionerna som är med i överenskommelsen ska inte delta på guldmark-  
naden som säljare, med undantag för redan beslutad försäljning.

<sup>3</sup> De femton centralbankerna var de nationella centralbanker som då deltog i eurosyste-  
met (Grekland var vid det till-  
fället ej medlem och deltog därför inte), den europeiska centralbanken samt centralbankerna i Schweiz, Storbritan-  
nien och Sverige.

**Diagram 2. Guldpris i kronor respektive dollar  
januari 1971–oktober 2001 (månadsdata)**  
SEK resp. USD



Anm. Eftersom enbart månadsdata används syns ej de högsta dagsnoteringarna som inträffade under januari 1980.

Källa: EcoWin.

3. Redan beslutad guldförsäljning ska utföras genom ett gemensamt försäljningsprogram över de kommande fem åren. Den årliga guldförsäljningen ska inte överstiga 400 ton och den totala guldförsäljningen under denna femårsperiod ska inte överstiga 2 000 ton.
4. Undertecknarna av denna överenskommelse har enats om att inte utöka guldlåningen eller att använda guldderminer och guldoptioner under denna period.
5. Uppföljning av överenskommelsen ska ske efter fem år.

När denna överenskommelse publicerades steg guldpriset i dollar initialt med cirka 25 procent, men sjönk sedan tillbaka till ungefär samma nivå som innan överenskommelsen kom till stånd. I diagram 2 redovisas guldprisets utveckling från januari 1971 till och med oktober 2001 uttryckt både i svenska kronor och i amerikanska dollar.

## Riksbankens guldreserv

Riksbankens guldreserv uppgår till 185,4 ton, vars värde per den sista juni 2001 motsvarade drygt 10 procent av den totala reserven. I tabell 1 redovisas ett urval

centralbankers guldinnehav relativt total reserv också per den sista juni 2001.<sup>4</sup> Av tabellen framgår att ett antal länder i Europa men även USA av historiska skäl har en mycket stor guldreserv relativt övrig reserv. Av de nordiska länderna har Sverige den största guldreserven.<sup>5</sup>

**Riksbankens guldreserv uppgår till 185,4 ton, vars värde motsvarar i runda tal 10 procent av den totala reserven.**

**Tabell 1. Industriländernas guldreserv kontra övrig valutareserv per den sista juni 2001**

	Guldinnehav Ton	Guldinnehav Miljoner USD	Total reserv Miljoner USD	Andel guld av total valutareserv Procent
<b>Euroländer</b>				
Tyskland	3 469	29,42	81,49	36,1
Frankrike	3 025	25,65	60,96	42,1
Italien	2 452	20,80	46,85	44,4
Nederländerna	912	7,73	16,96	45,6
Portugal	607	5,15	13,91	37,0
Spanien	523	4,44	35,86	12,4
Österrike	347	2,95	15,01	19,6
Belgien	258	2,19	12,25	17,9
Finland	49	0,42	8,12	5,1
Irland	6	0,05	5,39	0,9
Luxemburg	2	0,02	0,11	18,8
<b>Övriga industriländer (exkl. nordiska)</b>				
Schweiz	2 354	19,96	50,98	39,1
USA	8 137	69,01	122,70	56,2
Storbritannien	436	3,70	43,57	8,5
Japan	764	6,48	362,63	1,8
Australien	80	0,68	18,90	3,6
Kanada	36	0,31	33,21	0,9
<b>Övriga nordiska länder</b>				
Sverige	185	1,57	15,71	10,0
Danmark	67	0,56	13,71	4,1
Norge	37	0,31	20,84	1,5

Källa: International Financial Statistics, IMF.

Riksbankens guldreserv, räknat i viktmaßt, har inte förändrats under de senaste decennierna. Storleken på guldreserven beror på den roll som guldreserven tidigare har spelat i det

**Riksbankens guldreserv, räknat i viktmaßt, har inte förändrats under de senaste decennierna.**

<sup>4</sup> Guldinnehavet är marknadsvärderat till det faktiska guldpriset per den sista juni 2001. Detta värde kan därför skilja sig från det bokförda värde som vissa centralbanker använder i redovisningen.

<sup>5</sup> Den totala mängden guld som ägdes av den offentliga sektorn per den 31 december 2001 var 32 973 ton. Med offentlig sektor menas alla centralbanker samt överstatliga organ som Bank för International Settlements, BIS, och International Monetary Fund, IMF.

monetära systemet. Frågan om guldets fortfarande har en roll i det monetära systemet kommer att tas upp senare i detta avsnitt. Först genomförs en utvärdering av guldreserven ur ett rent portföljteoretiskt perspektiv, oberoende av den överenskommelse som Riksbanken är med i vad gäller framtida guldhäntering.

### GULDRESERVEN UR ETT PORTFÖLJTEORETISKT PERSPEKTIV

I detta avsnitt analyseras guldreservens egenskaper relativt valutareserven ur ett risk- och resultatmässigt perspektiv. Frågan är om Riksbanken skulle ha valt att ha guld i den totala reserven om banken inte av historiska skäl ägt guld.

---

**Avkastningen i guld- och valutareserven mäts i svenska kronor, vilket innebär att både ränteeffekten och växelkurseffekten medräknas.**

---

Avkastningen i guld- och valutareserven mäts i svenska kronor, vilket innebär att både ränteeffekten och växelkurseffekten medräknas. Perioden som studerats är januari 1985 till och med juli 2001. Under denna period har

den svenska kronan deprecierat mot samtliga valutor som i dag finns representerade i valutareserven. Räntenivån (både vad gäller långa och korta räntor) är generellt lägre i slutet av perioden än i början. I studien har även två delperioder valts ut: januari 1985 till och med augusti 1992 samt januari 1990 till och med december 1993. Den första delperioden präglades av en dollardepreciering. Den svenska kronan var då knuten till de europeiska valutorna först genom en valutakorg och sedan genom en ecu-korg. Den andra delperioden präglades av en global räntenedgång samtidigt som kronan, som mot slutet av perioden frikopplades från sin knytning och började flyta, deprecierade mot samtliga valutor i dagens valutareserv.

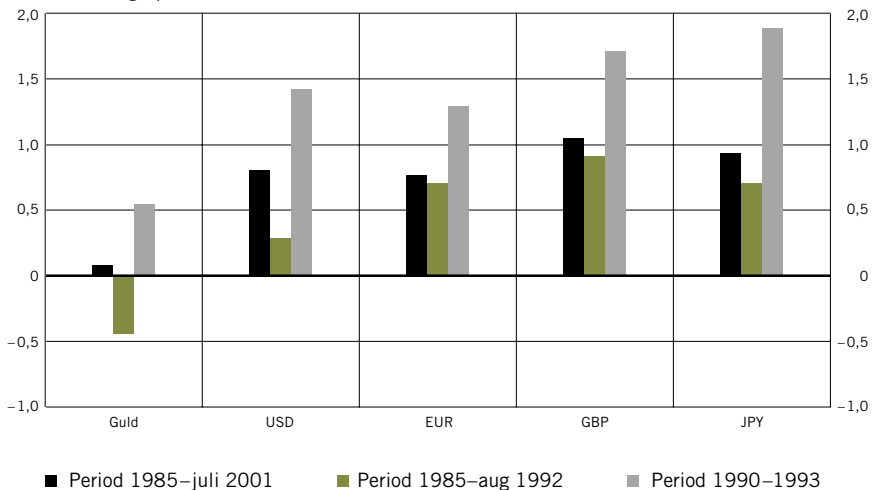
I diagram 3 redovisas avkastningen mätt i svenska kronor och i diagram 4 risken mätt i standardavvikelse, i båda diagrammen för både guld<sup>6</sup> och de valutor<sup>7</sup> som ingår i valutareserven. Avkastningen för guld har varit relativt låg under hela perioden. Anledningen till detta är främst guldprisets negativa utveckling i dollar. Då guldavkastningen mäts i svenska kronor håller sig dock den genomsnittliga månadsavkastningen över noll eftersom kronan under perioden har deprecierat något gentemot den amerikanska dollarn. Att avkastningen för guld blir negativ under perioden januari 1985 till och med augusti 1992 beror först och främst på kronans appreciering mot dollar. Under perioden januari 1990 till och med december 1993 bidrar kronans depreciering till att avkastningen blir relativt hög.

<sup>6</sup> Avkastningen för guld består både av värdeförändringen i guld samt den avkastning för guld man erhållit genom att låna ut guld. I beräkningen har tre månaders depositränta för guld använts. Guldpriset, guldräntan och valutakursutvecklingen har hämtats från EcoWin.

<sup>7</sup> Räntindex för de olika valutorna har erhållits av SalomonSmithBarney.

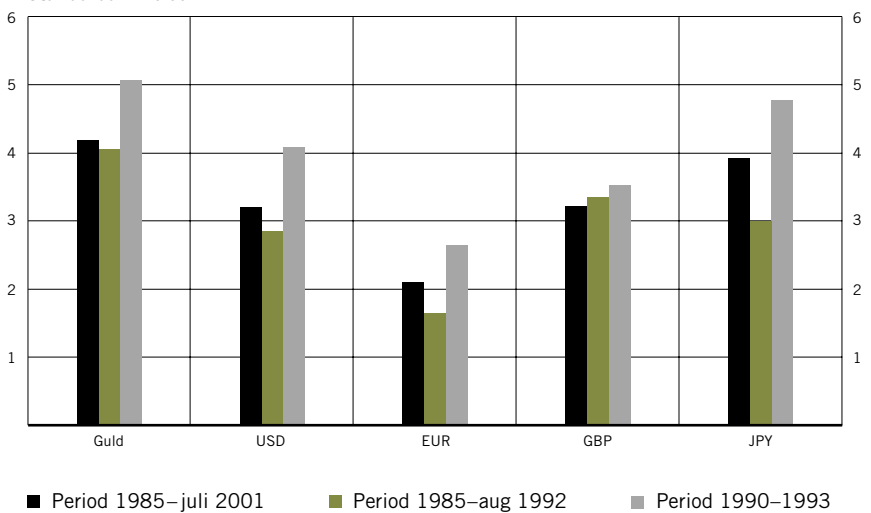
**Diagram 3. Genomsnittlig månadsavkastning för guld respektive för valutor i valutareserven för respektive period**

Avkastning i procent



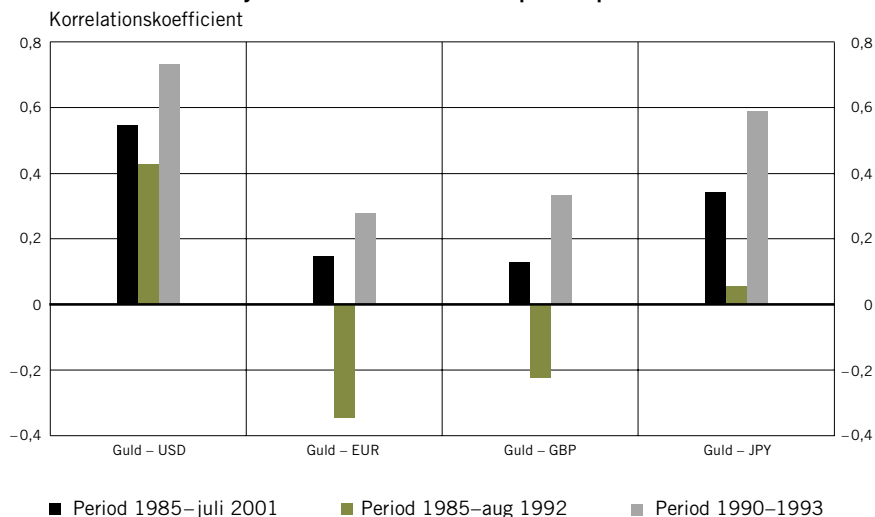
**Diagram 4. Risk mätt som standardavvikelse för guld respektive för valutor i valutareserven för respektive period**

Standardavvikelse



Om man studerar risken mätt i standardavvikelse har risken för guld samtidigt varit hög relativt valutorna som ingår i valutareserven. Det är endast ränteinvesteringen i japanska yen som har haft lika hög risk som guld under de olika perioderna.

**Diagram 5. Korrelationskoefficienter mellan guld och de fyra valutorna i valutarens uttryckt i svenska kronor för respektive period**



Vid en beräkning av risken för en portfölj är det dock inte enbart varje enskild tillgångsrisk som spelar roll, utan även korrelationen mellan tillgångarnas avkastning. En låg eller negativ korrelation mellan två tillgångar visar att man kan reducera risken genom att investera i båda tillgångarna.

**De få studier som analyserar guld som en del i en portfölj hävdar att guld kan förbättra en portföljs avkastning genom att dess pris är negativt eller lågt korrelerat med priset på övriga tillgångar.**

Det finns inte många studier som analyserar guld som en del i en portfölj. De få studier som finns hävdar att guld kan förbättra en portföljs avkastning genom att dess pris är negativt eller lågt korrelerat med priset på övriga tillgångar.<sup>8</sup> Studierna avser endast portföljer som uteslutande är placerade i amerikanska tillgångar som korta amerikanska statspapper, amerikanska aktier och liknande.

Vid beräkning av korrelationen mellan guldreserven och den amerikanska ränteportföljen i lokal valuta (USD) för de tre perioderna blir korrelationen negativ, mellan 0,00 och -0,20. När korrelationsberäkningar görs mellan guldreserven och den amerikanska ränteportföljen uttryckt i svenska kronor blir resultatet något annorlunda. Korrelationen mellan dessa två tillgångar blir mycket hög. Detta beror på att vid en appreciering eller depreciering av den svenska kronan mot dollarn påverkas ränteportföljen i dollar och guldreserven lika mycket. I dia-

<sup>8</sup> World Gold Council (1999) och World Gold Council (2000).



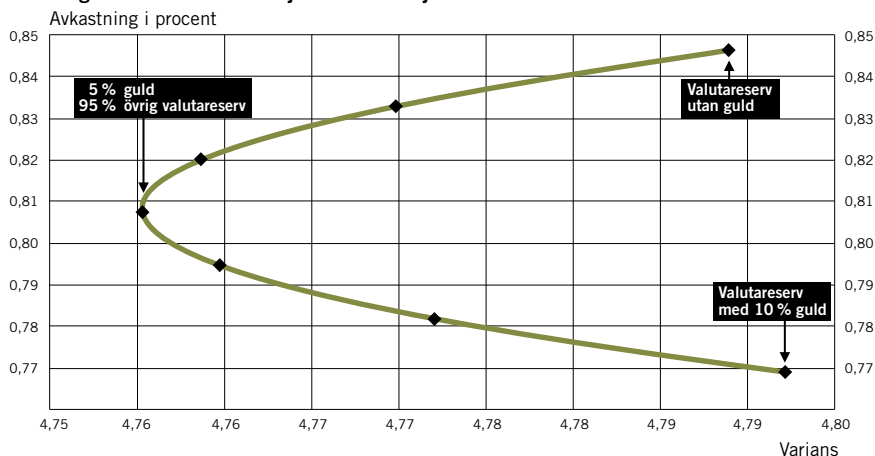
gram 5 redovisas även korrelationskoefficienterna<sup>9</sup> mellan guldreserven och de tre övriga ränteportföljerna i valutareserven.

Att korrelationen blir negativ mot vissa valutor under perioden januari 1985 fram till och med augusti 1992 beror troligtvis på att den svenska kronan var knuten först till en valutakorg och sedan till en ecu-korg innan kronan i november 1992 tilläts fluktueras.

Baserat på dessa data har effektiva fronter<sup>10</sup> mellan en reserv med ett guldinnehav på 10 procent och en reserv utan guldinnehav beräknats för de tre perioderna (se diagram 6, 7 och 8). I beräkningen antas att vikterna för de valutor som ingår i valutareserven är densamma som i dagens valutastandardfördelning<sup>11</sup>, eftersom de bestäms utifrån andra kriterier än risk och avkastning.

Eftersom beräkningen enbart utförts på två tillgångar, guldreserven och valutareserven, hamnar samtliga kombinationer av de två tillgångarna på fronten. Kombinationen med lägst risk indikerar att andelen guld bör vara enbart hälften så stor som i dag, det vill säga 5 procent. I den effektiva fronten för perioden januari 1985 till och med augusti 1992 ser man att trots att guldet gav en negativ

**Diagram 6. Effektiv front januari 1985–juli 2001**



<sup>9</sup> Om två tillgångars korrelationskoefficient är 1 betyder det att de är perfekt korrelerade, om den är 0 betyder det att de är helt okorrelerade och om den är -1 betyder det att de är perfekt negativt korrelerade.

<sup>10</sup> En effektiv front får man fram genom att optimera fördelningen mellan två tillgångar i en portfölj, givet en specifik avkastningsnivå. En portfölj är alltså en frontportfölj om den har lägst varians av alla portföljer med samma förväntade avkastning.

<sup>11</sup> Valutastandardfördelningen för valutareserven är 35 procent USD, 35 procent EUR, 15 procent GBP och 15 procent JPY.

Diagram 7. Effektiv front januari 1985–augusti 1992

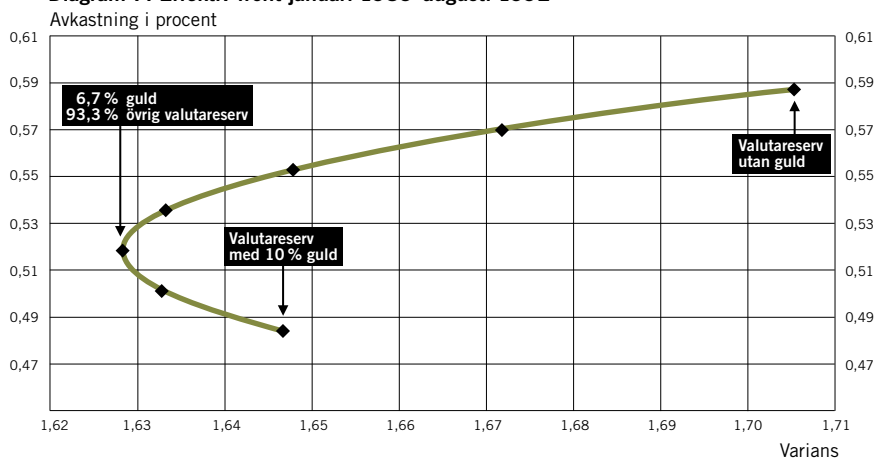
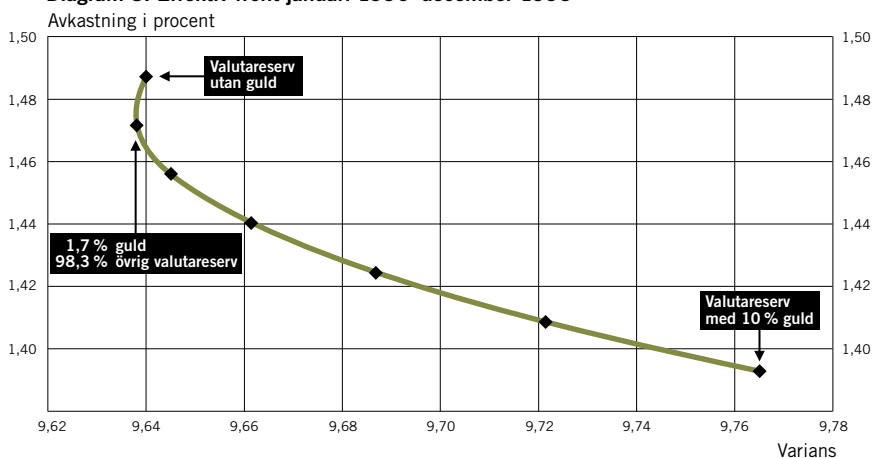


Diagram 8. Effektiv front januari 1990–december 1993



avkastning skulle guldets negativa eller låga korrelation mot de valutor som ingår i valutaservens riskmässigt ge ett positivt bidrag till portföljen och andelen guld i kombinationen med lägst risk föreslås vara 6,7 procent. Under den andra delperioden, från januari 1990 till och med december 1993 blir resultatet det motsatta.

Tolkningen av analysens resultat blir således att guld har en viss riskdiversifierande roll i den totala reserven, men en guldreserv på 10 procent kan anses vara för stor ur ett portföljteoretiskt perspektiv. Man bör dock vara försiktig i sin tolk-

ning av detta resultat då analysen baseras på ex post-beräkningar över en period som ej kan anses vara representativ för framtiden. Det är osannolikt att mönstret från perioden med fast växelkursregim kommer att upprepas.

---

**Guld har en viss riskdiversifierande roll i den totala reserven, men en andel på 10 procent kan anses vara för stor ur ett portföljteoretiskt perspektiv.**

---

#### FINNS GULDETS TRADITIONELLA ROLL I DET MONETÄRA SYSTEMET KVAR?

Rollen som ankare i en fast växelkursregim har guld inte haft sedan Bretton Wood-systemet upphörde 1973. Sedan dess har guld mer fungerat som en värdebevarande tillgång under orostider både bland centralbanker och investerare. Under den senaste tiden har dock investerare tenderat att ersätta guld som så kallad safe haven med valutor som amerikanska dollar och schweizerfranc. I den tidigare nämnda överenskommelsen mellan de 15 europeiska centralbankerna anser deltagarna dock att guld fortfarande är ett viktigt inslag i de globala reserverna. Skälet till detta är att guld anses vara en säkrare tillgång i globala kristider än övriga tillgångar, en reservtillgång. Centralbankerna behåller därmed guldreserverna av beredskapsskäl. Sannolikheten för att guld åter kommer att spela en roll i en fast växelkursregim, såsom under guldmyntfoten och Bretton Wood, anses dock vara mycket liten.

---

**Guld anses vara en säkrare tillgång i globala kristider än övriga tillgångar. Centralbankerna behåller därmed guldreserverna av beredskapsskäl.**

---

## Utlåningsmarknaden för guld

Centralbanker, som väljer att ha kvar guld i sina reserver, har en möjlighet att få avkastning på guld vid sidan av värdeförändringen. Detta sker antingen genom att centralbankerna lånar ut guld genom att göra en så kallad gulddeposit. Eller så kan centralbanken få en avkastning på sitt guld genom att via en så kallad guld/valutaswap sälja guld på spotmarknaden, placera erhållen betalning i en riskfri räntebärande tillgång och köpa tillbaka samma mängd guld på terminsmarknaden. Motparten i bägge fallen är en så kallad bullion bank. Som regel är löptiderna korta, tre till tolv månader, på grund av begränsningar i de riskmandat centralbankerna har. Att det har uppstått en efterfrågan på att låna guld beror på de derivatmarknader för guld som vuxit fram under det senaste årtiondet. Innan dess fanns det i stort sett bara en spotmarknad för handel med guld.

**Derivatmarknaden för guld har erbjudit nya möjligheter för guldproducenterna att försäkra sig mot framtida prisrisker.**

De derivatinstrument som finns för guld används både i spekulativa och i prisförsäkrande syften. Framför allt har derivatmarknaden för guld erbjudit nya möjligheter för guldproducenterna att försäkra sig mot framtida prisrisker, då det tar lång tid att utvinna guld ur gruvorna. Hur det går till när centralbanken får avkastning på sitt guld beskrivs närmare i kommande avsnitt.

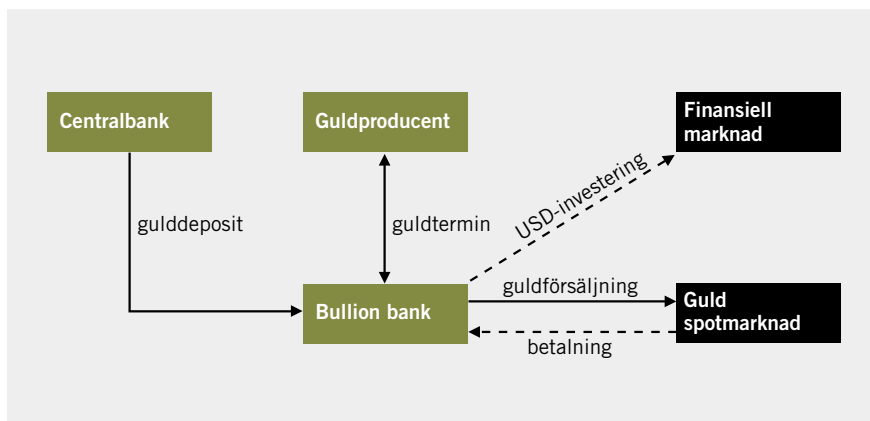
### GULDDEPOSIT

**Gulddeposit är det vanligaste sättet för centralbanker att låna ut guld.**

Utgångspunkten är att en guldproducent vill försäkra sin framtida guldproduktion.

Vid tidpunkt  $t$  försäkrar guldproducenten sig mot prisrisk genom att på termin sälja framtida guldproduktion till en bullion bank. Bullion banken vill täcka sin öppna position och lånar därmed på deposit motsvarande mängd guld av en centralbank mot en guldränta. Vi antar för enkelhets skull att löptiden för termen och gulddepositen är lika lång. Guldets säljs sedan av bullion banken på spotmarknaden och erhållen betalning för guldets investeras till dollarränta.

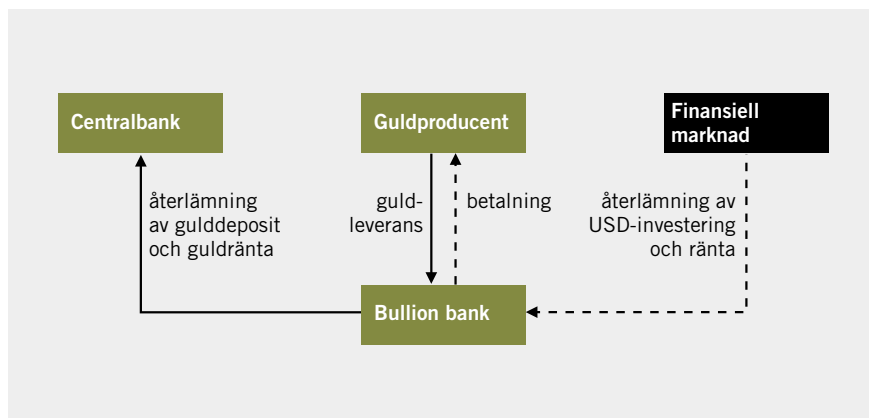
**Figur 1. Affärstransaktioner och flöden vid tidpunkt  $t$**



Vid tidpunkt  $T$  får bullion banken tillbaka dollarinvesteringen samt erhållen dollarränta. Guldproducenten levererar guld till bullion banken mot betalning till terminspriset. Bullion banken återlämnar guldets till centralbanken samt betalar guldräntan.

Centralbankens avkastning vid en gulddeposit blir således den guldränta man erhåller från bullion banken. Om bullion banken går i konkurs kan centralbanken förlora det utlånade guld. Guldräntan måste därför kompensera för denna risk.

**Figur 2. Affärstransaktioner och flöden vid tidpunkt  $T$**



## GULD/VALUTASWAP

En guld/valutaswap är mindre riskfylld för centralbanken eftersom banken i teorin säljer guld för att köpa tillbaka det till ett bestämt pris vid löptidens slut. Centralbanken erhåller dollar för sitt guld som placeras till riskfri ränta. Placeringen kan betraktas som en säkerhet om motparten skulle fallera. Mellan guldproducenten och bullion banken sker samma transaktioner som i fallet med en gulddeposit varför här enbart visas de transaktioner och flöden som sker mellan centralbanken och bullion banken.

---

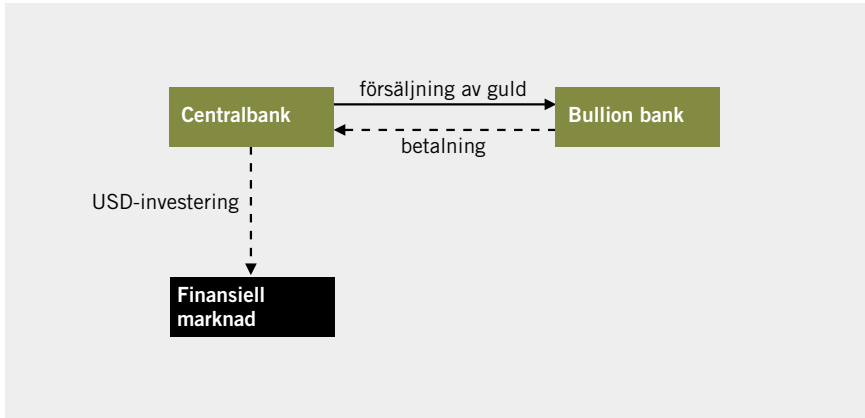
**En guld/valutaswap är mindre riskfylld för centralbanken eftersom banken i teorin säljer guld för att köpa tillbaka det till ett bestämt pris vid löptidens slut.**

---

Vid tidpunkt  $t$  gör centralbanken en guld/valutaswap med en bullion bank, det vill säga centralbanken säljer guld mot ett avtal att köpa tillbaka guld till ett bestämt pris, ett så kallat terminspris, vid swappens förfall. De dollar centralbanken erhåller för guld investeras till riskfri marknadsränta för dollar.

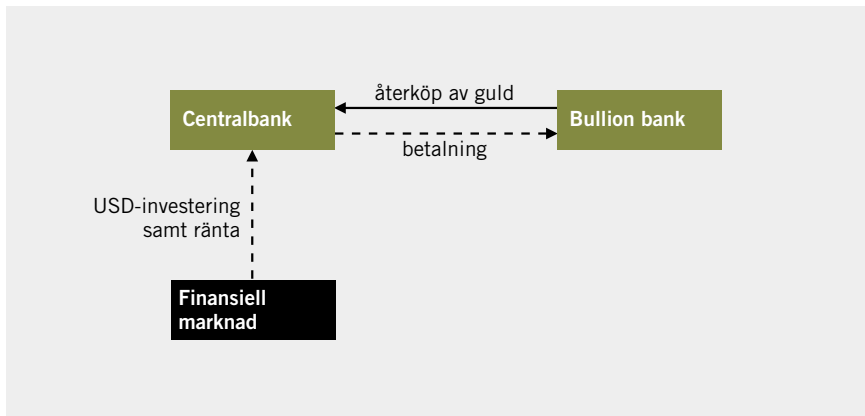
Vid tidpunkt  $T$  får centralbanken tillbaka de dollar som investerades och räntan för investeringen. Guld köps tillbaka från bullion banken till det terminspris som fastställdes vid tidpunkt  $t$ . Så länge det belopp centralbanken får för sin dollarinvestering är större än det banken enligt terminskontraktet betalar för att köpa tillbaka guld gör centralbanken en vinst. Guld/valutaswappen är dock för-

Figur 3. Affärstransaktioner och flöden vid tidpunkt  $t$



enad med en viss risk. Om bullion banken inte kan leverera det guld man avtalat om enligt terminskontraktet så måste guldet köpas tillbaka till marknadspris. Om marknadspriset är högre än terminspriset kan centralbanken göra en förlust. Risken i en swapaffär är dock lägre än utlåning av guld utan säkerhet. Den avkastning centralbanken får är därför normalt lägre i en guld/valutaswap än i en guld-deposit.

Figur 4. Affärstransaktioner och flöden vid tidpunkt  $T$



# Historisk utveckling på guldräntan

## RISKER MED GULDUTLÅNING

En centralbanks innehav av guld är helt riskfritt sett från ett kreditperspektiv. Guld som tillgång genererar dock ingen avkastning, förutom vid en förändring av marknadsvärdet.

Genom att låna ut guld eller genom att göra en guld/valutaswap tar centralbanker på det sätt som beskrivits i tidigare avsnitt en risk som avkastningen måste kompensera för. Riskerna är:

---

**Genom att låna ut guld tar centralbanker risker: kreditrisk och likviditetsrisk.**

---

- **Kreditrisk vid gulddeposit.** Genom att låna ut guld utan säkerhet tar centralbanken en motpartsrisk eftersom det då kan finnas risk för att banken inte får tillbaka guldet om motparten skulle fallera.
- **Kreditrisk vid så kallad guld/valutaswap.** Om motparten inte kan fullfölja sitt åtagande i terminskontraktet kan centralbanken behöva köpa tillbaka guldet till ett högre pris än terminspriset, för att bibehålla guldreserven.
- **Likviditetsrisk.** Under den löptid som guldet är utlånat eller sålts finns det liten möjlighet att omvandla guldet till likvida medel.

Om centralbanken kan acceptera ett ökande risktagande finns incitament att låna ut guld<sup>12</sup> så länge avkastningen är högre än risken.

Många centralbanker är villiga att låna ut sitt guld för att förutom värdeförändringen erhålla avkastning på sitt guld. Utbudet på guld till utlåning har ökat under de senaste åren. Per den sista december 2000 var estimerad mängd guld till utlåning av centralbanker 4 830 ton.<sup>13</sup> Samtidigt har guldproducenter minskat sina terminsböcker något vilket gör att efterfrågan på guld till utlåning har minskat. Detta gör att avkastningen för att låna ut guld är relativt låg för centralbanker (se diagram 9).

---

**Avkastningen för att låna ut guld är relativt låg för centralbanker.**

---

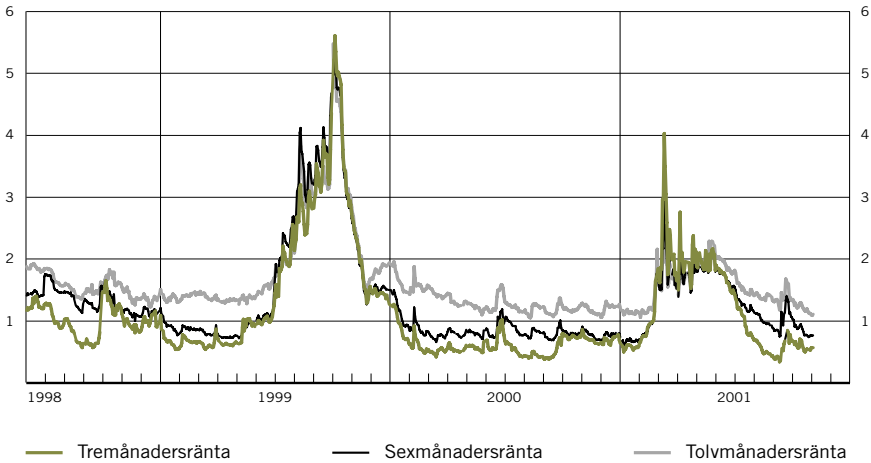
I det ovanstående exemplet vad gäller gulddeposit antogs att löptiden för gulddeposit och guldterminen var lika långa. Guldutlåning av centralbanker sker som nämndes tidigare oftast på korta löptider på grund av kreditrisken. Guldproducenter å andra sidan vill ha lång löptid på sina terminer eftersom det kan ta

<sup>12</sup> Genom att ta kreditrisk vid utlåning av guld belastar centralbanken den givna kreditlimit som eventuellt skulle kunna utnyttjas till en mer effektiv förvaltning i tillgångar med högre avkastning.

<sup>13</sup> Enligt Gold Fields Mineral Services Ltd.

**Diagram 9. Guldränta 1 juni 1998–30 oktober 2001  
för tre-, sex- och tolv månaders gulddesposit**

Procent

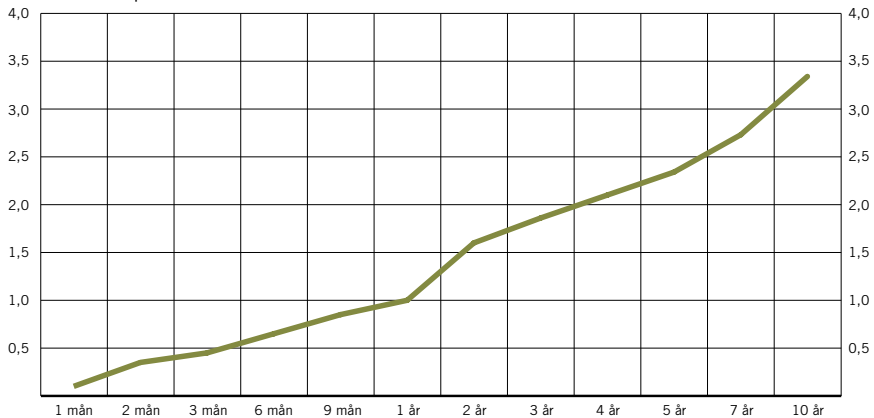


Källa: EcoWin.

flera år att utvinna guld ur guldgruvor. Därmed uppstår en mismatch mellan löptidspreferenserna för utbud och efterfrågan av gulddutlåning. Denna mismatch avspeglas i guldets avkastningskurva som har en brant positiv lutning (se diagram 10).

**Diagram 10. Avkastningskurva för guld per den 2 november 2001**

Procent respektive månad/år



Källa: Société General.



## Sammanfattning

Anledningen till att det fortfarande finns guld i centralbankers reserver beror inte på att guld anses vara en effektiv tillgång kontra valutorna i valutareserven. Avkastningen för guld har under de senaste årtionden varit låg samtidigt som risken varit hög. När korrelationen mellan guld och ränteportföljerna i valutareserven mäts i svenska kronor är korrelationen så pass hög att guld inte kan anses vara en riskdiversifierande tillgång i en portfölj. Därmed finns det ur ett portföljteoretiskt perspektiv inte någon större anledning till att guldreserven ska vara så pass stor som 10 procent av den totala reserven. Skälet till att guld finns kvar i reserverna globalt är snarare att guld fortfarande anses spela en speciell roll i det monetära systemet.

Guld som tillgång genererar ingen avkastning vid sidan av en värdetförändring. En viss avkastning på guldreserven kan dock centralbanker erhålla genom att låna ut sitt guld. Att det överhuvudtaget finns en efterfrågan på att låna guld beror på att en derivatmarknad för guld har vuxit fram vilket ger guldproducenter möjlighet att prisförsäkra framtida guldproduktion. Vid en utlåning av guld tar dock centralbankerna både en kredit- och en likviditetsrisk.

---

**Ur ett portföljteoretiskt perspektiv finns det inte någon större anledning till att guldreserven ska vara så pass stor som 10 procent av den totala reserven.**

---



## Referenser

- Kenwood, A.G. & Lougheed, A.L., (1996), *Den internationella ekonomins tillväxt 1820–1990*, Studentlitteratur, Lund.
- International Monetary Fund, (2001), *International Financial Statistics*, September 2001.
- World Gold Council, (1999), ”*How Gold Can Enhance a Portfolio’s Return*”, Gold Portfolio Letter no. 8, mars 1999.
- World Gold Council, (2000), ”*Comparing Gold to Treasury Bills*”, Gold Portfolio Letter no. 10, juli 2000.
- Gold Fields Mineral Services Ltd., (2001), *Gold Survey 2001*.