

BESLUTSBILAGA

DATUM: 2025-02-19
AVDELNING: Avdelningen för marknader
HANDLÄGGARE: Carl Mitchell och Per Selldén
DIARIENUMMER: 2024-01238-1

Valutasäkring och strategisk allokering för guld- och valutareserven år 2025

1 Bakgrund

1.1 Inledning

Riksbankens uppskattade beredskapsbehov av utländsk valuta är utgångspunkten för hur guld- och valutareserven ska utformas och förvaltas. Det utgör grunden för bedömningen av reservens storlek samt för valet av valutor och tillgångar. De valutor som ingår i beredskapsbehovet kallas beredskapsvalutor.

Direktionen beslutar om den strategiska allokeringen för guld- och valutareserven, det vill säga hur guld- och valutareserven ska vara sammansatt. Förslaget utgår från en analys i tre steg som beskrivs i avsnitt 3.2 nedan.

2 Sammanfattning av valutasäkring och strategisk allokering för år 2025

Valutasäkring

Nuvarande valutasäkring behålls. Det innebär att *8 miljarder USD och 2 miljarder EUR valutasäkras*. Det motsvarar ungefär en fjärdedel av valutareservens storlek.

Strategisk allokering

Den strategiska allokeringens valuta-och tillgångsfördelning samt duration per valuta anges i Tabell 1 nedan. Den strategiska allokeringen har en förväntad

bruttoavkastning på 3,36 procent (19,3 mdkr) och förväntad nettoavkastning på 1,75 procent (10,1 mdkr) på tolv månaders sikt.¹

I Tabell B3 anges även den strategiska allokeringen samt två alternativ till den strategiska allokeringen. Det ena alternativet har en högre och det andra har en lägre risk och avkastning än den strategiska allokeringen.

Tabell 1. Valuta- och tillgångsfördelning samt duration för strategisk allokering (SA)

Valutor	USD		EUR					GBP		NOK	DKK	AUD			CAD			Totalt
Andel av SA	70,0%		17,5%					5,0%		2,5%		5,0%						100%
Modifierad duration	4,0		4,0					4,0		4,0		4,0						4,0
Tillgångsslag	Stat	SSA	Stat TYS	Stat FRA	Stat SPA	Stat ITA	SSA	Stat	SSA	Stat	Stat	Stat	Delstat	SSA	Stat	Provins	SSA	Totalt
Andel av SA	68,0%	2,0%	10,0%	5,0%	2,0%	0,5%		4,0%	1,0%	2,5%		2,0%	3,0%					100%

Not 1: Med SSA menas "Sovereign, Supranational, and Agency", det vill säga obligationer utgivna av statliga, överstatliga eller regionala myndigheter och US-agencies. Med BIS menas "Bank for International Settlements".

Not 2: Samtliga andelstal är uttryckta i förhållande till valutareservens storlek, det vill säga exklusive guldreserven

Not 3: Med statsobligationer jämföras behållning på bankkonto och fordringar på BIS.

3 Överväganden

3.1 Beredskapsbehov

Under hösten 2024 uppskattade Riksbanken beredskapsbehovet i utländsk valuta till 40 miljarder dollar fördelat över 70 procent USD och 30 procent EUR. Det är en förändring jämfört med 2023 när beredskapsbehovet var 48 miljarder USD och bestod av 75 procent USD, 20 procent EUR, 3 procent GBP, 1 procent NOK samt 1 procent DKK.

Guldvolymen kvarstår som tidigare på 125,7 ton.

3.2 Process för beredning av strategisk allokering

Direktionen beslutar om strategisk allokering efter en analys i tre steg.

Utgångspunkten är Riksbankens senaste bedömning av beredskapsbehovet.

- I **steg ett** analyseras och fastställs de huvud- respektive alternativscenarier för tillgångspriser som ska användas i analysen. Baserat på huvudscenarierna ges en översiktsbild avseende den förväntade utvecklingen för Riksbankens balansräkning, intjäningsbehov samt uppbyggnad av eget kapital.

¹ Detta ska inte förväxlas med brutto och netto totalavkastning enligt definitionen i *Investeringspolicy för guld- och valutareserven*.

- I **steg två** analyseras och fastställs en initial valuta- och tillgångsfördelning för guld- och valutareserven. Fördelningen beaktar bara statsobligationer i beredskapsvalutor (USA och Tyskland) för att finna den sammansättning som förväntas ge bäst förutsättningar att nå önskad långsiktig (5-10 år) intjäning, risk och utveckling av eget kapital, givet de olika scenarierna från steg ett.
- I **steg tre** görs en mer detaljerad analys av tillgångsfördelningen för guld- och valutareserven med fokus på avkastning givet den intjäning och risk som bedömts lämplig i steg 2. Analysen i steg 3 innehåller fler valutor och fler tillgångsklasser (ökad kredit- och likviditetsrisk), för att uppnå en bättre risk och avkastningsprofil för valutareserven jämfört med steg 2. I steg 3 läggs större vikt vid marknadsbaserade scenarier. Tidshorizonten är kortare än i steg 2, upp till ett år. Steg 3 ger den strategiska allokeringen samt två alternativ till strategisk allokering, ett alternativ med lägre och ett alternativ med högre risk och avkastning.

3.3 Valutasäkring, valutafördelning samt ränterisk ur ett balansräkningsperspektiv (steg 1-2)

Utifrån slutsatserna i analysen i steg 1 och 2 ges nedanstående utgångspunkter för den strategiska allokeringen i steg 3:

- 8 miljarder USD och 2 miljarder EUR valutasäkras.
- Tillgångarnas valutafördelning ska vara 70 procent USD och 30 procent EUR.
- Ränterisken ska vara 4,0 (modifierad duration).
- Det interna avkastningsmålet ska vara 1,6 procent i snitt över fem år för valutareserven².

Analysen i steg 2 utgår från Konjunkturinstitutets prognoser över räntor och valutor från december 2024 (huvudscenariot) samt Riksbankens långsiktiga antaganden om neutrala räntenivåer.³

² Beräknat på valutareservens bruttotillgångar inklusive valutasäkring.

³ Utöver antaganden om hur räntor och växelkurser utvecklar sig över tid bygger analysen även på antaganden om Riksbankens balans och resultaträkning. Bland annat antas det att inlåningskravet implementeras fullt ut från och med oktober 2025, att det svenska värdepappersinnehavet förfaller enligt vad Riksbanken har kommunicerat exklusive en beredskapsportfölj på 20 miljarder kronor, att förvaltningskostnaderna utvecklas enligt Riksbankens prognos och därefter växer med två procent om året samt att avskrivningar av sedlar och mynt sker enligt prognos.

3.3.1 Valutasäkring

8 miljarder USD och 2 miljarder EUR ska valutasäkras.

I huvudscenariot stärks kronan, mest mot USD men även mot EUR. Sammanvägt rör det sig om drygt 10 procent från dagens nivå. Det ligger i linje med Riksbankens prognoser även om Riksbanken prognostiserar en snabbare kronförstärkning än Konjunkturinstitutet. Dagens valutasäkring innebär ett visst skydd mot en starkare krona. Att öka valutasäkringen mer skulle visserligen minska den finansiella risken ytterligare, men på bekostnad av beredskap. Dessutom skulle en högre valutasäkring påverka resultatet negativt om kronans växelkurs förblir oförändrad eller försvagas. Valutasäkring är också en åtgärd som inbegriper växling av svenska kronor vilket kan ha effekter på penningpolitiken och den aspekten behöver beaktas vid beslut om valutasäkrings. Mot bakgrund av beredskapsbehovet och de samlade riskerna på Riksbankens balansräkning är den sammantagna bedömningen att nuvarande valutasäkring erbjuder en väl avvägd finansiell riskreducering och att det inte föreligger tillräckliga skäl för att motivera en ändring av nuvarande nivå.⁴ För de innehav av och transaktioner med valuta som syftar till att valutasäkra delar av valutareserven behöver det gälla särskilda motparts- och avvecklingslimiter. Limiterna för enskilda motparter ska även gälla vid närstående relationer. De limiter som gäller enligt den tidigare beslutade Regel för guld- och valutareserven (dnr 2024-00692) bedöms fortsatt lämpliga. Limiterna ska därför motsvara limiterna i denna regel. Denna regel kommer att upphävas enligt ett separat beslut som fattas i samband med beslutet om strategisk allokering.

3.3.2 Tillgångarnas valutafördelning och ränterisk

Beredskapsbehovets fördelning på 70 procent USD och 30 procent EUR bedöms vara den sammansättning av beredskapsvalutorna som uppnår den bästa avvägningen mellan beredskap, risk och avkastning på lång sikt.

Amerikanska räntor är högre än europeiska räntor i Konjunkturinstitutets och Riksbankens prognoser samt i de prognoser som baseras på marknadsprissättningen. Allt annat lika innebär det å ena sidan att en högre andel USD i valutareserven ökar den förväntade intjäningen. Å andra sidan stärks kronan mer mot USD än mot EUR i prognoserna från Konjunkturinstitutet och Riksbanken. Att hålla USD påverkar även marknadsrisken mer eftersom kronans växelkurs varierar mer mot USD än mot EUR. Sammantaget bedöms beredskapsbehovets valutafördelning ge en lämplig risk och avkastningsprofil och valutafördelning mellan USD och EUR bör därför vara samma som i beredskapsbehovet.

⁴ Jfr beslut 18 september 2023 (dnr 2023-00863) ang. att valutasäkra en del av valutareserven.

Den modifierade durationen för valutareserven på lång sikt bör vara 4,0.

Analysen visar att längre duration förväntas ge högre avkastning på lång sikt eftersom styrräntorna antas gå ner från dagens nivå till en långsiktig nivå på 2,25 procent samt att löptidspremier är positiva under prognosperioden. Val av duration är en avvägning mellan likviditet, risk och avkastning, samt osäkerhet i prognoserna.

En duration mellan 0,0-1,0 innebär låg ränterisk, framför allt på kort sikt, men också låg förväntad avkastning och därmed en risk för eget kapital på sikt. Dessutom är likviditeten, och därmed beredskapen, ofta sämre för obligationer med duration under 2,0. En högre duration än 2,0 stärker därför beredskap och intjäning.

Ju högre duration desto högre blir risken, framför allt på kort sikt. En duration på 5,0 eller 6,0 innebär en ökad ränterisk i valutareserven jämfört med i dag, samtidigt som ränterisken i det svenska värdepappersinnehavet fortfarande är betydande.

Jämförbara centralbanker har ofta en modifierad duration som är lägre än 4⁵, men inkluderar andra riskfyllda tillgångar såsom företagsobligationer eller aktier. Givet Riksbankens uppdrag som ska säkerställa såväl beredskap, som risk och intjäning, bedöms sammantaget att 4 är en väl avvägd nivå för modifierad duration.

3.3.3 Internt avkastningsmål

I den interna styrningen och uppföljningen av förvaltningen av guld- och valutareserven används bland annat mål för avkastningen. Utgångspunkten för avkastningsmålet är den beredskapsportfölj⁶ som tas fram i steg 2. Den bedöms kunna avkasta i genomsnitt 1,6 procent per år i huvudscenariot under 2025-2029. Av detta kommer 3,2 procent från ränteavkastning och -1,6 procent från valutaavkastning.

Beredskapsportföljen har en allokering med låg risk och hög beredskap. Beredskapsportföljens avkastning utgör därmed ett lämpligt internt mål för valutareservens avkastning och sätts därför till 1,6 procent per år i genomsnitt för de kommande fem åren. Det motsvarar 7,5 miljarder kronor per år. Riksbankens totala resultat, inklusive förvaltningskostnader, skulle då uppgå till en halv miljard kronor om året och det egna kapitalet växer till cirka 64 miljarder kronor i slutet av 2029. Utvecklingen bedöms på lång sikt vara förenlig med en intjäning som

⁵ BIS Peer review 2024: av 110 centralbanker har över 70% en duration under 3. 45% av mer jämförbara centralbanker (15 central banker) har en duration mellan 3-5, och endast cirka 5% större än 5. Över 50% av jämförbara centralbanker har aktier och företagsobligationer i deras GoVR.

⁶ Inklusive valutasäkringen.

bygger eget kapital i takt med uppräknningen av målnivån för eget kapital och som stärker Riksbankens finansiella oberoende.

Målet ska följas upp och rapporteras till direktionen tertialvis tillsammans med den övriga rapporteringen från tillgångsförvaltningen.

3.4 Detaljerad allokering på 1 års horisont (steg 3)

Utgångspunkten för analysen i steg 3 är den beredskapsportfölj som tagits fram i steg 2. Resultatet i steg 3 är en strategisk allokering som ger en bättre risk och avkastningsprofil än beredskapsportföljen från de föregående stegen. Det innebär antingen lägre risk till samma förväntade avkastning, eller högre förväntad avkastning till samma risk eller en kombination av de båda. Analysen i steg 2 utgår från Konjunkturinstitutets och Riksbankens prognoser. Analysen i steg 3 utgår i huvudsak från de marknadsbaserade scenarier som beskrivs i avsnitt 3.3 nedan.

3.4.1 Scenarier i steg 3

- Marknadens forwardprissättning för korträntan på de räntemarknader som Riksbanken analyserar⁷, kompletterat med marknadsimplicita löptidspremier⁸.
- Ett känslighetsscenario där korträntorna är högre än i forwardscenariot.⁵⁹
- Ett känslighetsscenario där korträntorna är lägre än i forwardscenariot.⁵⁶
- "Constant curve" innebär att räntekurvorna har samma utseende vid prognoshorisontens slut som de har vid dess början.

Scenarier skapas för alla valutor och tillgångar som ingår i analysen. Dessa scenarier kan alltså avvika på kort sikt (ett år) från de scenarier som används i de tidigare stegen i investeringsprocessen (steg 1 och steg 2).

3.4.2 Andra länder jämfört med beredskapsportföljen

Jämfört med amerikanska och tyska statsobligationer erbjuder räntebärande tillgångar i Norge, Australien och Storbritannien möjligheter att samtidigt öka den förväntade avkastningen och sänka den förväntade risken. Analysen visar att de erbjuder betydligt högre förväntad avkastning än Tyskland och avsevärt lägre

⁷ USA, Tyskland, Frankrike, Spanien, Italien, Storbritannien, Danmark, Norge, Australien och Kanada

⁸ Skillnaden mellan statsobligationskurvor och OIS-kurvor antas vara löptidspremier. Löptidspremierna hålls sedan konstanta i simuleringarna, där korträntan följer OIS-kurvorna. Nelson-Siegelmetoden används för att skatta kurvorna.

⁹ Högre eller lägre ränteutveckling gentemot forwardscenariot i linje med 80 procentiga marknadsspecifika konfidensintervall över 2 år. Efter 2 år konvergerar korträntan gradvis mot forwardsscenariots långsiktiga nivå.

marknadsrisk än USA. Men sämre likviditet och låg utestående volym för norska statsobligationer begränsar innehavet till maximalt 2,5 procent.

Inom EUR kan den förväntade avkastningen ökas genom att öka kreditrisken och diversifiera till franska, spanska och italienska obligationer. Då tyska statsobligationer är bland de mest likvida i världen påverkar dock diversifiering till andra länder beredskapen negativt. Frankrike är den näst mest likvida marknaden i Europa. Landet har likt Storbritannien lidit av ökande problem med de offentliga finanserna och franska statsobligationer har spreadat isär mot Tyskland och andra europeiska länder. Italienska statsobligationer har historiskt spreadat isär mycket mot Tyskland i kristider, men Italien är en stor obligationsmarknad med relativt god likviditet. Likviditeten i Spanien är sämre än Frankrike och Italien. Ur ett historiskt perspektiv är både spanska och italienska statsobligationer på snäva nivåer mot Tyskland medan franska statsobligationer är motsatsen (se Tabell B1).

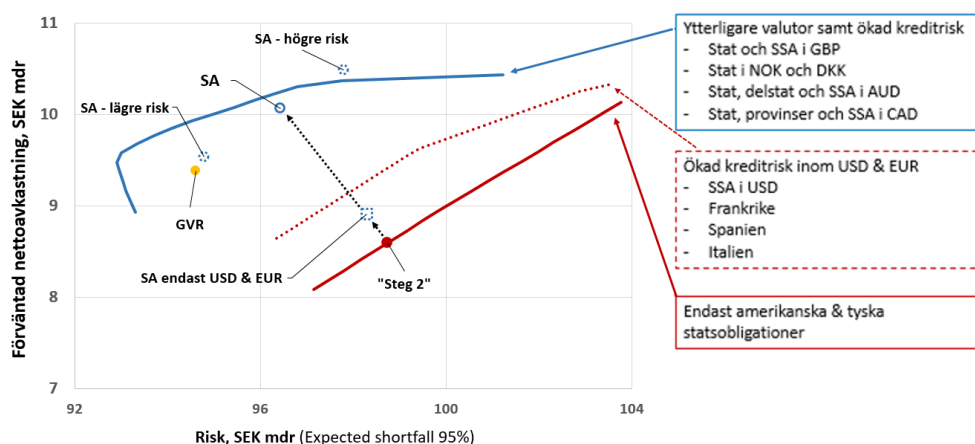
3.4.3 Portföljoptimering

Genom att introducera fler länder och tillgångar jämfört med steg 2 kan den förväntade risk- och avkastningsprofilen för portföljen förbättras. Det görs framför allt genom att öka kreditrisken i tillgångarna och att utnyttja att olika tillgångar samvarierar på olika sätt. För en given förväntad risknivå går det att hitta en kombination av tillgångar med den bästa förväntade avkastningen. Den kombinationen av tillgångar är så tillvida en optimal portfölj givet förväntad risk.

3.4.4 Effektiva fronter

Genom att optimera portföljer utifrån givna begränsningar för olika förväntade risknivåer går det att skapa en så kallad effektiv front. Den effektiva fronten utgörs därmed av de portföljer som ger den högsta förväntade avkastningen givet den förväntade risken och givna begränsningar. I Diagram 1 illustreras de effektiva fronterna för tre olika begränsningar när det gäller val av valutor och tillgångar.

Diagram 1. Effektiva fronter samt utvalda punktportföljer



Not 1: Diagrammet visar genomsnittlig förväntad avkastning och risk för de fyra scenarierna på 12 månaders horisont. Guld ingår i alla portföljer men förväntad avkastning är noll och påverkar endast total marknadsrisk.

Not 2: Blå linje (effektiv front) är optimerad med begränsning om minst 10 procent tyska statsobligationer. Alternativet "Högre risk" har endast 7 procent tyska statsobligationer och kan därmed överstiga fronten.

Den heldragna röda linjen visar den effektiva fronten för olika kombinationer av amerikanska och tyska statsobligationer med en duration på 4,0. Punkten på den heldragna röda linjen visar den portfölj som bedömdes mest lämplig baserat på analysen i steg 2, *beredskapsportföljen*. Det vill säga 70 procent amerikanska och 30 procent tyska statsobligationer med duration 4,0.

I genomsnitt för de fyra scenarierna beräknas *beredskapsportföljen* ha en förväntad bruttoavkastning om 3,1 procent (17,8 mdkr) på 12 månader, och en risk¹⁰ på 17,2 procent (98,7 mdkr). Tar man hänsyn till finansieringskostnaden på 9,2 mdkr¹¹ ger det en nettoavkastning om 8,6 mdkr. Nettoavkastning inkluderar inte valutakurseffekter.

Enligt huvudscenariot som bygger på Konjunkturinstitutets decemberprognos stärks kronan under 2025, vilket om prognosen infrias skulle påverka guld- och valutareserven negativt med 1,4 procent (-8,1 mdkr).¹² Eftersom valutareserven är valutasäkrad till viss del motverkar detta den negativa effekten från kronförstärkningen med 0,3 procentenheter (1,6 mdkr). Detta ger en nettoavkastning efter valutakurseffekter (inklusive valutasäkring) för *beredskapsportföljen* om 2,1 mdkr.

Den streckade röda linjen visar den effektiva fronten när vissa begränsningar tas bort. Utöver amerikanska och tyska statsobligationer inkluderas även franska, italienska och spanska statsobligationer inklusive SSA (Sovereign, Supranational and Agency). Punkten mellan de två röda linjerna har 70 procent i USD och 30 procent i EUR men med samma allokering till Italien, Frankrike, Spanien samt SSA:er i USD som i den strategiska allokeringen.

Den heldragna blå linjen visar den effektiva fronten efter när ytterligare begränsningar tas bort. Jämfört med fallet med den streckade röda linjen inkluderas nu även tillgångar i DKK, NOK, GBP, AUD och CAD.

¹⁰ Expected shortfall med 95 procents konfidensnivå mäter genomsnittet för de förluster som beräknas för de sista 5 procenten av förlustfördelningen på 1 år. Detta riskmått är mer naturligt att använda i avvägningen/optimeringen av portföljerna när investeringshorisonten är begränsad.

¹¹ Baserat på Konjunkturinstitutets decemberprognos samt antaganden om att valutareserven är finansierad av penningpolitisk skuld till 74 procent och att guldreserven är helt finansierad med räntefritt kapital. Även uppskattad kostnad för valutasäkring ingår.

¹² Antagande om att FX-effekt för guld- och valutareserven i huvudförslaget är samma som i *beredskapsportföljen* enligt KI:s decemberprognos för 2025, dvs. 70/30 fördelning mellan USD och EUR. Noteras: I beräkningarna påverkas även guldets av valutakursförändringen, exklusive guld blir effekten -6,5 mdr.

3.4.5 Sammantagen bedömning och förslag till strategisk allokering

Resultatet i steg 3 är en strategisk allokering med en bättre förväntad risk och avkastningsprofil än beredskapsportföljen under en tidshorisont om ett år. Den strategiska allokeringen erbjuder en kombination av lägre förväntad risk och högre förväntad avkastning med begränsad påverkan på beredskapen. Jämfört med portföljen som beskrevs ovan omfördelar den strategiska allokeringen 12,5 procentenheter från tyska statsobligationer till statsobligationer och SSA:er i Storbritannien (4+1 procentenheter), statsobligationer i Norge (2,5 procentenheter) samt stat- och delstatsobligationer i Australien (2+3 procentenheter). Det ger en tydlig effekt på den förväntade avkastningen samtidigt som risken förväntas minska något.

Den förväntade bruttoavkastningen för den strategiska allokeringen är i genomsnitt 3,36 procent (19,3 mdkr) för de fyra scenarierna. Det är 0,26 procentenheter (1,5 mdkr) högre än beredskapsportföljen sett över de kommande 12 månaderna.

Som alternativ till den strategiska allokeringen ges en portfölj med högre risk och +0,33 procentenheter (1,9 mdkr) i förväntad avkastning utöver beredskapsportföljen samt en portfölj med lägre risk och +0,16 procentenheter (0,9 mdkr) i förväntad avkastning utöver beredskapsportföljen. De två alternativen bedöms också ha en risk och avkastningsprofil som är bättre än beredskapsportföljen.

Kreditrisken för den strategiska allokeringen blir 4 mdkr vilket är 0,1 mdkr högre jämfört med beredskapsportföljen.

3.4.6 Förväntad intjäning under 2025

Den förväntade finansieringskostnaden för guld- och valutareserven för 2025 uppskattas till 9,23 mdkr. Det betyder att den förväntade nettoavkastningen blir 10,07 mdkr i huvudförslaget, vilket är 1,47 mdkr över beredskapsportföljen.

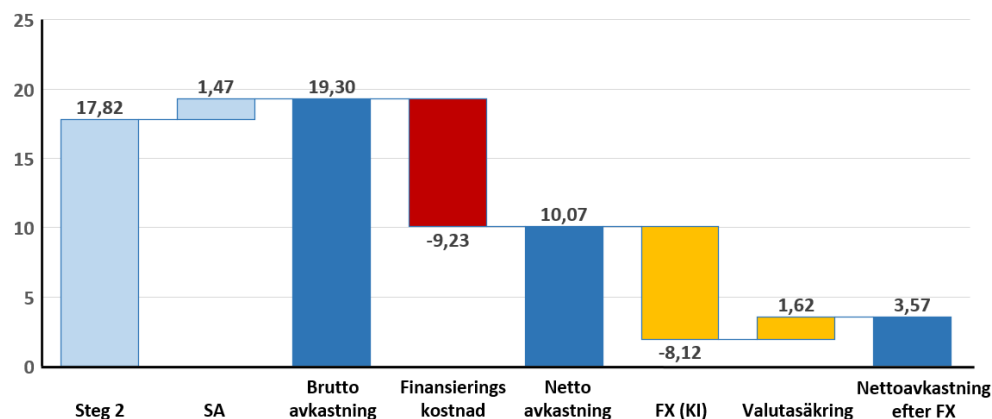
Nettoavkastning beräknas efter valutaeffekter¹³ bli 3,57 mdkr för 2025 i den strategiska allokeringen. Det inkluderar valutakurseffekter (-8,12 mdkr) enligt Konjunkturinstitutets prognos från december samt avdrag för effekten av valutasäkring (+1,62 mdkr).

Motsvarande nettoavkastning inklusive valutakurseffekter för den alternativa portföljen med högre risk beräknas till 3,99 mdkr, och för portföljen med lägre risk till 3,04 mdkr. I Tabell B3 framgår detaljerad uppdelning av alla beräkningar.

¹³ Bruttoavkastningarna för 2025 är beräknade med olika modeller, scenarier och olika antaganden i steg 2 resp. steg 3. Alla beräkningar kommer därför att skilja sig något åt från motsvarande beräkningar i steg 2.

Diagram 2 visar vad som ökar respektive minskar intjäningen, baserat på genomsnittlig avkastning över fyra scenarier för den strategiska allokeringen, samt på antaganden avseende finansieringskostnad och valutakurseffekter. Intjäningen redovisas i miljarder kronor.

Diagram 2. Förväntad nettoavkastning, genomsnitt för fyra scenarier, mdkr



Not: FX (KI) avser förväntade effekter av förändringar i valutakurser enligt Konjunkturinstitutet prognoser

4 Risk

4.1 Riskmått, limiter och handlingsregler

Med den strategiska allokeringen i Tabell 1 begränsas de förluster för Riksbankens tillgångar som beror av marknadsrisk (total marknadsrisklimit) till totalt 73 mdkr. Denna begränsning motsvarar förlusterna i ett scenario där marknadsräntorna stiger med 1 procentenhet och kronan stärks med 10 procent. Scenariot ligger inom vad som kan förväntas inträffa utan att den strategiska allokeringen behöver omprövas.¹⁴

Med den strategiska allokeringen ska förluster som beror av kreditrisk (total kreditrisklimit)¹⁵ vara begränsade till 4,7 mdkr¹⁶. Detta är ca 100 miljoner högre kreditrisk än om valutareserven bestod av beredskapsportföljen. Skillnaden beror på högre allokering till länder med kreditbetyg AA (Frankrike, Storbritannien, delstater i Australien), A (Spanien) samt länder med BBB (Italien). Kreditrisklimiten på 4,7 mdkr inkluderar en buffert på 0,7 miljarder kronor för att kunna absorbera förändringar i exponeringen motsvarande storleksordningen av en simultan

¹⁴ Marknadsrisklimiten beräknas genom en scenarioanalys i beredningen av den strategiska allokeringen och följer de riktlinjer som beskrivs i Regel för mätning av marknadsrisk. Beräkningen avser portföljen per 2025-02-03.

¹⁵ Kreditrisklimiten beräknas enligt den metod som beskrivs i Regel för mätning av kreditrisk. Beräkningen utförs så att marknadsrisken och kreditrisken uttrycker samma finansiella risktolerans.

¹⁶ Maximala marknadsrisken samt maximala kreditrisken beräknas på årsbasis med start 1 april 2025.

nedgradering av exempelvis Storbritannien och Frankrike i två steg och att kronan försvagas med 15 procent.

Beräkningen av dessa risklimiter följer de principer som anges i *Riksbankens Finansiella riskpolicy* avsnitt 5.2. Risklimiter ska följas upp tertialvis i enlighet med *Investeringspolicyn för guld- och valutareserven*. I den *Finansiella riskpolicyn*, avsnitt 5.2, anges även de rutiner som ska följas vid limitbrott och risk för limitbrott. Nya risklimiter ska sättas i samband med beslut av ny strategisk allokering.

4.2 Taktiskt mandat

Syftet med det taktiska mandatet är skapa förutsättningar för en ökad intjäning utöver avkastningen enligt den strategiska allokeringen. Det taktiska mandatet bidrar även till att upprätthålla marknadskunskap och operativ beredskap i verksamheten. Det taktiska mandatet ska utformas så att avvikelser från den strategiska allokeringen begränsas. Avvikelser tillåts inte avseende valutafördelning utan endast när det gäller ränterisk (modifierad duration) och tillgångsfördelning enligt avsnitt 4.2.1- 4.2.2 nedan.

4.2.1 Ränterisk (Modifierad duration)

Modifierad duration i valutareserven får maximalt avvika +/-0,25 jämfört med målnivåerna för respektive valuta i den strategiska allokeringen.

4.2.2 Tillgångsfördelning

Tillgångsfördelning per valuta i ett värdepapperslag får maximalt avvika 10 procentenheter¹⁷ från målnivåerna i den strategiska allokeringen inom samma valuta. Dock får tillgångsfördelningen per valuta i ett värdepapperslag inte understiga 50 millioner EUR nominellt.

4.2.3 Analys av påverkan på finansiell risk

Utnyttjande av det taktiska mandatet kan medföra ökad finansiell risk jämfört med den strategiska allokeringen. För att uppskatta den extra finansiella risken har följande analys gjorts.

- Fullt utnyttjande av mandatet att avvika i modifierad duration skulle innebära att den modifierade durationen ökar med 0,25 i alla valutor. Det skulle innebära en ökning av ränterisken med 1,15 mdkr från den strategiska allokeringens nivå (18,4 mdkr), det vill säga en ökning med

¹⁷ Exempel: Tillgångar i EUR enligt SA är fördelade enligt 75 procent tyska statsobligationer, 20 procent franska statsobligationer och 5 procent SSAs. Om förvaltare väljer att omfördela EUR-tillgångar till 70 procent tyska statsobligationer, 17 procent franska statsobligationer och 13 procent SSAs utnyttjas 8 procentenheter (från 5 till 13 procent) till omallokering av maximalt 10 procentenheter.

6,25 procent. Den totala marknadsrisken¹⁸ för guld- och valutareserven skulle öka med 0,4 mdkr från den strategiska allokeringens nivå (96,4 mdkr), det vill säga en ökning med mindre än 0,5 procent.

- Fullt utnyttjande av mandatet att avvika i tillgångsfördelning skulle innebära att omfördela 10 procent av fördelningen inom samma valuta från ett tillgångsslag (exempelvis ett land) till ett annat. Den mest extrema omfördelningen (att flytta 10 procent av innehavet i euro från Tyskland till Italien) skulle öka kreditrisken¹⁹ med 0,06 mdkr från den strategiska allokeringens nivå (4 mdkr), det vill säga en ökning med 1,5 procent.
- Fullt samtidigt utnyttjande av det taktiska mandatet avseende både modifierad duration och tillgångsfördelning skulle innebära en ökning av den totala marknadsrisken med 0,2 mdkr jämfört med den strategiska allokeringens nivå, det vill säga en ökning med mindre än 0,5 procent.

Sammantaget bedöms den finansiella risken i det taktiska mandatet vara acceptabel och mandatet bedöms i övrigt vara förenligt med den strategiska allokeringen.

¹⁸ Expected shortfall med 95 procents konfidensnivå mäter genomsnittet för de förluster som beräknas för de sista 5 procenten av förlustfördelningen på 1 år.

¹⁹ Kreditrisken beräknas enligt den metod som beskrivs i Regel för mätning av kreditrisk.

5 Bilagor

Tabell B1. Ränteskillnader för statsobligationer den 4 februari 2025

Ränteskillnader mot amerikanska staten				
Land	5-årsränta (%)	Spread idag (bp)	Snitt spread senaste 5 år (bp)	Standard-avvikelse 5 år
USA	4,36			
Kanada	2,74	-163	-31	-8,4
Australien	3,96	-41	-17	-1,5
Tyskland	2,18	-218	-164	-5,5
Ränteskillnader mot tyska staten				
Land	5-årsränta (%)	Spread idag (bp)	Snitt spread senaste 5 år (bp)	Standard-avvikelse 5 år
Frankrike	2,64	45,72	27	1,4
Italien	2,83	64,65	107	-1,2
Spanien	2,56	37,72	51	-0,8
Storbritannien	4,20	-16	127	1,6

Tabell B2. Valutakurser den 4 februari 2025

Valutakurser i svenska kronor	Kurs	Snittkurs senaste 5 år	Standard-avvikelse 5 år
USD	11,06	9,85	1,3
EUR	11,44	10,82	1,0
GBP	13,74	12,54	1,5
AUD	6,86	6,75	0,3
CAD	7,66	7,42	0,5
NOK	0,98	1,00	-0,8

Tabell B3. Detaljerad tabell avseende strategisk allokering

Nedanstående tabell visar valuta- och tillgångsfördelning, duration samt förväntad avkastning och risk för beredskapsportföljen, för den strategiska allokeringen, för en alternativ portfölj med högre risk och för en alternativ portfölj med lägre risk samt nuvarande valutareserv (VR).

Avkastning- och marknadsriskberäkningar redovisas som ett snitt över de fyra scenarier som presenteras i inledningen av avsnitt 3.4.

Valutor	Steg 2	Duration	SA	Duration	Högre risk	Duration	Lägre risk	Duration	VR	Duration
USD	70,0%	4,0	70,0%	4,0	74,0%	4,0	65,0%	4,0	63,1%	4,0
varav statsobligationer i USA	70,0%	4,0	68,0%	4,0	72,0%	4,0	65,0%	4,0	60,9%	4,0
varav SSA i USD			2,0%	4,0	2,0%	4,0			2,2%	4,0
EUR	30,0%	4,0	17,5%	4,0	12,5%	4,0	22,5%	4,0	20,9%	4,1
varav statsobligationer i Tyskland	30,0%	4,0	10,0%	4,0	7,0%	4,0	15,0%	4,0	16,3%	4,0
varav statsobligationer i Frankrike			5,0%	4,0	5,0%	4,0	5,0%	4,0	4,0%	4,5
varav statsobligationer i Spanien			2,0%	4,0			2,0%	4,0		
varav statsobligationer i Italien			0,5%	4,0	0,5%	4,0	0,5%	4,0		
varav SSA i EUR									0,6%	4,0
GBP			5,0%	4,0	5,0%	4,0	5,0%	4,0	5,4%	4,5
varav statsobligationer i UK			4,0%	4,0	4,0%	4,0	4,0%	4,0	5,1%	4,0
varav SSA i GBP			1,0%	4,0	1,0%	4,0	1,0%	4,0	0,3%	4,0
NOK			2,5%	4,0	2,5%	4,0	2,5%	4,0	2,5%	4,0
varav statsobligationer i Norge			2,5%	4,0	2,5%	4,0	2,5%	4,0	2,5%	4,0
DKK									1,2%	4,0
varav statsobligationer i Danmark									1,2%	4,0
AUD			5,0%	4,0	6,0%	4,0	5,0%	4,0	4,4%	4,0
varav statsobligationer i Australien			2,0%	4,0	3,0%	4,0	2,0%	4,0	2,2%	4,5
varav delsstatsobligationer i Australien			3,0%	4,0	3,0%	4,0	3,0%	4,0	2,2%	4,5
CAD									2,5%	4,5
varav statsobligationer i Kanada										4,5
varav delsstatsobligationer i Kanada									2,5%	4,5
Portföljduration	4,0		4,0		4,0		4,0		4,1	
Förväntad bruttoavkastning exkl FX, %	3,10%		3,36%		3,43%		3,26%		3,24%	
Förväntad bruttoavkastning exkl FX, SEK mdr	17,8		19,3		19,7		18,7		18,6	
Finansieringskostnad (KI dec), SEK mdr	-9,2		-9,2		-9,2		-9,2		-9,2	
Förväntad nettoavkastning exkl FX, SEK mdr	8,6		10,1		10,5		9,5		9,4	
Valutakurseffekt inkl. valutasäkring (KI dec), SEK mdr	-6,5		-6,5		-6,5		-6,5		-6,5	
Förväntad nettoavkastning inkl FX (KI dec), SEK mdr	2,1		3,6		4,0		3,0		2,9	
Marknadsrisk (Expected Shortfall 95%), %	17,2%		16,8%		17,0%		16,5%		16,5%	
Marknadsrisk (Expected Shortfall 95%), SEK mdr	98,7		96,4		97,8		94,8		94,6	
Marknadsriskbegränsning, SEK mdr	71,0		71,0		71,0		71,0		71,0	

Not 1: Alla portföljandelar presenteras exklusive guld. Avkastning- och riskberäkningar inkluderar guld.

Not 2: Se avsnitt 4.1 *Riskmått, limiter och handlingsregler* för förklaring till posten *marknadsriskbegränsning* i tabellen.

Not 3: Expected shortfall med 95 procents konfidensnivå mäter genomsnittet för de förluster som beräknas för de sista 5 procenten av förlustfördelningen på 1 år.

Not 4: Alla beräkningar är baserade på data per 2024-12-31