



ANFÖRANDE

DATUM: 2006-04-25
TALARE: Förste vice riksbankschef Eva Srejber
PLATS: Handelsbanken, Stockholm

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

■ Så förvaltas Riksbankens finansiella tillgångar

Jag vill börja med att tacka för att jag fick komma hit och tala om hur Riksbanken förvaltar sina finansiella tillgångar. Skälet till att jag vill ta upp just den frågan är att vi, som ni vet, nyligen ändrat fördelningen mellan valutorna i vår valutareserv. Den förändringen är en del av den översyn av tillgångsförvaltningen i stort som pågått inom Riksbanken under en längre tid. För att undvika oklarheter om vad som ligger bakom övergripande förändringar i vår tillgångssammansättning, känns det viktigt att förklara de principer som förvaltningen vilar på.

På ett allmänt plan skiljer sig inte Riksbanken från vanliga kapitalförvaltare. Precis som dessa ska vi nämligen sträva efter att generera avkastning till ägaren, som i vårt fall är staten. Det är istället de begränsningar som omgärdar förvaltningen som gör Riksbanken, precis som andra centralbanker, unik. Centralbanker existerar ju ytterst för att utföra ett antal samhällsekonomiskt viktiga uppdrag kopplade till penning- och valutapolitiken samt betalningsväsendets funktion. För oss på Riksbanken innebär det att vi ska se till att inflationen är låg samt verka för att betalningsväsendet fungerar på ett säkert och effektivt sätt. Båda dessa uppdrag ställer långtgående krav på hur våra tillgångar ska förvaltas.

Konkret innebär det att jag och mina kollegor i direktionen måste göra en avvägning mellan de krav som våra uppdrag ställer på förvaltningen och målsättningen att generera avkastning. I denna avvägning är det självklart att möjligheten att genomföra de lagstadgade uppdragen har företräde. Hänsyn till avkastningen tas bara om det kan ske utan att riskera Riksbankens centrala policyfunktioner. Resultatet av denna avvägning är kanske enklast att beskriva med hjälp av Riksbankens balansräkning (se diagram 1).

Riksbankens balansräkning

Våra tillgångar domineras av utländska statsobligationer¹, som vid behov kan omsättas för att intervensera på valutamarknaden. Dessa tillgångar har med andra ord en direkt koppling till vårt uppdrag avseende penning- och valutapolitiken. Historiskt sett har även guldinnehavet motiverats av liknande skäl. I dag har det dock blivit allt vanligare att se guld mer som en tillgång bland andra. Det gäller även Riksbanken, vars guldinnehav bland annat anpassas efter det diversifie-

¹ Valutatillgångarna i den s.k. valutareserven är investerade i utländska räntebärande värdepapper. Drygt 90 procent av kapitalet är investerat i statsobligationer, resterande del är investerad i amerikanska institut med direkt eller indirekt koppling till amerikanska staten, s.k. US-agencies.

ningsbidrag det ger till den samlade finansiella tillgångsportföljen². Denna anpassning sker inom ramen för en överenskommelse med andra centralbanker.³ Andra viktiga tillgångsposter är den penningpolitiska repan, som utgör en central del av vårt räntestyrningssystem⁴. Av avkastningsskäl har vi förlängt en del av repan med så kallade valutamarknadssvappar⁵.

Riksbanken har ensamrätt på att ge ut sedlar och mynt i kronor. Dessa utgör den enskilt största posten på balansräkningens skuldsida. Storleken på denna post styrs helt och hållet av allmänhetens efterfrågan på kontanter.

För att kunna täcka förluster som kan uppstå i vår verksamhet behöver vi också ett eget kapital. Detta kapital ska vara tillräckligt stort för att bland annat täcka förluster som kan uppstå om Riksbanken skulle behöva ge s.k. nödkrediter i samband med en bankkris. Eftersom vi, precis som de flesta finansiella institutioner, fortlöpande marknadsvärderar våra finansiella tillgångar, behöver vi även ha ett kapital för att täcka förluster som kan uppstå i den löpande förvaltningen av dessa tillgångar. Slutligen behöver vi ett kapital som speglar tillgångar, vars syfte är att generera inkomster för att betala den löpande driften av banken, dvs. löner, fastighetskostnader m.m.⁶

Denna snabba genomgång av balansräkningen visar att det är hänsynen till Riksbankens olika uppdrag som är den viktigaste förklaringsfaktorn bakom tillgångsförvaltningens inriktning. Det är först när vi på ett rimligt vis har sett till att vi kan klara av dessa uppdrag som vi kan satsa på att ta risker i syfte att generera avkastning. I det följande ska jag beskriva lite närmare hur denna avvägning går till. I praktiken handlar det om att ta ställning till Riksbankens exponering mot tre olika typer av risker; valuta-, ränte- och kreditrisk.

Valutarisk

Valutarisken är den avgjort största risken som vi har i vår balansräkning. Den uppkommer då kronans värde förändras gentemot de valutor som ingår i valutareserven. Detta beror på att Riksbankens resultat- och balansräkning värderas i kronor. När kronan stärks minskar valutareservens värde och när kronan försvagas gäller det omvända. En kronförstärkning är alltså en negativ händelse i den bemärkelsen att den ger upphov till valutaförluster som bokförs i Riksbankens balansräkning. Om dessa blir alltför stora finns det risk för att förlusterna måste täckas av det kapital Riksbanken avsatt för att använda vid eventuella finansiella kriser samt för att täcka den löpande driften av banken. Det finns därför skäl att begränsa en kronförstärknings genomslag på Riksbankens resultat. Möjligheten att göra detta är dock begränsad av det faktum att vi måste ha valutatillgångar för att kunna intervensera på valutamarknaden.

Behovet av interventionskapacitet i form av utländska tillgångar bestäms av den rådande växelkursregimen. Under en fast växelkursregim kan centralbanken be-

² För vidare läsning om guldreservens roll se Henriksson (2002).

³ I syfte att motverka ett prisfall på guld enades 15 europeiska centralbanker i september 1999 om att reglera utförsäljningen av sina guldinnehav under en femårsperiod. Avtalet förnyades under 2004.

⁴ För en detaljerad genomgång av Riksbankens räntestyrningssystem hänvisas till Otz (2005).

⁵ Det fungerar så att Riksbanken säljer kronor mot euro på avistamarknaden och placerar dessa euro på deposit. Samtidigt ingås ett terminsavtal om återköp av kronorna upp till sex månader senare. Terminskontrakten ingås för att eliminera växelkursrisken. Den genomsnittliga löptiden i svapportföljen ska vara tre månader.

⁶ Denna och andra frågor rörande Riksbankens behov av eget kapital diskuteras i Ernhagen, Vesterlund & Viotti (2002).

höva intervensera relativt ofta, vilket innebär att behovet av interventionstillgångar är stort. Under en rörlig växelkursregim är detta behov normalt väsentligt lägre.⁷ Enligt lag ska dock Riksbanken kunna genomföra den växelkursregim som regeringen bestämt ska gälla för kronan, oavsett om denna regim är fast eller rörlig. Det innebär att valutainnehavet ytterst bestäms av de behov som ställs av en fast växelkursregim. I dagsläget har vi dock en rörlig växelkursregim, vilket ger oss en möjlighet att begränsa valutarisken. Det gör vi genom att se till att våra innehav av de viktiga interventionsvalutorna, d.v.s. euro och amerikanska dollar, inte är större än vad som kan motiveras av interventionsskäl eller diversifierings-skäl. Diversifiering är nämligen den möjlighet vi har att minska valutarisken. Utgångspunkten för diversifiering är att samvariationen mellan enskilda tillgångars prisrörelser inte alltid är perfekt positiv. Det gör att en portföljs totala rörelse, dvs. volatilitet, blir mindre. I samband med stora rörelser på valutamarknaden kan en alltför ensidig valutasammansättning leda till stora negativa värdeförändringar, vilket i sin tur kan leda till en kraftig reducering av eget kapital.

Mot den bakgrunden försöker vi helt enkelt att hitta den valutafördelning som, givet de valutor vi kan inneha och givet vårt interventionsbehov, minimerar valutarisken mätt i svenska kronor. Utgångspunkten för vårt val är en kvantitativ analys baserad på grundläggande och standardmässig portföljteori⁸. I analysen tar vi inte hänsyn till den förväntade avkastningen i valuta, utan enbart till valutornas uppskattade volatilitet och inbördes korrelationer. Resultatet av vår analys ser ni i följande diagram (se diagram 2).

Som synes utgörs vårt största innehav av euro. Detta är inte förvånande, eftersom förhållandet mellan euron och kronan har varit relativt stabilt. Historiskt sett har alltså den valutarisk som har kunnat hänföras till vårt euroinnehav varit mindre än vad som varit fallet med de övriga valutorna i vår reserv. Dollarn har däremot varit en av de mer riskfyllda valutorna. Att vi trots det har en relativt stor dollarexponering är en följd av dess betydelse som interventionsvaluta.

Det är rimligt att fråga sig varför vi inte väljer att omvandla en del av valutatillgångarna till svenska tillgångar så länge vi har en rörlig regim. På det viset skulle ju valutarisken på dessa tillgångar försvinna helt. I praktiken är detta dock inte så enkelt eftersom en sådan omvandling innebär att vi intervenserar på valutamarknaden. När och om regeringen beslutar att kronan ska ingå i ett fast växelkursarrangemang, kan vi dessutom tvingas att intervensera igen för att bygga upp valutareserven. Vi kommer då att sälja kronor för att köpa valutor, vilket innebär att vi agerar för att försvaga kronan inför övergången till den fasta växelkursregimen. Det är knappast en framkomlig väg.

Visst är valutarisken ett problem, men det gäller framför allt på kort sikt. Vi ska naturligtvis göra så gott vi kan för att begränsa denna risk, men man ska komma ihåg att vårt valutainnehav är långsiktigt och i det perspektivet är valutaexponeringen sannolikt ett mindre problem. Då penningpolitiken i de länder vars valutor ingår i reserven liknar den svenska, är det i princip endast realekonomiska skillnader som leder till trendmässiga förändringar i växelkurserna. Om den reala ekonomin i dessa länder utvecklas på ett likartat sätt, är det därmed rimligt att anta

⁷ För en utförligare diskussion om Riksbankens interventionspolicy se Heikensten & Borg (2002).

⁸ Med detta avses den s.k. mean-variance-analysen som ursprungligen togs fram av Harry M. Markowitz under 1950-talet. På grund av denna modells känslighet kompletteras analysen med Value-at-Riskberäkningar, riskbidragsanalyser och stresstester. Value-at-Risk är en uppskattning av potentiell förlustrisk och definieras som den förväntat största värdeminskningen i en tillgång, eller portfölj av tillgångar, med en bestämd sannolikhet och under en bestämd tidsperiod.

■ att kortsiktiga svängningar tar ut varandra över längre tidshorisonter.⁹ Som framgår av diagrammet ser empirin ut att ge stöd för detta resonemang (se diagram 3).

Samtidigt finns det en klar fördel med att hålla dessa tillgångar i andra valutor än kronan. Det ger oss nämligen en möjlighet att förvalta tillgångarna aktivt på ett helt annat sätt än vad som skulle vara möjligt om de var placerade i kronor. Skälet till det är dels att förändringar i innehaven skulle kunna uppfattas som penningpolitiska signaler, dels att storleken på våra innehav gör att förändringar av dem kan stöka till det på marknaderna.

Kreditrisk

Ett syfte med den metod vi använder för att bestämma valutfördelningen är att, av avkastningsskäl, begränsa behovet av mycket likvida tillgångar. Helt och hållet går det inte utesluta sådana tillgångar. För att kunna intervensera behöver vi nämligen mycket likvida tillgångar i de viktiga interventionsvalutorna. Det innebär att en ganska stor del av våra tillgångar måste utgöras av amerikanska och europeiska statsobligationer. Som jag antydde tidigare är vårt behov av sådana tillgångar begränsat under den nuvarande rörliga växelkursregimen. Det ger oss ett utrymme att investera en del av våra tillgångar i värdepapper med kreditrisk¹⁰, vilka ger högre ränta. Förutsatt att tillgångarnas avkastning inte samvarierar perfekt, kan detta höja den riskjusterad avkastningen¹¹. Riksbankens möjligheter att utnyttja detta är dock begränsad, eftersom vi för närvarande endast investerar i räntebärande papper. Samvariationen mellan olika räntebärande papper är relativt hög, oavsett om de innehåller olika grad av kreditrisk. Det ska också betonas att en investering i kreditobligationer ställer högre krav på riskhantering, analys och kapitaltäckning, utöver den som fångas upp i riskmått såsom volatilitet beräknad på historiska avkastningar. Det är därför också viktigt att hålla en hög grad av diversifiering inom kreditrisksegmentet genom att sprida placeringarna över flera olika emittenter och sektorer.

Vårt interna regelverk ger oss ett ganska stort utrymme att välja mellan olika räntebärande tillgångsklasser. Givet att det finns en trygg legal grund och en god riskhantering får vi investera i det mesta från statsobligationer till företagsobligationer. Innehavet i statsobligationer får dock aldrig vara lägre än 50 procent av de samlade tillgångarnas värde. Den övre gränsen för innehav av enskilda tillgångsklasser med kreditrisk är också förhållandevis låg. Exempelvis får inte företagsobligationer utgöra mer än 10 procent av tillgångsvärdet. Vårt regelverk ställer dessutom långtgående krav på rating.

Hittills har vi dock utnyttjat möjligheten att öka kreditrisken mycket sparsamt genom att placera en mindre del av valutareserven i s.k. US-agencies, dvs. obligationer utgivna av amerikanska institut med direkt och indirekt koppling till amerikanska staten.¹²

⁹ Se t.ex. Dimson, Marsh & Staunton (2005), som studerat växelkurseffekter över långa horisonter.

¹⁰ Med kreditrisk menas i detta avseende risken för att emittenten ställer in sina betalningsåtaganden på den skuld som emitterats.

¹¹ Med riskjusterad avkastning avses avkastningen på en investering i förhållande till dess risk. En högre riskjusterad avkastning kan då uppnås antingen genom att den avkastningen ökar med bibehållen risk eller att risken minskar med bibehållen avkastning.

¹² Riksbanken investerar i följande institut: Tennessee Valley Authority samt bostadsinstitutet Federal Home Loan Bank, Fannie Mae och Freddie Mac.

Ränterisk

Precis som i fallet med kreditrisk kan Riksbanken ta ränterisk för att öka den förväntade avkastningen på tillgångarna. Ränterisk uppkommer genom förändringar i avkastningskurvan, som utgörs av marknadsräntor för olika löptider. Analysen av denna kurva brukar fokusera på tre faktorer; parallellskift, lutning och kurvatur¹³. Parallellskift innebär att hela avkastningskurvan rör sig parallellt upp eller ned. Eftersom det är sådana skift som historiskt har förklarat den största delen av variationen i avkastningskurvan, fokuserar många kapitalförvaltares val av räntexponering på olika mått som är kopplade till sådana skift. Det gäller även Riksbanken, som på strategisk nivå styr ränterisken med hjälp av måttet modifierad duration¹⁴.

Diskussionen kring valet av duration utgår ofta från antagandet att avkastningskurvan är uppåt lutande¹⁵. Räntan antas alltså öka med löptiden. Genom att välja en längre duration kan placeraren därmed förvänta sig att få en högre avkastning på sin placering. Samtidigt ökar risken, eftersom volatiliteten i avkastningarna som regel ökar med löptiden. Det innebär att en längre duration är förknippad med större svängningar i en portföljs marknadsvärde och avkastning.

Valet av duration för en portfölj förenklas om placeraren har en klar placeringshorisont. För exempelvis pensions- och livbolag som har långa skuldåtagande, är det naturligt att placera i obligationer med en duration som motsvarar skulden. På det sättet försöker de immunisera marknadsrisken genom att låta tillgångar och skulder ha samma räntekänslighet. Därmed kommer en ränteförändring som leder till ökat värde på skulderna att neutraliseras av motsvarande ökning av värdet på tillgångarna. För en placerare som saknar en sådan naturlig placeringshorisont måste alternativa utgångspunkter sökas vid valet av duration. Förhållandet mellan risk och avkastning blir då den rimliga utgångspunkten. Detta gäller för Riksbankens del, eftersom vi inte har några räntebärande skulder.

Jag och mina kollegor måste alltså ta ställning till hur avvägningen mellan risk och avkastning ska formuleras. Om syftet är att i alla situationer undvika negativa resultat effekter, skulle det vara logiskt att durationen baseras på redovisningsperioden, som i vårt fall är ett år. Då kommer det faktiska resultatet att ligga nära det prognostiserade. En sådan kortsiktig investeringsstrategi sker dock på bekostnad av såväl ökad återinvesteringsrisk¹⁶ som lägre förväntad avkastning. Vi har, som statlig myndighet, istället utgått från att staten föredrar en långsiktigt god avkastning till priset av större kortsiktiga variationer i det årliga resultatet.

Genom att ha ett sådant långsiktigt perspektiv på tillgångarna kan vi undvika att betala de extra likviditetspremier som marknadsaktörerna tycks vara villiga att betala för räntepapper med kortare löptid. Mot den bakgrunden har direktionen beslutat att de sammanlagda räntebärande placeringarna ska ha en modifierad

¹³ Lutningsförändringar innebär att avkastningskurvan blir brantare eller flackare när kurvans långa och/eller korta ände rör sig. Förändringar i kurvatur innebär att den långa och korta ändan rör sig åt samma håll medan mittsegmentet av kurvan rör sig i motsatt riktning eller är oförändrad. För en utförlig beskrivning av avkastningskurvan se t.ex. Golub & Tilman (2000)

¹⁴ Modifierad duration är en linjär beskrivning av förhållandet mellan en obligationsportföljs marknadsvärde och ränteutvecklingen.

¹⁵ Även om avkastningskurvan normalt lutar uppåt, är det dock vanskligt att ta detta för givet. Under olika tidsperioder har delar av avkastningskurvan varit såväl horisontell som nedåt lutande.

¹⁶ Återinvesteringsrisken uppstår när kapital ska placeras över flera perioder, eftersom återinvesteringsräntan under de senare perioderna inte är känd i dag. Genom att placera tillgångarna med samma löptid som redovisningsperioden exponeras man endast för återinvesteringsrisken och det årliga resultatet kommer att vara känt redan vid årets början (gäller kreditriskfria tillgångar).

■ duration på 4.00. Detta val bygger på en avvägning där prISRISKEN¹⁷ inte bedöms utgöra ett hot mot det egna kapitalet.

Sammanfattning

Sammanfattningsvis ska alltså det beslut som jag och mina kollegor fattar avseende Riksbankens förvaltningsinriktning säkerställa att förvaltningen utövas på ett sätt som dels står i samklang med de uppdrag lagen anger att Riksbanken ska utföra, dels leder till god avkastning. Dessa uppdrag kräver att vi innehar amerikanska och europeiska statsobligationer för att vi vid behov ska kunna intervensera på valutamarknaden. Men vi måste också se till att begränsa den finansiella risken för att skydda det kapital som avsatts för att täcka eventuella förluster i samband med en finansiell kris. Valutarisken, som är den helt dominerande finansiella risken, försöker vi begränsa genom att välja en valutfördelning som håller nere valutareservens värdesvängningar mätt i svenska kronor.

Strävan efter att generera god avkastning, försöker vi att tillfredsställa genom att ta kredit- och ränterisker samt utnyttja diversifieringseffekter i syfte att minska dessa riskers potentiella negativa genomslag.

Genom att placera i tillgångsklasser med kreditrisk, dvs. andra räntebärande värdepapper än statsobligationer, kan vi öka den riskjusterade avkastningen på våra placeringar. Det beror dels på att den faktiska avkastningen på tillgångar med kreditrisk kan vara högre, dels på att avkastningen mellan olika typer av tillgångar normalt inte samvarierar perfekt. I valet av nivån på ränterisk har vi valt att prioritera en långsiktigt hög avkastning framför små årliga negativa resultateffekter. Att vi valt att acceptera en viss ränte- och kreditrisk beror på att dessa inte är av samma dignitet som valutarisken och därmed inte utgör samma direkta hot mot eget kapital som valutaexponeringen gör.

Summa summarum. Vi drivs alltså av samma grundläggande strävan som andra kapitalförvaltare, nämligen att generera avkastning åt våra ägare. Den stora skillnaden gäller de begränsningar som våra lagstadgade uppdrag utgör för vår förvaltningsverksamhet.

Tack för ordet.

¹⁷ Risken för att räntorna, och därmed obligationspriserna, utvecklas ofördelaktigt och direkt slår igenom på resultatet. Denna risk ökar ju längre genomsnittlig löptid, eller duration, som placeringarna har.

■ Referenser

Dimson, E., Marsh, P. & Staunton M., (2005), "Global Investment Returns Yearbook 2005", ABN-AMRO/London Business School.

Ernhagen, T., Vesterlund, M. & Viotti, S., (2002), "Centralbankers behov av eget kapital", Penning- och valutapolitik, nr 2.

Golub, B.W. & Tilman, L.M., (2000), "Risk Management: Approaches for Fixed Income Markets", John Wiley & Sons.

Heikensten, L. & Borg, A., (2002), "Riksbankens valutainterventioner– beredning, beslut och kommunikation", Penning- och valutapolitik, nr 1.

Henriksson, A., (2002), "Guldreservens roll och avkastning på guld", Penning- och valutapolitik, nr 1.

Otz, A., (2005), "Riksbankens räntestyrning – penningpolitik i praktiken", Penning- och valutapolitik, nr 2.