Valutareservens ränterisk – durationsintervall för investeringsportföljen

Av Christian Ragnartzi
Christian Ragnartz är verksam vid penning- och valutapolitiska avdelningen.

Riksbanken förvaltar en valutareserv motsvarande cirka 136 miljarder kronor.[2] *Förvaltningen innebär ett betydande ansvar. Mot bakgrund av Riksbankens mer självständiga ställning är det viktigt att på ett klart och tydligt sätt redogöra för hur denna förvaltning bedrivs. Syftet med denna artikel är att förklara vilken ränterisk Riksbanken valt att exponera valutareserven för, varför banken gör det, samt vilka implikationer detta har för Riksbankens totala resultat.*

Därför förvaltar Riksbanken en valutareserv

En valutareserv kan vara nödvändig för att genomföra penning- och valutapolitiken.

Riksbanken har fått till uppgift att förvalta Sveriges valutareserv. Anledningen till att en valutareserv behövs är att den kan vara nödvändig för att genomföra penning- och valutapolitiken. Beroende på valutapolitisk regim kan det uppstå behov av att intervenera på valutamarknaden. Vid interventioner köper eller säljer Riksbanken svenska kronor mot utländsk valuta i syfte att påverka kronans relativa värde. Behovet av att ha utländsk valuta tillgänglig för interventioner är störst vid ett fastkursåtagande och minst vid en flytande växelkurs. Sedan den 19 november 1992 har Sverige en flytande växelkurs. Med nuvarande penningpolitiska regim är kronans värde endast en av flera variabler som påverkar Riksbankens politik. Behovet av en valutareserv är därför i dagsläget förhållandevis litet.[3] Anledningen till att

[1] Denna artikel är resultatet av en längre tids process inom Riksbankens förvaltningsverksamhet. Därför har givetvis många personer varit delaktiga i processen, och bland dem bör Paul Klinkert och Marcus Söderberg särskilt nämnas. Jag är också mycket tacksam för den hjälp JP Morgan givit mig när det gäller att ta fram data till artikeln.
[2] Per den 31 december 1998. Guld samt fordringar på IMF är inkluderade.
[3] Vad som kan anses vara lämplig storlek på valutareserven behandlas inte närmare i denna artikel.

Riksbanken trots det bibehåller en förhållandevis hög interventionsberedskap är att den valutapolitiska regimen kan komma att förändras, med en åtföljande snabb förändring av interventionsbehovet.[4]

Interventionsberedskapen ställer höga krav på likviditet i de tillgångar som valutareserven investeras i. Likviditetskravet begränsar inte bara valet av möjliga tillgångar, utan även möjliga valutor och fördelningen mellan dessa. När hänsyn tagits till dessa förutsättningar ska förvaltningen av valutareserven karakteriseras av såväl en affärsmässighet som en riskhantering som ligger väl i linje med vad som kan anses vara ”best practice”. Detta innebär bland annat att förvaltningen, inom de mandat för risktagande som givits och med en eventuell framtida intervention i åtanke, ska försöka uppnå högsta möjliga avkastning.

Så kan Riksbanken påverka sitt resultat

Valutareserven kan i vissa avseenden påverkas resultatmässigt utan att interventionsberedskapen åsidosätts.

Riksbanken kan inte fritt påverka sin balansräkning i syfte att undvika ofördelaktiga resultat. Flera poster i balansräkningen är nämligen penningpolitiskt betingade och kan därför inte förändras enbart i syfte att påverka bankens resultat. Valutareserven är däremot en post som i vissa avseenden kan påverkas resultatmässigt, givetvis utan att interventionsberedskapen åsidosätts, och som samtidigt har störst inverkan på resultatet. Det är således valet av valutareservens ränterisk som i stor utsträckning avgör Riksbankens totala resultat. Hela valutareserven kan dock inte påverkas.

Reserven är uppdelad i två portföljer, en investerings- och en likviditetsportfölj.

Investeringsportföljen – Riksbankens långsiktiga obligationsinnehav

Investeringsportföljen kan hanteras mer systematiskt i vinstsyfte.

I dagsläget utgör investeringsportföljen huvuddelen av valutareserven. Investeringsportföljen är Riksbankens långsiktiga innehav av utländska statsobligationer och den del av valutareserven som kan hanteras mer systematiskt i vinstsyfte. Resten av valutareserven, i huvudsak likviditetsportföljen[5], är avsedd att klara det kortsiktiga behovet av interventionsmedel, samt andra

[4] Behov av att intervenera kan uppstå även med nuvarande växelkursregim.

[5] Riksbanken förvaltar även en portfölj bestående av guld. Denna hanteras emellertid inte på samma sätt som investerings- och likviditetsportföljerna och behandlas därför inte här.

åtaganden som Riksbanken har i egenskap av ”valutabank” för övriga statliga myndigheters skilda valutatransaktioner.[6]

Både investerings- och likviditetsportföljen är i sin tur uppdelade i fyra olika valutaportföljer. Dessa portföljer återspeglar de valutor som Riksbanken investerar valutareserven i. I dagsläget är dessa euro, amerikanska dollar, yen och brittiska pund.[7] Fördelningen mellan de olika valutorna ligger fast och förvaltas således inte aktivt.[8] Anledningen till att valutarisken inte förvaltas aktivt är att Riksbanken är en centralbank bland många andra och som stor förvaltare skulle Riksbanken kunna störa andra centralbankers penning- och valutapolitik. Vidare skulle interventionsberedskapen kunna påverkas negativt om valutafördelningen förvaltades aktivt.

Värdet på investeringsportföljen

Värdet på investeringsportföljen påverkas i huvudsak av tre faktorer: hur valutakurserna utvecklas, graden av kreditrisk och vilken ränterisk som valutareserven exponeras för. Av dessa tre övergripande riskfaktorer förvaltas enbart ränterisken aktivt. Kreditrisken har Riksbanken valt att i möjligaste mån minimera, medan valutarisken endast förvaltas passivt.

Ränterisk uppkommer genom oförutsedda förändringar i avkastningskurvan.

Ränterisk uppkommer genom oförutsedda förändringar i avkastningskurvan. Dessa ränteförändringar påverkar värdet på Riksbankens investeringsportfölj. Rörelser i avkastningskurvan fångas normalt upp av några enkla faktorer. Den klart viktigaste faktorn är parallellförskjutningar av avkastningskurvan.[9] Den risk som parallellförskjutningarna medför kan mätas och styras genom valet av portföljens så kallade modifierade duration[10]. Frågan om vilken ränterisk som Riksbanken vill att valutareserven ska vara exponerad för, handlar med andra ord främst om vilken modifierad duration som ska väljas för investeringsportföljen. Anledningen till att Riksbanken valt att styra risken med modifierad duration är inte bara det faktum att måttet fångar upp den klart viktigaste riskfaktorn, parallellförskjutningarna, utan även måttets enkelhet. Det är okomplicerat att använda såväl vid implementering som vid utvärdering av riskhanteringen.

[6] De största transaktionerna härrör från Sveriges utlandsskuld.

[7] Fördelningen är i dagsläget 35 procent EUR, 35 procent USD, 15 procent JPY och 15 procent GBP.

[8] Förvaltningen av valutarisken sker i samband med de periodiska översynerna av valutafördelningen, även om störst hänsyn tas till interventionsberedskapen.

[9] Andra faktorer av betydelse är till exempel avkastningskurvans lutning och kurvatur.

[10] Modifierad duration mäter hur portföljens värde påverkas av en generell ränteförändring, en parallellförflyttning av avkastningskurvan, om 1 procentenhet. Ju högre duration, desto större påverkan på portföljens värde av en ränteförändring.

Utgångspunkter vid val av durationsnivå

Genom att matcha durationen på tillgångar och skulder kan marknadsrisken immuniseras.

Valet av duration[11] för en portfölj är enklast om investeraren har en klar placeringshorisont. Genom att matcha durationen på tillgångar och skulder kan marknadsrisken immuniseras, det vill säga tillgångar och skulder får samma räntekänslighet. Därmed kommer en ränteförändring som leder till ökat värde på skulderna att neutraliseras av motsvarande ökning av värdet på tillgångarna. Med en klar placeringshorisont blir valet av duration således tämligen enkelt. Uppgiften blir däremot svårare om en investerare ska frångå den naturliga placeringshorisont som balansräkningens skuldsida kan utgöra, eller om naturlig placeringshorisont saknas.

Riksbanken saknar en klar placeringshorisont.

Problemet är just att Riksbanken saknar en klar placeringshorisont. Därmed är valet av duration inte självklart. Att försöka immunisera Riksbankens marknadsrisk är svårt. Anledningen är att Riksbanken inte har några räntebärande skulder att direkt matcha tillgångarna mot, vilket skulle ge den ”naturliga” placeringshorisonten. Statens skuldförvaltning sköts i stället av Riksgäldskontoret.[12] När behov av likvida medel ur valutareserven uppstår är heller inte känt på förhand, utan uppstår i samband med interventioner och finansiell turbulens, men knappast i samband med skuldbetalningar.

Förhållandet mellan risk och avkastning, det vill säga avkastningskurvans utseende, blir en naturlig utgångspunkt.

Riksbanken saknar helt enkelt en naturlig placeringshorisont, varför alternativa utgångspunkter måste sökas vid valet av duration. Förhållandet mellan risk och avkastning, det vill säga avkastningskurvans utseende, blir då en naturlig utgångspunkt.

Oklar placeringshorisont och förhållandet mellan risk och avkastning

Den så kallade likviditetspreferenshypotesen är en vanlig förklaring till varför avkastningskurvan normalt är positivt lutande. Innebörden är att obligationer med

[11] Durationen mäter en portföljs genomsnittliga återstående löptid. Detta mått är mycket nära relaterat till den modifierade durationen, som mäter portföljens räntekänslighet.

[12] Att försöka immunisera ränterisken skulle därför innebära praktiska problem i samband med såväl riskstyrning som riskuppföljning och utvärdering.

lång löptid har en positiv riskpremie i syfte att kompensera för ökad volatilitet i avkastningen. Bakgrunden skulle vara att de flesta investerare ogillar kortsiktiga variationer i resultatet på grund av en relativt kort utvärderings- och/eller placeringshorisont.

En kompletterande förklaring till likviditetspreferenshypotesen skulle kunna vara att många investerare saknar klara placeringshorisonter.[13] Är placeringshorisonten så oklar att den inte kan användas som beslutsunderlag, finns det risk för att investerare i mindre utsträckning accepterar prisrisk[14] jämfört med återinvesteringsrisk.[15] Detta innebär ökad sannolikhet för att förvaltare väljer en placeringshorisont som svarar mot redovisningsperioden. Denna placeringshorisont – som överensstämmer med portföljens duration – är vanligtvis relativt kort. Om till exempel en investerare redovisar sitt resultat kvartalsvis, tenderar han således att välja ränteinstrument med motsvarande löptid. Genom att välja en sådan löptid kommer det faktiska resultatet alltid att ligga nära det prognostiserade. Förvaltaren minimerar alltså prisrisken. Denna strategi kan i någon kortsiktig mening kallas för en ”riskfri” strategi. Strategins nackdel är att förvaltaren exponeras för en stor återinvesteringsrisk, det vill säga det är svårt att förutse till vilken ränta återinvesteringarna kan göras. Vidare innebär strategin en alternativkostnad, med tanke på avkastningskurvans normalt sett positiva lutning, eftersom man väljer en placeringshorisont som över tiden inte maximerar avkastningen.

Förvaltare utan klara placeringshorisonter ställs således inför valet att antingen investera enligt den strategi som över tiden förväntas maximera resultatet, det vill säga förvaltaren accepterar större prisrisk (lång duration), eller att investera enligt en strategi som ger ett stabilare resultat att redovisa, det vill säga förvaltaren accepterar större återinvesteringsrisk (kort duration). En utvärdering eller redovisning av resultatet på kort sikt innebär en tendens bland förvaltare att välja en kort placeringshorisont av rädsla för större variationer i resultatet. Denna tendens kan mycket väl stärka likviditetshypotesens mekanismer och bidra till att avkastningskurvans lutning blir brantare än den annars skulle ha varit.

[13] Se Anti Ilmanen (1996), ”Does duration extension enhance long-term expected returns?”

[14] Risken för att räntorna, och därmed obligationers pris, utvecklas ofördelaktigt och direkt slår igenom på resultat. Om räntan stiger betyder det ju att kassaflödena ska diskonteras med en högre ränta, varvid värdet minskar. Ju längre fram i tiden ett kassaflöde ligger, desto större påverkan har den högre räntan på marknadsvärdet. En portföljs risk ökar alltså med längre genomsnittlig löptid, duration.

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

Vilka avkastningskrav kan ställas på Riksbanken?

Vilken duration är lämpligast för Riksbankens investeringsportfölj? En logisk utgångspunkt är ägarnas – statens – perspektiv. Ett rimligt antagande är att staten, om någon, har ett långsiktigt perspektiv på sin verksamhet och sina tillgångar. Därmed ser staten till det långsiktiga resultatet och bekymrar sig i mindre utsträckning över kortsiktiga variationer i redovisat resultat. Förutsättningen är givetvis att det långsiktiga styrda resultatet över tiden kan förväntas överstiga ett kortsiktigt styrt resultat. Med utgångspunkt från detta antagande skulle Riksbanken inte vara tvungen att placera enligt redovisningsperioden. Det finns därför ingen anledning för Riksbanken att betala de extra likviditetspremier som marknadsaktörerna på grund av ovanstående resonemang tycks vara villiga att betala för räntepapper med kort löptid. Eftersom en rimligt lång duration förväntas bidra positivt till Riksbankens genomsnittliga resultat bör möjligheten tillvaratas, även om detta sker på bekostnad av att volatiliteten vad gäller den kortsiktiga resultatutvecklingen förväntas öka.

Ett rimligt antagande är att staten har ett långsiktigt perspektiv på sin verksamhet och sina tillgångar.

I Riksbankens fall torde detta resonemang ytterligare förstärkas vid beaktande av de principer som gäller för leverans av Riksbankens vinster till staten. Enligt dem ska Riksbanken årligen betala in 80 procent av det genomsnittliga resultatet för den senaste femårsperioden. Variationerna i det årliga resultatet torde alltså vara av underordnat intresse, och staten kan i stället förväntas vilja maximera sina intäkter på sikt. För Riksbanken är det således värt att ta en större prisrisk, jämfört med återinvesteringsrisken, eftersom endast liten hänsyn behöver tas till den kortsiktiga utvärderingen. Riksbanken har bestämt sig för denna utgångspunkt vid valet av duration för investeringsportföljen och därmed inriktat sig på en förhållandevis lång duration (två år eller längre).[16]

För Riksbanken är det värt att ta en större prisrisk, jämfört med återinvesteringsrisken, eftersom endast liten hänsyn behöver tas till den kortsiktiga utvärderingen.

[16] Det positiva sambandet mellan risk och avkastning är tydligast på den kortare delen av avkastningskurvan, för att gradvis avta och till och med ibland bli negativt på den längre delen av avkastningskurvan. Givetvis varierar förhållandet, såväl över tiden som från marknad till marknad. Se bland annat Ilmanen (1996) eller Domian, Maness och Reichenstein, "Rewards to Extending Maturity" (1998).

Praktiska aspekter – behovet av benchmarkportfölj

I dag utvärderas Riksbankens investeringsportfölj med hjälp av externt konstruerade benchmarkportföljer.

När det gäller valet av duration är det svårt, om inte omöjligt, att fastställa någon exakt nivå som ger högst avkastning. Sambandet mellan risk och avkastning avtar ju, ju längre ut på avkastningskurvan man kommer.[17] Detta innebär att om en klar placeringshorisont saknas så kommer valet av duration alltid att vara förknippat med en viss grad av godtycke. Mot denna bakgrund är det därför naturligt att väga in praktiska aspekter. I dag utvärderas Riksbankens investeringsportfölj med hjälp av externt konstruerade benchmarkportföljer. Anledningen till att man har sådana är självklart just att en förvaltning bör kunna utvärderas och följas upp mot någon form av riktvärde/benchmark. Detta gäller oavsett om man har en passiv eller en aktiv förvaltning

Som benchmark bör man välja en konkret portfölj, vars avkastning utgör jämförelsegrund. Det är inte möjligt att endast utgå från en specifik durationsnivå, eftersom det i princip går att uppnå en given duration med ett oändligt antal olika portföljkombinationer. Detta är en viktig aspekt och utgör en av grunderna vid Riksbankens val av durationsintervall.

Durationsintervall och aktiv förvaltning

Hittills har denna artikel fokuserat på att förklara varför Riksbankens investeringsportfölj har en relativt lång genomsnittlig löptid och vilken utgångspunkt inom det längre durationsspannet som används för att bestämma ränteriskexponeringen.

En annan viktig fråga är huruvida investeringsportföljen ska förvaltas aktivt eller passivt. En passiv förvaltning innebär att benchmarkportföljen inte bara utgör en utgångspunkt för att bestämma ränterisken. Strävan ska också vara att portföljen så långt möjligt replikerar benchmarkportföljens utseende och innehav.

Riksbankens direktion har valt att investeringsportföljen ska förvaltas aktivt.

En aktiv förvaltning innebär att man ger mandat så att portföljens innehav kan avvika från benchmarkportföljens, vilken i stället blir riktmärke för utvärdering av den aktiva förvaltningen. Riksbankens direktion har valt att investeringsportföljen ska förvaltas aktivt. För att möjliggöra en aktiv förvaltning behöver därför ett durations-

[17] Det avtagande sambandet kan möjligen förklaras av segmenteringshypotesen.

intervall anges, inom vilket investeringsportföljens duration tillåts variera.

En aktiv förvaltning ökar investeringsmöjligheterna och flexibiliteten i risktagandet:

- Investeringsmöjligheterna ökar med aktiv förvaltning. En passiv förvaltning skulle innebära att många investeringsalternativ riskerade att gå förlorade, eftersom det är mycket svårt att konstruera benchmarkportföljer som inkluderar alla potentiella investeringsmöjligheter. I Riksbankens förvaltningsverksamhet används till exempel derivatinstrument och så kallade internationella utgåvor[18] i förvaltningen, vilka inte inkluderas i benchmarkportföljen.
- En aktiv förvaltning ökar flexibiliteten, vilket innebär att risktagandet kan påverkas i högre utsträckning. Detta innebär en möjlighet att förutse och parera förändringar i avkastningskurvan. Om stigande räntor förväntas, förändras portföljens riskexponering genom att man minskar portföljens duration, och vice versa. Motsvarande möjligheter finns även för att parera övriga riskfaktorer, såsom förändringar i avkastningskurvans lutning och/eller kurvatur.

En aktiv förvaltning ökar flexibiliteten, vilket innebär att risktagandet kan påverkas i högre utsträckning.

- En aktiv förvaltning är också en god förutsättning för att kunna rekrytera kompetenta förvaltare (som dock behövs även vid en passiv förvaltning).

Potentiella problem med benchmarkportföljer

De benchmarkportföljer som Riksbanken i dag använder är konstruerade av JP Morgan. De är konstruerade som ett genomsnitt av ett stort antal likvida utgåvor och representerar, för var och en av de i investeringsportföljen ingående valutorna, ett genomsnitt av respektive marknad. Motivet för att använda externt konstruerade benchmarkportföljer är att arbetsinsatserna för att konstruera, implementera och framför allt underhålla dessa benchmarkportföljer är betydande.

En svaghet hos globala benchmarkportföljer, av den typ som Riksbanken använder, som ibland brukar framhållas är att deras duration förändras över tiden. Eftersom de är byggda som ett genomsnitt av ett flertal av de på en given marknad utestående statsobligationerna är benchmarkportföljernas riskexponering i viss mening exo-

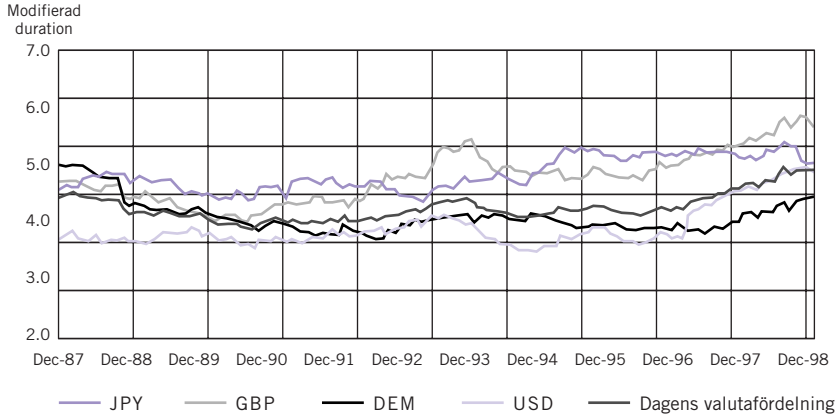
En svaghet hos globala benchmarkportföljer är att deras duration förändras över tiden.

[18] Internationella utgåvor, så kallade euro-utgåvor, är ”offshore”-utgåvor, det vill säga obligationer emitterade i en annan valuta.

gent given. I Riksbankens fall blir benchmarkportföljernas risknivå en följd av de i valutareserven ingående ländernas statsskuldsstruktur. Detta innebär att en benchmarkportfölj aldrig kommer att representera en konstant risknivå, eftersom emissions- och skuldstrukturen på de olika marknaderna kontinuerligt förändras och ger upphov till en durationsdrift, det vill säga durationen förändras allt eftersom obligationer förfaller och nya emitteras i enlighet med de aktuella staternas finansieringsbehov.[19]

Detta problem bör dock inte överdrivas, eftersom de flesta länders struktur på statsskulden, på kort sikt, vanligen förändras i ganska marginell utsträckning. Skulle emellertid en förändring resultera i kraftigt förändrad duration på benchmarkportföljen kan, i värsta fall, durationsdriften bli så stor att de som beslutar om durationen inte längre anser att benchmarkportföljen avspeglar inställningen till risk och förväntad avkastning. Den japanska marknaden är ett aktuellt exempel där det statsfinansiella läget kan komma att få betydande återverkningar på marknadens storlek och struktur, och därmed också på benchmarkportföljerna. Mot denna bakgrund kan det vara intressant att se hur durationen för investeringsportföljens valutor, separat och sammanvägt enligt dagens valutafördelning, har utvecklats sedan slutet av 1987 (diagram 1).

Diagram 1. Modifierad duration för investeringsportföljens olika benchmarkportföljer och sammanvägt enligt dagens valutafördelning under perioden december 1987–februari 1999



[19] För mer läsning om benchmark/ränteindex hänvisas till ”Varför ska man använda ränteindex”, Penning- och valutapolitik nummer 4 1998.

Det kan konstateras att durationen kan variera för respektive valutaportfölj, medan utvecklingen för investeringsportföljen som helhet är relativt stabil. Det är även intressant att notera att skillnaden i duration mellan olika valutor kan vara relativt stor.

Benchmarkportföljernas huvudsakliga syfte är ändå att fungera som instrument för att utvärdera förvaltningens resultat.

Problemen med denna durationsdrift bör dock inte överdrivas. Benchmarkportföljernas huvudsakliga syfte är ändå att fungera som instrument för att utvärdera förvaltningens resultat. Om något är durationsdriften alltså ett problem för utvärderingen av den aktiva förvaltningen, men knappast för riskstyrningen. Även om valet av riskexponering utgår från den genomsnittliga modifierade durationen på dagens benchmarkportföljer så avgörs investeringsportföljens riskexponering av absoluta durationsnivåer, och inte av en benchmarkportfölj. Det är alltid de av direktionen beslutade riktlinjerna vad gäller investeringsportföljens duration som gäller, oavsett hur benchmarkportföljernas duration utvecklas.

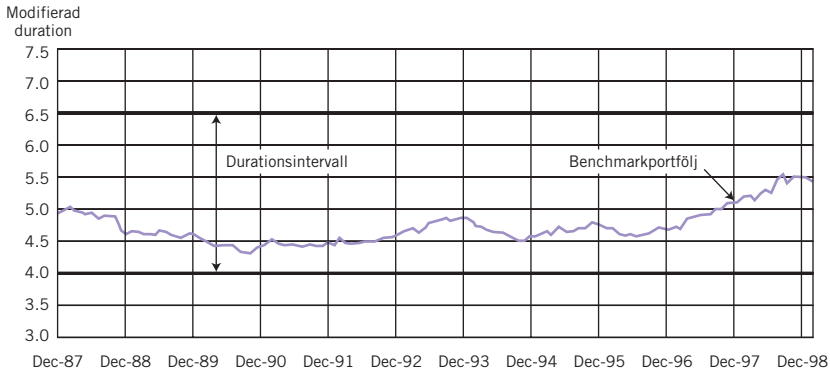
Durationsintervallet

Intervallet på 4,0–6,5 procentenheter baserades mer på erfarenhet än på exakta kriterier.

Svårigheten att fastställa vilken duration som är bäst inom det längre spannet gör det således lämpligt att ta hänsyn till praktiska aspekter – en förvaltning bör kunna utvärderas mot en konkret benchmarkportfölj. Denna aspekt innebär att den ungefärliga ränterisk som Riksbankens benchmarkportföljer hade vid tidpunkten för bestämmandet av ränterisken användes som utgångspunkt för beslut om investeringsportföljens ränteriskexponering. Den genomsnittliga ränterisken, uttryckt i modifierad duration, var cirka 5,5 procent, vilket således blev riktlinje för investeringsportföljen. Kring denna risknivå sattes så ett intervall för att möjliggöra en aktiv förvaltning. För att denna skulle bli meningsfull bedömdes den aktiva förvaltningen behöva mandat att kunna förändra investeringsportföljens modifierade duration inom ett intervall om 2,5 procentenheter, således ett durationsintervall för hela investeringsportföljen på 4,0–6,5 procentenheter (diagram 2).[20] Intervallets storlek baserades mer på erfarenhet än på exakta kriterier.

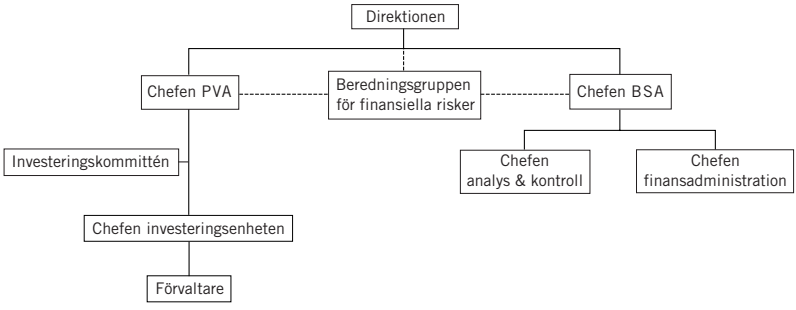
[20] Avvikelsemandaten är asymmetriska för att förvaltningsverksamheten ska kunna reducera riskexponeringen något mer, relativt benchmarkportföljers snitt på 5,5 procent, än vad den ska kunna öka riskexponeringen.

Diagram 2. Utvecklingen av Riksbankens benchmarkportföljers sammanvägda[21] modifierade duration samt durationsintervall för investeringsportföljen



Hela mandatet utnyttjas emellertid endast i undantagsfall och då i samband med mycket starka uppfattningar och bedömningar om räntornas utveckling. Vid sådana större positioneringar görs, förutom analyser av den reala ekonomin och marknadsförhållandena, scenarioanalyser med portföljoptimeringar, för att i möjligaste mån försöka förutse konsekvensen av olika ränteutfall. De större och något långsiktigare investeringsbesluten tas av en investeringskommitté, medan mindre beslut tas av de enskilda förvaltarna (figur 1, organisationsschema). Investeringskommittén har således mandat att förändra investeringsportföljens ränteriskexponering inom det av direktionen fastställda durationsintervallet, medan enskilda investerare har individuella mandat att ytterligare förändra ränterisken, dock i linje med de av investeringskommittén fattade besluten.

Figur 1. Ansvarsfördelning för investerings- och riskkontrollverksamheten



[21] Enligt dagens valutafördelning.

Den totala investeringsportföljens ränteriskexponering får emellertid aldrig avvika från det av direktionen beslutade durationsintervallet. Utvärderingen görs, åtskild från förvaltningsverksamheten, med hjälp av JP Morgans benchmarkportföljer.

Sammanfattning

En portföljs duration är den klart viktigaste faktorn för att bestämma risk och förväntad avkastning. Riksbanken saknar emellertid en naturlig placeringshorisont, vilket i någon mån gör valet av durationsintervall för investeringsportföljen godtyckligt. Det kan dock hävdas att staten, om någon, bör ha ett långsiktigt perspektiv på sin verksamhet och därmed inte vara känslig för den synligare prisrisken, jämfört med den alternativkostnad som det skulle innebära att placera investeringsportföljen med en kort duration. Detta säger emellertid inget om vilken duration som är bäst för investeringsportföljen inom det längre spannet. Svårigheten att fastställa den duration som ger högst avkastning inom det längre spannet gjorde att det vid detta val var lämpligt att även ta hänsyn till praktiska aspekter. Ett genomsnitt av den risk som Riksbankens benchmarkportföljer avspeglar ansågs därmed vara en lämplig utgångspunkt. Anledningen till att investeringsportföljens risk styrs med ett intervall är att direktionen beslutat att investeringsportföljen ska förvaltas aktivt. Förvaltningens mandat ska rymmas inom de av direktionen beslutade riktlinjerna. Sammantaget resulterar resonemangen i ett durationsintervall för hela investeringsportföljen på 4,0–6,5 procent.[22]

En portföljs duration är den klart viktigaste faktorn för att bestämma risk och förväntad avkastning.

Sammantaget resulterar resonemangen i ett durationsintervall för hela investeringsportföljen på 4,0–6,5 procent.

Det huvudsakliga motivet till att direktionen fastställt detta durationsintervall är att det genomsnittliga förväntade resultatet med en längre duration blir högre. Med högre förväntad avkastning följer också större förväntade variationer i resultatet – men Riksbankens och statens långsiktiga syn på sina verksamheter gör att den alternativkostnad som skulle uppstå vid en kort duration inte kan motiveras.

[22] Beslutet gäller för hela investeringsportföljen, det vill säga investeringsportföljens aggregerade, modifierade duration, och inte enskilda portföljers.