

# Kapitalforvaltning: avkastning og risikoeksponering\*

av konserndirektør **Erik Garaas**, Gjensidige Forsikring



*Erik Garaas*

Jeg vil i dette foredraget gi mine synspunkter på forholdet mellom avkastning og risiko i tilknytning til forsikringsselskapenes kapitalforvaltning. Dette krever en klar konsentrasjon om hovedpunkter og gir liten mulighet for nyanseringer og utdypninger. Jeg vil derfor gå rett på sak, og formulere og begrunne noen påstander om kapitalforvaltning i en risikofylt verden.

Min første påstand er:

**Alle finansplasseringer innebærer risiko, intet er sikkert. Risikobildet kan endres raskt og uventet.**

Erfaringen de siste år viser med all tydelighet at risiko opptrer i større grad og i flere sammenhenger enn vi for noen få år siden ville trodd var mulig.

Hvem ville for noen få år siden trodd at det private banksystemet i flere nordiske land kunne rakne slik det faktisk gjorde. Uten myndighetenes inngripen ville ikke bare innskyterne kunne tapt sine penger, men det ville også gitt ringvirkninger som vi vanskelig kan overskue konsekvensene av. Hvem ville trodd at store nordiske forsikringsselskaper kunne fått betalingsproblemer, og påføre sine kreditorer økonomiske tap?

Ikke bare er risikobildet endret radikalt de seneste år. Også avkastning for de enkelte

plasseringsformer har vært utsatt for store svingninger. Jeg vil ikke bruke mange ord på å omtale fortiden, men bare peke på noen trekk som grunnlag for å se fremover.

Hvis vi tar utgangspunkt i de siste 1—2 år, har vi som nevnt sett enorme banktap knyttet til tap på utlån og garantier. Vi har opplevd et verdifall i fast eiendom som vel for noen år tilbake ville blitt sett på som helt utenkelig, og som i vesentlig grad ligger bak de store tapene som har vært i finansiell sektor. I løpet av det siste året har vi opplevd kraftige svingninger i aksje- og obligasjonskurser, først og fremst som følge av sterke svingninger i renter og valutakurser. Et rimelig stabilt valutakurssystem brøt sammen da det ble utsatt for store internasjonale påkjenninger.

Perspektivene fremover kan nok være noe ulike i de enkelte nordiske land, men problemene er slett ikke over. Ingen må innbille

\* Foredrag på Nordisk Forsikringskongress 26. august 1993.

seg at vi nå er på vei tilbake til noen slags "normaltilstand" i økonomien. Vi skal fortsatt forvalte kapital i økonomier som står overfor store strukturelle utfordringer både med hensyn til sin egen økonomi og dets problemer og en vanskelig internasjonal økonomisk situasjon.

Min påstand er derfor at selv om situasjonen akkurat nå, og kanskje spesielt i Norge, synes på vei mot "bedre tider", så må vi være forberedt på at de gamle erfaringer om risiko og kapitalforvaltning langt på vei er foreldet. Vi vil stå overfor en ny situasjon som setter langt større krav til analytisk behandling av selskapenes risikoeksponering enn noen gang tidligere.

Dette leder opp til min påstand nr 2:

### **Risiko må identifiseres og styres.**

For å styre risikoeksponeringen må vi kunne identifisere de typer risiki vi er stilt overfor, vi må ha en begrunnet oppfatning om hvilken risiko som er tilknyttet de ulike plasseringsformer og hvordan dette påvirker selskapets samlede investeringsportefølje. Vi må vite hvilke rammer for risiko som vi vil eller kan akseptere, og vi må vite om vi får godt nok betalt for å ta risiko.

Ingen plassering er risikofri, i den forstand at den sikrer mot alle eventualiteter. Når vi sier at statsobligasjoner gir en risikofri-rente, så er det kun korrekt i den forstand at det ikke er noen *kredittrisiko* knyttet til investeringer i statspapirer. Vi har fortsatt en kursrisiko og evt. en valutakursrisiko dersom det er plasseringer i utenlandske statspapirer.

Vi møter i vår kapitalforvaltning to former for risiko:

- Risikoen for at en plassering gir *lavere avkastning enn forventet*
- Risikoen for at plasseringen gir lavere avkastning enn alternative plasseringer (og dermed faller i verdi)

Særlig for livsforsikringsselskaper som så direkte fremstår som forvaltere av kundenes sparemidler kan begge situasjoner være ubehagelige! Ikke bare kan begge forhold selv sagt opptre samtidig, men vel så ofte kan det tenkes at man ved å redusere den første risikoen øker den andre.

Dersom en investor kjøper statsobligasjoner med fast rente i 10 år fremover, så er man utvilsomt svært sikker på hva avkastningen blir de neste 10 år. Risikoen knyttet til lavere avkastning enn forventet er dermed eliminert så langt mulig. Risikoen for at avkastningen blir lavere enn for alternative plasseringer er derimot fortsatt stor. Dersom det generelle rentenivået faller, så er 10 års statsobligasjoner med fast forrentning en god investering, mens motsatt hvis renten øker. Med andre ord: Ønsket om å redusere risikoen knyttet til usikkerhet om den fremtidige avkastningen medførte altså at risikoen knyttet til å få lavere avkastning enn alternative plasseringer økte.

Dersom investor på en profesjonell måte skal håndtere risiko i sin kapitalforvaltning, så kreves det at man:

- Definerer de ulike former for risiki i kapitalforvaltningen
- Måler de ulike typer risiki
- Setter rammer for de ulike typer risiki
- Rapporterer risikoeksponeringen slik at det blir en del av selskapets beslutningsgrunnlag

Inndelingen i risikoformer kan gjøres omfattende, men la meg peke på enkelte sentrale:

Kredittrisiko — risikoen for tap hvis debitor ikke oppfylder sine forpliktelser etter avtalen

Oppgjørs- (motpartsrisiko) — risikoen for tap under gjennomføringen av handelen

Likviditetsrisiko — risikoen for tap hvis fordringen må gjøres likvid før forfall

Kurs-/renterisiko — risikoen for verdiendring

Valutarisiko — risikoen for verdiendringer som følge av endring i valutakurser

Vi ser at 3 typer risiko: kredittrisiko, oppgjørsrisiko og likviditetsrisiko kun har en nedside. Vi taper dersom kreditor ikke kan gjøre opp for seg og vi taper dersom oppgjøret ikke skjer som forutsatt, og vi lider tap dersom en lite likvid fordring må avhendes i et vanskelig marked. Kurs-/renterisiko og valutarisiko kan både gi gevinst og tap ved at verdiene endrer seg. Vi kan kalle dem med et samlebegrep ”verdiendringsrisiko”.

Min påstand er at det er en nødvendig forutsetning for selskapenes kapitalforvaltning at kapitalforvalterne kan isolere og styre de enkelte risikoelementer.

Det er først når risiko er definert, målt og satt inn i en sammenheng at man kan snakke om å håndtere risikoen. Det vesentlige i denne sammenheng er hvordan risikoen og den forventede avkastning blir for porteføljen som helhet. Et forsikringsselskap vil i sin portefølje ha plasseringer med ulike egenskaper knyttet til bl.a. kredittrisiko, kurs-/rente- og likviditetsrisiko. Det helt sentrale må være at balansen samlet har en akseptabel struktur, samtidig som de enkelte deler av balansen holder seg innenfor de rammer som er fastsatt for disse typer objekter.

Det leder opp til min påstand nr. 3:

**Porteføljen må diversifiseres slik at den samlede risikostruktur blir akseptabel. ”Asset-mix” er viktigere enn valget av enkeltpapirer.**

Det finnes mye avansert teori og mange matematiske modeller for å definere og beregne risikoen i en portefølje. Dette er ikke tid eller sted for å fordype seg i disse. La oss i stedet ta en mer intuitiv tilnærming til problemstillingen.

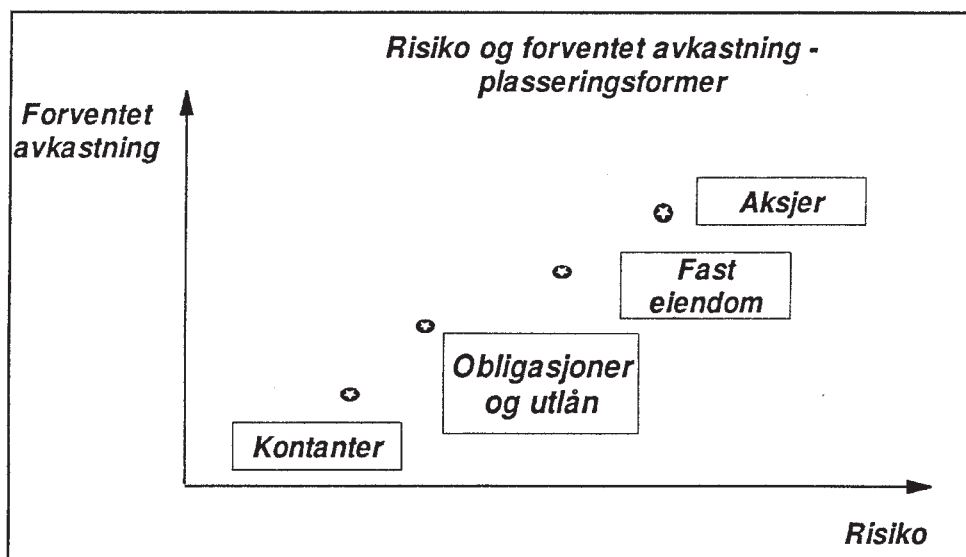
Et forsikringsselskaps balanse vil i hovedsak kunne bestå av fem plasseringsformer, hvorav utlån med pant i fast eiendom nok er mer vanlig i Norge enn i de øvrige nordisk land: Kontanter, aksjer, obligasjoner, utlån og fast eiendom. De har hver sine karakteristika med hensyn til ulike risikoformer. I og med at hver av disse kan noteres både i hjemlandets eller fremmed valuta, vil valuta være en implisitt faktor for alle fem plasseringsformer. I tillegg vil selvsagt både aksjer og obligasjoner ha ulik likviditetsgrad. bl.a. knyttet til om de er notert på børs eller ikke. Det er kombinasjonen av disse plasseringsformer som til sammen gir risikoprofilen og forventet avkastning i selskapets totale forvaltningskapital.

Risikostrukturen for de enkelte plasseringsformer i et selskaps balanse kan derfor være:

### De enkelte plasseringsformers risikostruktur

	Likviditetsrisiko	Kredittrisiko	Verdiendrisingsrisiko	”Samlet risiko”
Kontanter	Ingen	Ingen	Ingen	Lav
Aksjer	Liten/middels	—	Høy	Høy
Obligasjoner	Liten/middels	Liten	Middels	Middels
Utlån	Høy/middels	Liten/middels	Liten	Middels
Fast eiendom	Høy	—	Høy/middels	Middels/høy

Sammenhengen mellom anslaget ovenfor for "samlet risiko" og forventet avkastning, kan illustreres slik rent grafisk:



Det finnes et stort antall empiriske og teoretiske arbeider som tar sikte på å analysere forskjellen i forventet avkastning over tid mellom de ulike plasseringsformer. Det er ikke vanskelig å begrunne at forventet avkastning og risiko har den struktur som er gitt i figuren ovenfor. Plassering i aksjer og fast eiendom har størst forventet avkastning over tid, men også størst risiko. Utlån og obligasjoner har lavere forventet avkastning men også lavere risiko.

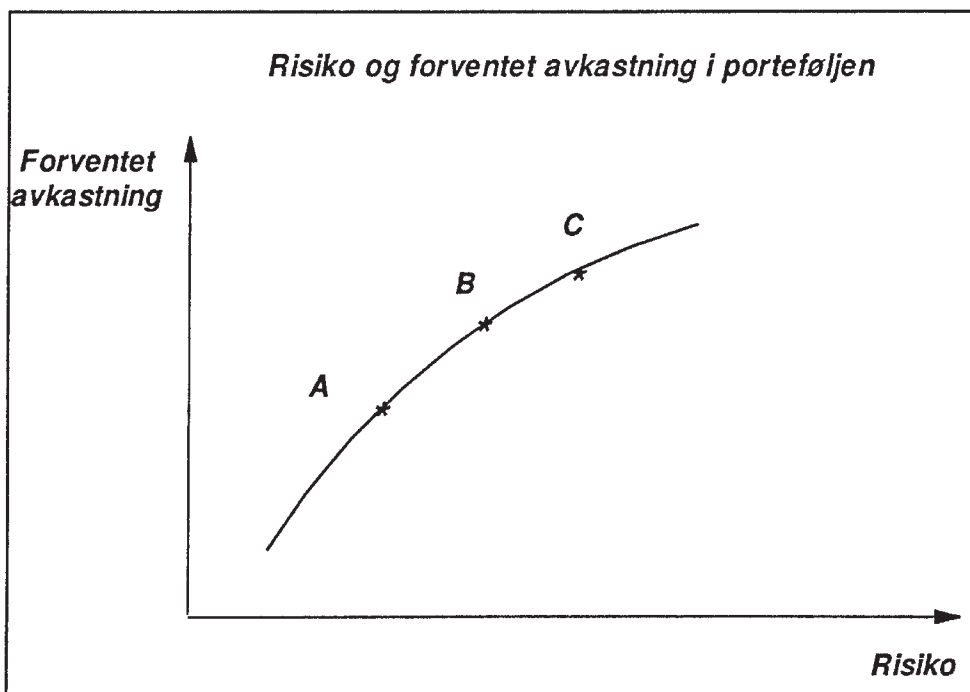
Hver av plasseringene ovenfor vil ha sine spesielle karakteristika, og porteføljen blir en slags "veid sum" av de enkelte plasseringer. Porteføljesammensetningen er langt på vei viktigere og vanskeligere enn valget av enkelt-plasseringer. Det er lett å vise at med "gal" porteføljesammensetning kan et sel-

skap få en lavere samlet avkastning enn en konkurrent, selv om selskapet har best avkastning innen hver enkelt plasseringsform.

Figuren nedenfor illustrerer tre ulike porteføljer. De er satt sammen forskjellig og har hvert sitt forhold mellom forventet avkastning og risiko. Vi kan tenke oss følgende:

- "A" er en portefølje med lav risiko og lav forventet avkastning, og består f.eks. av godt sikrede obligasjoner og utlån.
- "B" er en portefølje med et mer balansert innslag av både utlån/obligasjoner og aksjer/fast eiendom.
- "C" er en portefølje med hovedvekt på aksjer og dermed en høyere forventet avkastning og risiko.

Den observante tilhører har selvsagt sett at



jeg uten videre plasserte alle eksemplene direkte på den heltrukne linjen. Dersom det ikke skulle være tilfelle, så betyr det at investor har et forbedringspotensiale ved å bevege seg innefra og ut mot linjen. Et forbedringspotensiale som kan tas ut enten i form av å øke forventet avkastning med uendret risiko, redusere risikoen uten å redusere forventet avkastning eller en kombinasjon av disse.

Min påstand om diversifisering av porteføljen er at et forsikringsselskap som investor vil være tjent med å bruke alle plasseringsformer og på den måten få en balansert portefølje med balanse mellom risiko og forventet avkastning. Jeg argumenterer derfor for løsninger av typen "B", og som kan beskrives som "ikke legge alle egg i samme kurv". Dette kan begrunnes både teoretisk og empirisk med bakgrunn i det risikobildet jeg beskrev innledningsvis. Det krever at selskapene

braker et vidt spekter av plasseringsformer og finansielle instrumenter i sin forvaltning, noe jeg også vil komme tilbake til.

Min påstand nr 4 er derfor:

**Selskapets risikoeksponering må være i samsvar med de finansielle buffere og forpliktelser selskapet har.**

Det er i og for seg greit å tegne kurver. utfordringen er når dette skal omsettes i praksis i det enkelte selskap. Flere hensyn vil telle med i selskapets konkrete vurdering av hvilken risiko selskapet maksimalt vil kunne påta seg og dermed i vurderingen av balansens sammensetning:

- selskapets generelle holdning til risiko og avkastning, herunder profileringen i forhold til markedet. Ønsker selskapet å fremstå som

en ”høy risiko/høy avkastning”-investor eller ønsker man en mer konservativ profil i forhold til konkurrenter og marked.

- konkurrentenes porteføljesammensetning for å redusere ”konkurrentrisikoen”, altså risikoen for å få resultater som avviker for mye fra konkurrentenes dersom det går galt. Det selskap som har en svært forskjellig porteføljesammensetning i forhold til konkurrentene kan komme godt ut dersom alt går bra, men risikoen er også stor for å bli liggende håpløst etter når det går galt.

- selskapets evne til å møte kurssvingninger, dvs. de buffere man har i forhold til løpende forpliktelser. Dette punktet vil jeg utdype noe nærmere nedenfor.

Erfaringen fra de siste årene er som nevnt at svingningene i verdiene på fast eiendom og verdipapirer har vært betydelige. Vi må bare ta som en forutsetning at verdiene vil kunne svinge minst like mye i tiden fremover. Det er helt sentralt at selskapet ikke utsetter seg for større risiko i form av verdissingninger enn det man har buffere til å møte.

Hvor store bufferne i praksis er, vil avhenge både av selskapets kapitalstruktur og de enkelte lands minstekrav til kapitaldekning i et forsikringsselskap. Norske regler krever f.eks. en ansvarlig kapital som minst skal tilsvare 5% (stigende til 8% i 1997) av selskapets risikovektede balanse. Andre land vil sette krav til solvenskapitalen, og selskapets buffere må sees i forhold til disse kravene. Kravene kan også formuleres direkte, f.eks. ved å si at verdifall som følge av 3% renteøkning med tilhørende fall i obligasjonskursen sammen med 25% fall i aksje- og eiendomsverdier ikke skal kunne utgjøre mer enn selskapets ansvarlige kapital. En ramme av denne typen vil ha konsekvenser både for selskapenes porteføljesammensetning og for valget av enkelt-papirer, f.eks. når det gjelder løpetid m.v. i

obligasjonsbeholdningen.

Dersom selskapet ikke har buffere slik at man kan møte sine forpliktelser også under dårlige tider, så må det ha klare konsekvenser for hvilken samlet risiko man maksimalt kan tillate i porteføljen. Blir man tvunget til å realisere verdier i nedgangstider, så kan konsekvensene for avkastningen bli betydelige. Erfaring viser at hvis man realiserer verdier — spesielt aksjer — til bunnkurs, så er det vanskelig å kompensere realisert tap når aksjekursene er på bunnen med gevinster når kursene stiger.

Kunnskap om risikostrukturen i porteføljen og mulighetene for å håndtere risikoen er — spesielt for et livsforsikringsselskap — helt nødvendig for å kunne utforme livsforsikringsprodukter. Livsforsikring er å påta seg en langsiktig økonomisk forpliktelse overfor kundene, først og fremst definert som en langsiktig renteforpliktelse. Det må være sammenheng mellom den forpliktelse som vi har som forsikringsgiver og den forventede avkastning vi med stor grad av sikkerhet kan forvente som kapitalforvalter. Den store utfordringen i tiden fremover vil være — i en økonomi med lav rente — å sikre de formelle forpliktelser samtidig som man oppnår en samlet mest mulig konkurransedyktig avkastning og bevarer eller bedrer selskapets finansielle buffere.

Min påstand nr 5 er knyttet til bruken av nye finansielle instrumenter:

### **Nye instrumenter må tas i bruk for å styre risiko og sikre avkastning.**

De siste år har vist en kraftig vekst i nye finansielle instrumenter av typen opsjoner, futures, terminkontrakter osv. Min påstand er at dette — gjort på en forsvarlig og velbegrunnet måte — er nyttig for å styre risikoen i kapitalforvaltningen, slik at det blir den ønskede sammenheng mellom risiko og forventet

avkastning.

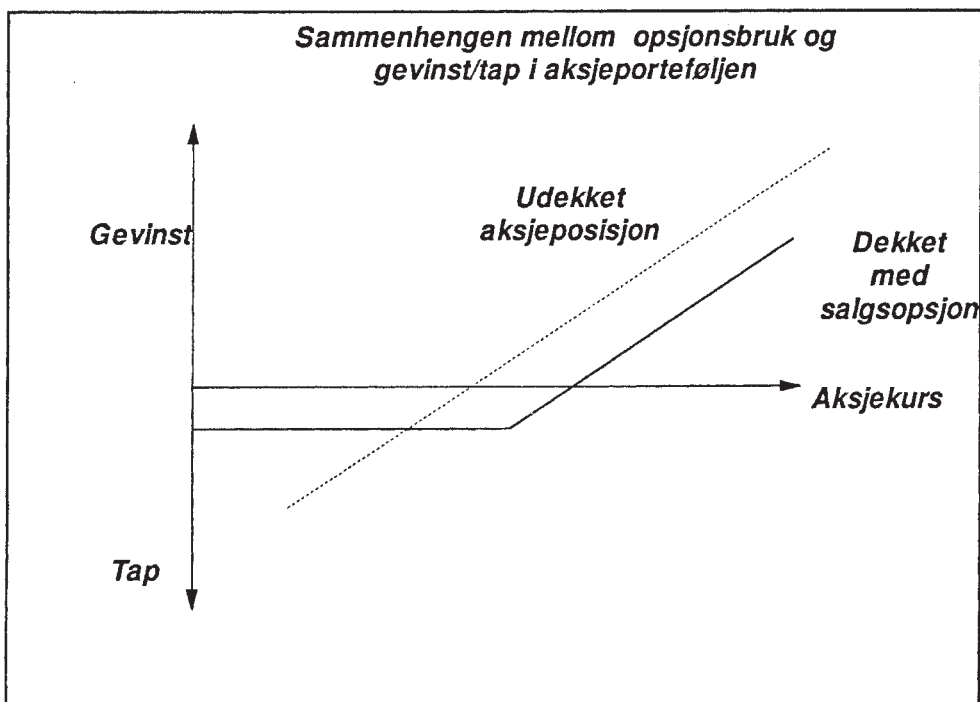
I kapitalforvaltningen brukes uttrykket finansielle derivater om instrumenter som er avledet fra de tradisjonelle direkte plasseringer i de underliggende verdipapirer. Omfanget av slik instrumenter er enormt og antagelig en av de mest hurtigvoksende virksomheter i den vestlige verdien. I seg selv så er det betenkelig fra et risikosynspunkt, fordi det gjør oversikten vanskelig, bruken komplisert og kravene til investor større. Det kjente revisjonsfirmaet Coopers & Lybrand har laget "a guide to financial instruments", kalt "The financial jungle". Boken er på 684 sider, men er alt 2—3 år gammel. Jeg vet ikke om de våger seg på en oppdatering!

Dette er likevel instrumenter som er kommet for å bli, og er i dag en helt naturlig del av porteføljeforvalterens verktøykasse. De kan

brukes til å øke eller redusere risikoen, men brukt riktig kan de i et forsikringsselskaps portefølje:

- redusere risiko ved at man eksponerer f.eks. en opsjonspremie og ikke hele hovedstolen. Maksimal tapsrisiko er det man har betalt for opsjonen og ikke verdien av aksjene man har opsjon på.
- stabilisere avkastning ved f.eks. kjøp av en salgsoptjon, slik at det sikres en minstepris ved salg av aksjer.
- gjøre det mulig å endre porteføljens risikostruktur uten å måtte endre porteføljens sammensetning, noe som kan være både kostbart og tidkrevende.

Figuren viser et enkelt eksempel på hvordan bruk av en salgsoptjon reduserer risikostrukturen i en aksjeforfølje.



Jeg forventer en økende bruk av derivater, det er først og fremst et spørsmål om prisen på instrumenter i forhold til andre finansielle instrumenter. Derivater krever et underliggende godt fungerende kapitalmarked, setter krav til investors systemer med hensyn til oppfølging, rapportering og kontroll.

Min påstand nr 6 er:

**Vi må ha en åpen holdning til nye geografiske områder.**

Et annet forhold som er blitt ytterligere aktualisert, er selskapenes plasseringer utenfor Norden og de tradisjonelle europeiske/amerikanske markeder. Jeg forventer at vi i økende grad må rette våre øyne også mot andre markeder, bl.a. i Asia. Dette først og fremst fordi den økonomiske veksten har vært særlig sterk i disse deler av verden. Ingen trenger å fortelle meg at investeringer i f.eks. Asia kan være risikofylte. Det er langt unna, det er andre samfunnsforhold, andre språk og regler osv. osv. Vi må likevel stille oss to

sentrale spørsmål:

- Tør vi avstå fra å investere i nye markeder dersom vi forventer bedre avkastning i disse enn i andre, tradisjonelle markeder?
- Tør vi fra et risikosynspunkt avstå fra den reduksjon av risiko som ligger i å spre våre plasseringer på flere markeder?

Etter mitt syn er svaret nei på begge spørsmål, og det er etter mitt syn naturlig med en gradvis sterkere involvering i disse markeder fra de nordiske forsikringsselskaper. En slik diversifisering innebærer en spredning av risiko, men setter ytterligere krav til våre systemer, våre analyser og vår evne til å håndtere risiko. Når jeg ser spørsmålet om nye markeder i sammenheng med bruken av nye instrumenter, så er det nettopp fordi vi gjennom bruk av bl.a. opsjoner på en indeks i et marked kan oppnå muligheter for gevinster med en kontrollert og kjent risiko.

Jeg vil avslutte med en 7. påstand, og håper at den i noen grad kan være en konklusjon på de tanker jeg her har presentert:

**All erfaring er av tidsbegrenset verdi, og fremtiden er usikker. Gode kunnskaper og solid kapitalbase er det eneste sikre!**