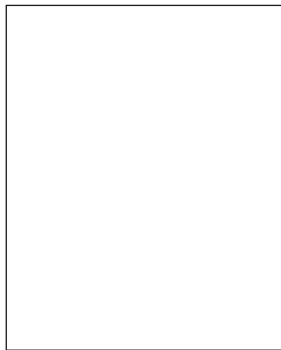


# Kapitalförvaltning\*

## Avkastning och Riskexponering

av **Gunnar Andersson**, f.d. avdelningschef i Finansinspektionen och sedan 1994-06-01 VD för Livförsäkringsaktiebolaget LIVIA



*Gunnar Andersson*

Ett av de områden inom försäkringsbranschen som på senare tid med rätta uppmärksamhets allt mer är försäkringsbolagens *kapitalförvaltning*. Av tradition har man alltid haft mycket god kontroll över *skuldsidan* i försäkringsbolag. Det kan vara på sin plats att göra en reservation för skadeförsäkringsbolag som inte varit kringgärdade av fullt så rigorösa regler på skuldsidan som livförsäkringsbolag varit och fortfarande är.

Jag kommer här att beröra kapitalförvaltningen i försäkringsbolag med särskild tonvikt på *avkastning* och *riskexponering*.

För att illustrera mina påståenden i detta anförande har jag valt att använda en del numeriska exempel från den svenska försäkringsmarknaden. Speciellt har jag valt illustrationer från svenska livförsäkringsbolag.

### Avreglering

Den påverkan som utvecklingen på kapitalmarknaden i Sverige fått på försäkringsbranschen är inte unik för Sverige utan liknande utveckling har kunnat observeras i flera länder.

Om man blickar tillbaka ett decennium kan man med fog påstå att försäkringsbranschen har gått igenom ett av de mest dramatiska decennierna under 1900-talet. Från att ha varit en hårt reglerad marknad har många delar av regelverket för bedrivande av försäkringsverksamhet mjukats upp. Speciellt gäller det inom områden som produktutveckling samt marknadsföring av nya produkter. Denna uppmjukning har nu även nått de regler som styr försäkringsbolagens kapitalplaceringar där vi nu

står inför en liberalisering. Begrepp som risk-spridning och enhandsengagemang kommer att få en större betydelse än de hittills haft för försäkringsbranschen.

Liberaliseringen av regelverket för kapitalplaceringar inom försäkringsbranschen i Sverige kan man se som ett led i en längre process där ett antal penningpolitiska instrument under en följd av år successivt har avskaffats. En uppställning av de viktigaste förändringarna finns i Tabell 1. Trots den relativt snabba takt i vilken förändringar har genomförts har avregleringen av de penningpolitiska instrumenten ändå inte påverkat försäkringsbranschen i så hög grad. Detta sagt i skenet av hur avregleringen inom banksektorn har varit

\* Föredrag på Nordisk Försäkringskongress 26 augusti 1993.

## Tabell 1

### **Avreglering av penningpolitiska instrument 1978-91.**

---

1978	Reglering av bankernas inlåningsräntor
1980	Reglering av räntor på företagsobligationer
1982	Reglering av försäkringsbolagens utlåningsräntor
1983	Likviditetskvoter för banker
1984	Nettoplaceringskrav för försäkringsbolag
1985	Utlåningstak för finansbolagens leasing
1985	Placeringskrav på sakförsäkringsbolag
1985	Utlåningsbegränsning för kommun- och företagsfinansierande institut
1985	Reglering av bankernas utlåningsräntor
1985	Utlåningstak för bankernas utlåning i svenska kronor
1985	Utlåningstak för finansbolagens lån
1985	Lånerekommendation för bostadsfinansierande instituts oprioriterade utlåning
1986	Bruttoplaceringskrav för bankerna avseendebostadsobligationer
1988	Avskaffande av emissionskontrollens löptidsbegränsningar
1991	Reglering av försäkringsbolagens räntor på indexlån
1991	Kassakrav på finansbolag

---

en av de stora bakgrundsorsakerna till den bankkras som vi upplever idag.

För de svenska livförsäkringsbolagen, som är stora placerare på de svenska finansiella marknaderna, vill jag utöver den ovan nämnda avregleringen nämna ytterligare en händelse, som haft en avgörande betydelse för utvecklingen.

Denna andra händelse inträffade i november 1984 när svenska livförsäkringsbolag för första gången i modern tid började konkurrera om kunderna med hjälp av återbäringsräntan på pensionförsäkring. Från att ha varit en mycket strikt hållen och reglerad marknad såg vi nu de första tecknen på att bolagen började agera mer självständigt. Det blev accepterat att konkurrera om kunderna med hjälp av återbäringsräntan.

Då kändes det ovant att den förhållandevis konservativa livförsäkringsmarknaden skulle tillåtas att agera på det sättet. Idag, cirka tio år senare, anser jag att det i sak var rätt att denna möjlighet öppnades. Emellertid anser jag att

det finns anledning att fundera på, låt vara i skenet av det förgångna, om man inte släppte för mycket på kontrollen över bolagens agerande i återbäringsfrågan.

### **Avkastning**

---

Utvecklingen under de senaste tio åren har som nämnts i inledningen varit dramatisk. Om man studerar branschens totalavkastning under denna period kan man ställa sig frågan vad en lämplig mix i en placeringsportfölj borde vara. Detta mot bakgrund av att placeringsreglerna har tvingat bolagen att placera en stor del av sina tillgångar i räntebärande papper.

Det kan vara av intresse att nämna att i samband med den internationalisering som nu pågår inom många länders lagstiftning förändras kraven även på hur bolagen placerar sina tillgångar. I Sverige kommer de kommande placeringsreglerna att tvinga bolagen att fastställa en utförlig strategi för medelsförvaltningen. I denna strategi skall det framgå vilka risknivåer bolaget får ha för olika typer av

finansiella instrument.

Dessa förändrade krav är i flera bolag till stor del redan tillgodosedda vilket gör att det inte behöver bli så stora förändringar. Det gäller företrädesvis i de större bolagen.

Ur tillsynssynpunkt medför liberaliseringen av placeringsreglerna och vidhängande krav på placeringsstrategier att det förs in en annan dimension av tillsynen av kapitalförvaltningen. Stora bolag med väl organiserade finansavdelningar arbetar som jag nämnt sedan lång tid tillbaka med väl genomtänkta placeringsstrategier.

Många mindre försäkringsbolag har emellertid en mer begränsad tillgång till expertis vad avser dylika frågor. En mer aktiv tillsyn måste därför bedrivas i dessa frågor avseende mindre bolag.

Om man för ett ögonblick återvänder till utvecklingen under de senaste åren kan det vara intressant att jämföra två bolag med olika placeringsstrategier. För illustrationens skull har jag valt ett bolag med ett stort innehav i räntebärande papper och jämfört det med ett bolag som placerar mycket i aktier och följaktligen varit mer återhållsamma vad avser räntebärande papper.

Orsaken till att bolagen har så olika sammansättningar på placeringsportföljerna är dels att de arbetar inom olika produktområden, och därför bland annat kan behöva vara mer eller mindre likvida, och dels att ledningarna för bolagen helt enkelt tillämpar olika placeringsstrategier.

Tabellerna 2-3 (på nästa sida) illustrerar skillnaderna i placeringsstrategier och totalavkastningar mellan de två utvalda bolagen.

Att ett bolag som väljer att placera i räntebärande papper genomgår en förhållandevis lugn utveckling genom åren, mätt i totalavkastning på placeringsportföljen, är naturligtvis inte särskilt anmärkningsvärt. Det förtjänar ändå att betonas med tanke på att placeringsstrategin i ett livförsäkringsbolag måste avspegla

långsiktigheten som finns i bolagets produkter.

En stor andel räntebärande papper har inneburit en jämn och hög totalavkastning genom åren.

Om placeringsstrategin emellertid hyllar diversifieringstanken, dvs placerar mycket även i aktier och fastigheter vid sidan av räntebärande papper, betyder det att man samtidigt är mer exponerad för variationer i avkastningen.

Mot bakgrund av vad som förevarit på olika börser runt om i världen under de senaste fem åren finns det risk för att omvärlden förhastat ger uttryck för en viss kritik riktad mot bolag som har stora tillgångar placerade i aktier och fastigheter/fastighetsaktier (dvs såväl direkt som indirekt ägda fastigheter). I det sammanhanget är det emellertid viktigt att påpeka att de svenska livförsäkringsbolagen har historiskt sett haft en mycket god avkastning och även om man fått acceptera kraftiga svängningar i värdena på sina portföljer den senaste tiden har man på det stora hela taget kommit mycket väl ut.

En annan slutsats som man kan dra när man studerar bolagens räntebärande portföljer är att

Svenska livförsäkringsbolags totalavkastningar ligger på ungefär samma nivå vad avser deras räntebärande placeringar.

Framtiden är naturligtvis det som alla vänder blickarna mot. Enligt de prognoser som finns tillgängliga för 1993 kan man räkna med att

Bolag med en hög andel av aktier kommer (sannolikt) att få en hög avkastning under 1993.

Vidare är det tydligt att

Avkastningen på den räntebärande portföljen är fortsatt hög.

## **Riskexponering**

---

**Tabell 2****Placeringsfördelning och totalavkastning för ett bolag med hög andel räntebärande placeringar, typiskt för ett ungt bolag.**

År	1989	1990	1991	1992	1993
<b>Tillgångsslag:</b>					
<i>Placeringsfördelning i %:</i>					
- räntebärande	96	96	95	93	92
- aktier	2	3	4	6	8
- fastigheter	2	1	1	1	0
<i>Totalavkastning i %:</i>					
- räntebärande	5.2	14.5	18.8	14.8	-
- aktier	-5.0	-32.8	-4.2	17.5	-
- fastigheter	51.2	-6.3	-45.7	-16.9	-
- totalt	5.7	12.8	16.9	14.5	-

**Tabell 3****Placeringsfördelning och totalavkastning för ett bolag med en mer diversifierad portfölj, typiskt för ett äldre bolag.**

År	1989	1990	1991	1992	1993
<b>Tillgångsslag:</b>					
<i>Placeringsfördelning i %:</i>					
- räntebärande	44	50	56	59	59
- aktier	36	30	30	29	32
- fastigheter	20	20	14	12	9
<i>Totalavkastning i %:</i>					
- räntebärande	6.6	14.2	17.2	12.8	-
- aktier	21.3	-26.8	7.1	4.1	-
- fastigheter	20.9	7.0	-24.6	-15.2	-
- totalt	14.1	-2.8	5.7	6.2	-

Ett försäkringsbolag har till uppgift i sin verksamhet att ta risker. Utöver de traditionella försäkringsriskerna är man också exponerad för finansiella risker av olika slag.

Under senare tid har mycket arbete lagts ner internationellt på att dels identifiera olika finansiella risker och dels att kontrollera/begränsa dem. I och med att antalet typer av risker som identifieras ständigt växer blir också problemet med att mäta dem mer akut. Med ett

liberalare placeringsreglemente växer antalet olika typer av instrument som blir föremål för placering och därmed också antalet finansiella risker. Att förvalta ett försäkringsbolags tillgångar på ett effektivt sätt kräver betydligt mer av de ansvariga idag än vad det gjorde tidigare.

**Mätning av finansiella risker**

Sett från en tillsynsmyndighets horisont mäs-

te bättre mätmetoder för att mäta den finansiella risken utvecklas. Det kommer att ställa andra krav på rapporteringen från bolagen till tillsynsmyndigheten.

För att illustrera de problem som kan finnas i samband med att man försöker genomföra en effektiv riskuppföljning av en placeringsportfölj går jag här igenom ett antal olika typer av finansiella risker.

### **Nominellt riskmandat**

Ett försäkringsbolags placeringsstrategi läggs normalt fast av bolagets styrelse/ledning. Den ges ofta uttryck som en instruktion där man skiljer mellan olika tillgångsslag, en diversifiering. En instruktion skall omfatta alla typer av tillgångsslag som bolaget väljer att placera i

inklusive samtliga derivatinstrument.

Likviditetsrisken kan illustreras av bolagets uppdelning av tillgångar i noterat respektive onoterat innehav. En sådan uppdelning förutsätter naturligtvis en marknadsnotering på en väl fungerande marknad där prissättning för instrumenten i fråga finnes.

Genom att man handlar i utländska instrument exponerar man sig för en valutarisk. Valutariskmandatet kan begränsas genom maximalbegränsningar i respektive valutor. Ett sätt att mäta valutarisken är till exempel genom att studera värdet förändringen vid en kursförändring på t ex 5% i en enskild valuta.

Sammanfattningsvis kan ett exempel på ett nominellt mandat se ut som följer:

**Tabell 4**

### **Exempel på nominellt riskmandat, angiven i procent av bolagets totala placeringar.**

	Totalt mandat	varav		
		valuta	noterat	onoterat
<b>Tillgångsslag:</b>				
- räntebärande	50	10	30	10
- aktier	25	10	10	5
- fastigheter	25	5	-	20
- summa	100	25	40	35

### **Kreditrisk- och motpartsmandat**

Med motpartsrisk menas den förlust som skulle kunna inträffa om en uppgjord affär inte går igenom (dvs förlusten i en positiv position i en affär).

Bolaget måste alltid sätta en övergripande begränsning (kreditlimit) för respektive motpart. Denna limit innehåller exponeringen i alla typer av finansiella instrument mot en motpart. Denna kan sedan delas upp på respektive portfölj.

### **Ränte- och kursriskmandat**

Idag finns ingen rapportering över försäkringsbolagens ränterisker till tillsynsmyndigheten. Ränterisken i ett försäkringsbolags placeringsportfölj skulle kunna mätas genom att uppgifter om t ex durationen i portföljen inhämtades (inklusive derivatinstrument). Detta skulle kompletteras med en uppgift om hur mycket värdet av placeringarna skulle påverkas vid en parallellförskjutning av avkastningskurvan med förslagsvis 1% på alla löptider. Detta mått skulle illustrera, i monetära termer, hur mark-

nadsvärdet och därmed avkastningen skulle förändras (prisrisk) vid en sådan omedelbar ränteförändring. Vidare skulle en Gap-analys kunna ge en illustrativ indikation på bolagets återinvesteringsrisk.

För att fånga upp kursrisken i aktiemarknadsinstrumenten skulle en modell där bolaget får presentera hur det påverkas av en +/- 10%-ig förändring av index. En annan tanke skulle kunna vara att man delade upp bolagens noterade portföljer i en del som svarade mot index (motsvarar den systematiska aktiemarknadsrisken) och i en annan del som skulle kunna bedömas separat.

### ***Fastighetsrisk***

Ett bolags avkastningsrisk i fastigheter skulle kunna illustreras genom en uppgift på hur bolaget skulle påverkas värdemässigt av en procentuell förändring av direktavkastningskravet för alla typer av fastigheter. Detta mått skulle kunna kompletteras med ett mått som visar bolagets genomsnittliga återstående hyreskontraktstid i fastigheterna. Fastigheter med långa (höga) hyresavtal torde värderas högre än fastigheter där hyresförhandling är nära förestående.

### ***Derivatrisk***

Flera risker förknippade med derivatinstrument är desamma som för värdepapper. Efter-

som derivatinstrument i stor utsträckning används för hedging måste man vid bedömningen av ett bolags totala finansiella risktagande göra denna bedömning på portföljnivå. Exempelvis kommer ett bolag som har ett stort antal säljoptioner att erfara att värdet på dessa faller om aktiekurserna stiger.

Om bolaget samtidigt har ett avistainnehav av motsvarande aktier kommer eventuella premieförluster på optionerna att jämnas ut av kursstegringen. Det är samma sak för räntebärande instrument. Om ett bolag till exempel vill minska durationen i portföljen kan bolaget sälja terminer istället för avista och ändå få samma effekt på ränterisken.

### ***Avkastningsuppföljning***

En uppföljning av bolagens avkastning i förhållande till det finansiella risktagande som bolagen tar skulle kunna följas upp på kort- och långtidsbasis i den rapportering som bolagen lämnar till tillsynsmyndigheten. För närvarande sker i Sverige en kvartalsvis uppföljning av bolagens totalavkastning. En närmare analys av denna skulle kunna göra det möjligt för tillsynsmyndigheten att bedöma om bolagen får tillräcklig avkastning på sitt finansiella risktagande.