

FÖRDJUPNING – Sammanlänkningen mellan försäkringsföretag, AP-fonder och banker via valutamarknaden

Försäkringsföretag, AP-fonder⁶⁶ och svenska banker kopplas samman på valutamarknaden då de genom den kan tillfredsställa varandras olika behov av valuta. Försäkringsföretagen och AP-fonderna finns på valuta-marknaden eftersom de har valt att investera i utländska tillgångar men samtidigt inte vill vara fullt exponerade mot de valutarisker som sådana investeringar medför. Bankerna finns där för att erbjuda den valuta som kunderna efterfrågar och i gengäld ta del av den finansiering i kronor som ordnas via valutamarknaden. När aktörerna ingår i en valutaaffär, där olika valutor byts mot varandra, skapas ett samspel där alla får den valuta de vill ha. När tillgången på utländsk valuta försämras så störs detta samspel. Det visar erfarenheterna från den globala finanskrisen 2008-09 och nuvarande coronapandemi. Denna fördjupning fokuserar på hur de svenska försäkringsföretagen, AP-fonderna och bankerna kopplas samman genom valutamarknaden, och vilka risker det kan innebära för den finansiella stabiliteten.

Svenska företag behöver utländsk valuta

Sverige är en liten öppen ekonomi med stor handel med utlandet och med ett finansiellt system som är beroende av de internationella finansiella marknaderna. Dessutom är en stor del av de svenska hushållens pensioner placerade i utländska tillgångar. Det innebär att det finns ett behov hos de svenska icke-finansiella företagen och de företag som förvaltar de svenska hushållens pensionstillsättningar att få tillgång till utländska valutor och att kunna hantera valutarisk. De svenska bankerna kan hjälpa företagen med dessa behov genom att ingå olika finansiella kontrakt och genomföra transaktioner med utländsk valuta. För att kunna erbjuda sådana transaktioner behöver dock de svenska bankerna först få tillgång till utländsk valuta genom att låna den på de finansiella marknaderna.

Ofta sämre tillgång till utländsk valuta under stressade perioder

Behovet av utländsk valuta hos olika aktörer i det finansiella systemet är dock förknippat med risker, som tenderar att materialiseras under stressade perioder. Detta illustreras inte minst av händelseutvecklingen under coronapandemin där en generell brist på amerikanska dollar försämrade de svenska bankernas möjligheter att låna dollar på de internationella finansiella marknaderna (se även kapitlet "Sårbarheter och risker i det finansiella systemet"). Även under den globala finanskrisen

2008-09 försämrades tillgången till dollar kraftigt. Såväl nu som då blev följden att det blev både svårare och dyrare för andra företag i den svenska ekonomin att få tag på dollar.

De tidigare erfarenheterna och det svenska finansiella systemets höga grad av utlandsberoende gör det viktigt att förstå både hur sammanlänkningarna mellan de olika aktörerna i det svenska finansiella systemet ser ut och hur problem i en del av kedjan lätt kan spridas till andra delar. I den här fördjupningen fokuserar vi på hur de svenska försäkringsföretagen, AP-fonderna och bankerna kopplas samman genom valutamarknaden, och vilka risker det kan innebära för den finansiella stabiliteten.

De svenska försäkringsföretagen och AP-fonderna placerar stora tillgångar i utländsk valuta

För att skydda sig ekonomiskt mot olika typer av risker respektive för att pensionsspara betalar svenska sparare och försäkringstagare löpande in premier och sparande i kronor till försäkringsföretagen. Dessa tillgångar kallas placeringstillgångar och är ett kapital som försäkringsföretagen förvaltar för att kunna leva upp till sina åtaganden.⁶⁷ Även de statliga AP-fonderna förvaltar tillgångar (buffertkapital), men där är syftet istället att kunna hantera de skillnader som kan uppstå mellan årets inbetalade pensionsavgifter och årets utbetalningar i det statliga pensionssystemet.⁶⁸

Vid utgången av fjärde kvartalet 2019 uppgick de svenska försäkringsföretagens placeringstillgångar till drygt 5 400 miljarder kronor. Motsvarande belopp för AP-

⁶⁶ AP-fonderna är allmänna pensionsfonder som funnits i Sverige sedan 1960-talet. De har ändrat karaktär, namn och inriktning genom åren. Den nuvarande uppdelningen skapades 2001.

⁶⁷ En del av placeringstillgångarna förvaltas av kunderna själva (exempelvis fondförsäkringar).

⁶⁸ Dessutom förvaltar Sjunde AP-fonden pensionsmedel åt svenska folket inom ramen för premiepensionssystemet.

fondernas tillgångar var cirka 1 700 miljarder kronor.⁶⁹ Tillsammans motsvarar de två aktörernas tillgångar cirka 140 procent av Sveriges BNP. Nästan alla tillgångar är placerade i aktier och obligationer i olika valutor. Vid utgången av fjärde kvartalet 2019 var drygt 30 procent⁷⁰ av försäkringsföretagens placeringstillgångar (1 054 miljarder kronor) och cirka 65 procent av AP-fondernas tillgångar (1 106 miljarder kronor) i utländsk valuta (se diagram 47).

Utländska placeringar sprider riskerna...

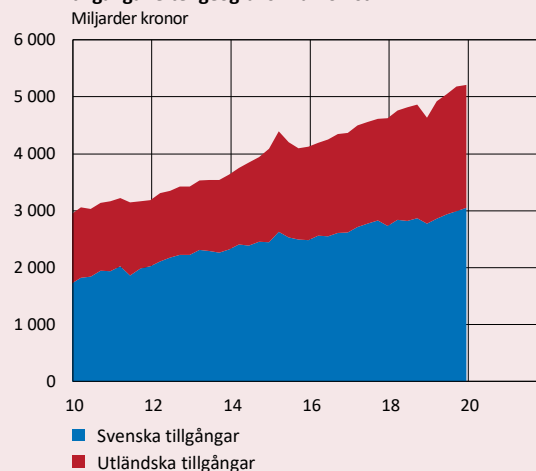
Att försäkringsföretagen och AP-fonderna placerar i utländska tillgångar beror på att de vill diversifiera sina tillgångar för att sprida riskerna och potentiellt höja den riskjusterade avkastningen.⁷¹ På så sätt får också deras försäkringstagare och pensionssystemet tillgång till en global marknad och den avkastning som det kan innebära. Dessutom har aktörerna tillsammans så stora tillgångar att det kan bli svårt för dem att investera tillräckliga summor på vissa svenska tillgångsmarknader utan att påverka prisbildningen i alltför stor utsträckning.

... men ger samtidigt upphov till valutarisk

Delar av försäkringsföretagens och AP-fondernas tillgångar (placeringar) är alltså i utländsk valuta. Samtidigt är deras skulder, det vill säga de åtaganden som de har till försäkringstagare och pensionssystemet, nästan uteslutande i kronor. Skillnaden i valuta mellan tillgångar och skulder ger upphov till *valutarisk*, det vill säga risken att göra förluster i det fall att valutakurserna utvecklas ofördelaktigt.

För att minska eller undvika sådana valutarisker kan försäkringsföretagen och AP-fonderna *valutasäkra* sina utländska placeringar, det vill säga begränsa sin valutarisk, genom olika finansiella transaktioner med banker.

Diagram 47. Försäkringsföretagens och AP-fondernas tillgångar efter geografisk härkomst



Anm. Försäkringsföretagens egna fondinnehav och försäkringstagarnas fondförsäkringar har exkluderats med anledning av det som nämns i fotnot 70. Dessa innehav uppgick till drygt 1 900 miljarder kronor vid utgången av fjärde kvartalet 2019 och kan inte var för sig separeras efter härkomst i underliggande data. AP-fonderna definieras enligt fotnot 69.

Källa: SCB

Regelverk och interna riktlinjer syftar till att minska valutarisken

Försäkringsföretagen valutasäkrar framför allt sina placeringar i utländska obligationer och endast en mindre andel av placeringarna i utländska aktier.⁷² Regelverken säger inte att försäkringsföretagen måste valutasäkra en viss andel av sina utländska innehav. Däremot minskar sådan valutasäkring försäkringsföretagens risker och därmed får de också lägre kapitalkrav. Många försäkringsföretag har även själva valt att begränsa sådan valuta-exponering i sina interna placeringsriktlinjer.

För AP-fonderna är situationen annorlunda då de lyder under ett annat regelverk än försäkringsföretagen. Av AP-fondernas (Första till Fjärde AP-fonden) tillgångar får högst 40 procent vara utsatt för valutarisk.⁷³ Till skillnad från försäkringsföretagen måste de således begränsa sitt utländska innehav till 40 procent eller valutasäkra överstigande andel.

⁶⁹ Definierat som "sociala trygghetsfonder", vilket egentligen är ett bredare begrepp. Det inkluderar AP-fonderna i det allmänna pensionssystemet (dvs. Första-Fjärde och Sjätte AP-fonderna), men även den traditionella försäkringen inom premiepensionssystemet samt vissa andra tillgångar och skulder som Pensionsmyndigheten förvaltar inom premiepensionssystemet (dock ej fondtorget eller Sjunde AP-fonden).

⁷⁰ Siffran är exklusive fondförsäkring, eftersom dessa tillgångar vanligtvis inte valutasäkras (försäkringstagarna väljer själva vilka fonder de vill placera i ifrån det utbud som respektive försäkringsföretag tillhandahåller och bär således själva placeringsrisken), och egna fondinnehav, eftersom dessa tillgångar inte kan separeras

efter geografisk härkomst (utöver tillsammans med fondförsäkringarna i underliggande data).

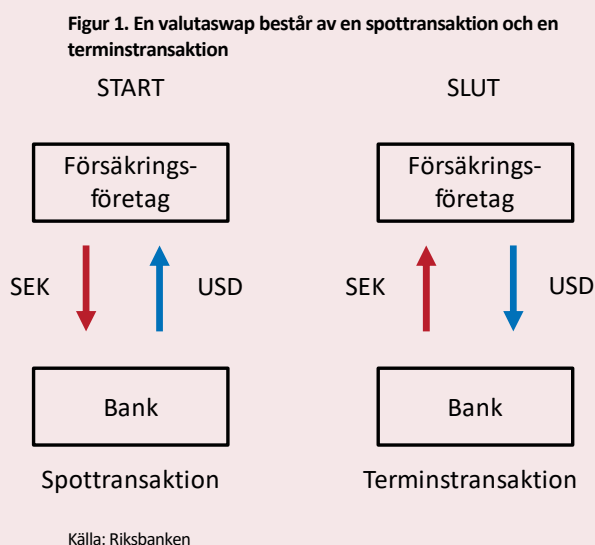
⁷¹ Riskjusterad avkastning är avkastning med hänsyn till hur mycket risk man tagit för att uppnå denna avkastning.

⁷² Det beror på att valutakursrisken anses hög i förhållande till den avkastning som obligationerna ger. Men för aktier så anses i stället aktiekursrisken vara högre än valutakursrisken, varför många aktörer bedömer att ingen eller endast låg valutasäkring är nödvändig.

⁷³ Lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder).

Valutamarknaden används för valutasäkring

För att kunna köpa utländska tillgångar och samtidigt minska eller undvika valutarisk väljer alltså försäkringsföretagen och AP-fonderna att valutasäkra sina utländska placeringar genom olika finansiella transaktioner med banker. Ett vanligt derivatinstrument i sådana transaktioner är en valutaswap.⁷⁴ En valutaswap består av både ett köp och en försäljning av samma valutarpar (exempelvis USD/SEK) men vid två olika tillfällen (se figur 1).



När ett försäkringsföretag eller en AP-fond får in nya premier som de vill placera i utländska tillgångar behöver de ingå i en valutaswap om de vill undvika den valutarisk som placeringen medför.⁷⁵ Försäkringsföretaget köper då först utländsk valuta, exempelvis dollar, från en bank i utbyte mot kronor genom en spottransaktion. Sedan använder försäkringsföretaget den utländska valutan till att köpa exempelvis en utländsk obligation. Samtidigt som denna spottransaktion ingås inträder försäkringsföretaget även i ett terminskontrakt där det i framtiden förbinder sig att sälja tillbaka den utländska valutan till banken i utbyte mot kronorna. När terminskontraktet förfaller ska försäkringsföretaget alltså lämna tillbaka den utländska valutan och banken ska lämna tillbaka kronorna. Man kan säga att valutaswappen i detta exempel innebär att försäkringsföretaget har lånat utländsk valuta och banken

⁷⁴ Begreppet valutaswap används synonymt med *FX-swap* i denna fördjupning. Utöver sådana swappar finns det även *cross-currency basis-swappar* (CCY-swappar), vilka har längre löptider och även inkluderar räntebetalningar under kontraktets löptid. CCY-swappar används i mycket mindre utsträckning mellan nämnda aktörer och berörs därför inte vidare i denna fördjupning.

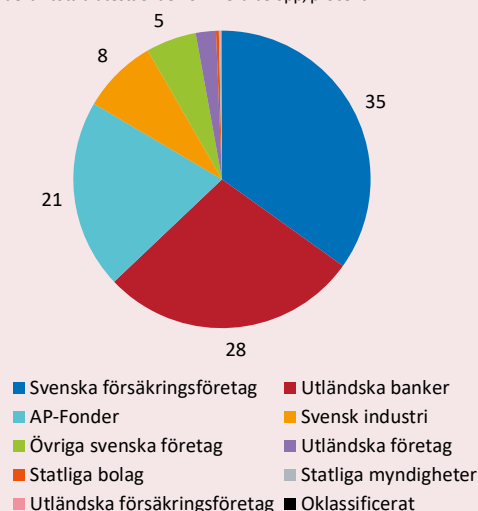
⁷⁵ Att använda valutaswappar tar dock inte bort alla risker. Om en aktör önskar att valutasäkra en tillgångs värde på 100 dollar med en valutaswap så är det endast det initiala beloppet som är valutasäkrat genom swappen, eventuell värdestegring hos tillgången omfattas inte av valutasäkringen. Därtill finns det *refinansieringsrisk* kopplad till valutaswapparna, förutsatt att de är tänkta att förnyas när de förfaller, vilket är risken att inte kunna få tillgång till en ny valutaswap när den ska förnyas alternativt att valutaswappen är dyrare att ingå vid den tidpunkten. Ju kortare löptid

har lånat kronor under en viss tid mot säkerhet i den andra valutan.⁷⁶

Vanligt med valutaswappar med kort löptid

Storbankerna i Sverige är ofta motparter till försäkringsföretagen och AP-fonderna i valutaswappar (se diagram 48). Trots att försäkringsföretagen och AP-fonderna ofta placerar i utländska tillgångar med mycket långa löptider⁷⁷ använder de oftast valutaswappar med 3-4 månaders löptid för att valutasäkra sådana placeringar (se diagram 49). Det finns sannolikt flera skäl till denna skillnad i löptid. Ett sådant är att det ofta är dyrare för kunderna att ingå valutaswappar med längre löptider.⁷⁸ Samtidigt vill försäkringsföretagen och AP-fonderna ha flexibilitet så att de vid behov kan justera sina valutasäkrade utländska placeringar. Det får de i större utsträckning när de använder kortare valutaswappar.

Diagram 48. Storbankerna i Sveriges motparter i valutaswappar
Andel av totala utestående nominella belopp, procent



Anm. Med valutaswappar avses här både enskilda terminstransaktioner och valutaswappar (där en spot- och en terminstransaktion kombineras). Diagrammet baseras enbart på valutaswappar där storbankerna i Sverige säljer dollar i utbyte mot kronor. Storbankernas valutaswappar med varandra är exkluderade. "Oklassificerat" är motparter som var för sig har en liten andel av totala utestående nominella belopp. Sektorindelningen är subjektivt gjord. Baserat på utestående kontrakt per 2019-09-30.

Källa: Riksbanken

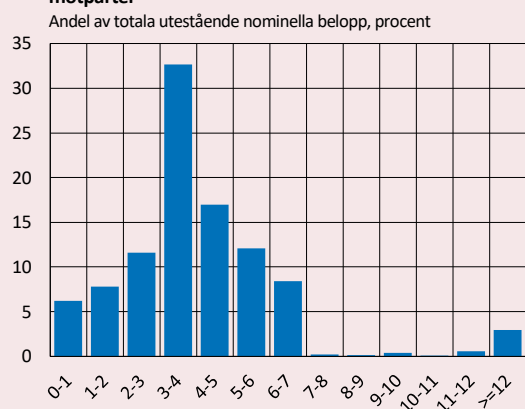
på valutaswappen desto mer påtaglig blir refinansieringsrisken, eftersom man måste refinansiera sig oftare.

⁷⁶ Eftersom en valutaswap är ett finansiellt derivat tas inte den skuld som kontraktet genererar upp på balansräkningen. Den påverkar därför inte skuldsättningen.

⁷⁷ De svenska försäkringsföretagens räntebärande innehav består till allra största del av obligationer, det vill säga inte kortare räntebärande värdepapper.

⁷⁸ Kostnaden/intäkten för att låna/låna ut valuta genom en valutaswap beror på förhållandet mellan spot- och terminskursen för det aktuella valutarparet. Termino-kurserna påverkas i sin tur av sådant som ränteskillnader samt utbud och efterfrågan på valutorna på olika löptider. Ofta kan det vara enklare och billigare för bankerna att låna upp utländsk valuta på kortare löptider, vilket då kan leda till högre priser på valutaswappar på längre löptider.

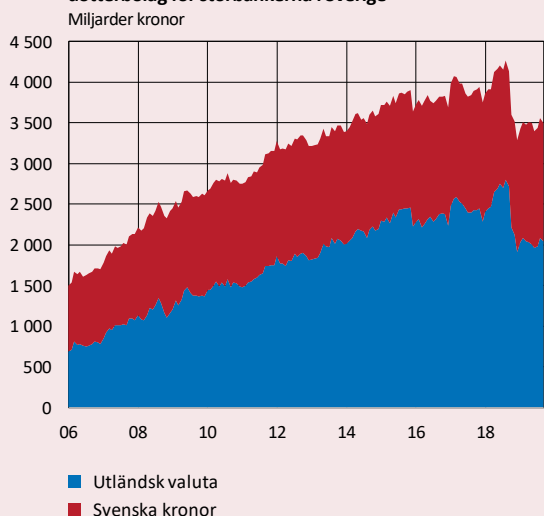
Diagram 49. Löptider mätt i månader för de valutaswappar som försäkringsföretagen och AP-fonderna ingår med alla sina motparter



Anm. Med valutaswappar avses här både enskilda terminstransaktioner och valutaswappar (där en spot- och en terminstransaktion kombineras). Valutaswappar inom alla olika valutapar ingår. Den första stapeln avser kontrakt som har en initial löptid kortare än en månad. Baserat på utestående kontrakt per 2019-09-30.

Källa: Riksbanken

Diagram 50. Marknadsfinansiering via svenska moder- och dotterbolag för storbankerna i Sverige



Anm. Storbankernas utländska dotterbolag omfattas ej av diagrammet. Handelsbanken, Nordea, SEB och Swedbank ingår i diagrammet. Volymen marknadsfinansiering i utländsk valuta minskade från den 1 oktober 2018 eftersom Nordea flyttade sitt moderbolag till Finland.

Källor: SCB och Riksbanken

Bankerna lånar upp utländsk valuta som de omvandlar till kronor

För det finansiella systemet som helhet har pensions-sparandet inneburit att Sverige placerar kapital långfristigt utomlands (positiv bytesbalans). Därmed flödar en del av

kapitalet ut ur det svenska finansiella systemet. En anledning till att de svenska bankerna lånar utomlands kan således vara att hushållens pensionssparande till viss del sker i tillgångar i utländsk valuta.⁷⁹

I praktiken hämtar alltså de svenska bankerna tillbaka kapitalet som placerats i utlandet när de finansierar sig i utländsk valuta. En del av detta sker genom att bankerna emitterar certifikat i utländsk valuta som ofta köps av utländska penningmarknadsfonder. Denna utländska valuta kan bankerna sedan erbjuda sina kunder, som försäkringsföretag och AP-fonder, att låna genom valutaswappar. Som diagram 50 visar är bankernas marknadsfinansiering i utländsk valuta betydande och har ökat sett över en längre tid.

Genom dessa transaktioner kan bankerna förse sina stora kunder med diverse tjänster och produkter som dessa efterfrågar, exempelvis valutaswappar. På så sätt stärker de affärsrelationerna med sina stora motparter. Genom valutaswapparna får bankerna i sin tur tillgång till relativt förmånlig finansiering i kronor.⁸⁰

Valutaswappar länkar samman aktörer med motsatta intressen

I figur 2 sammanfattas de flöden och samman-länknings som uppstår mellan försäkringsföretag och banker när de ingår transaktionerna beskrivna ovan.

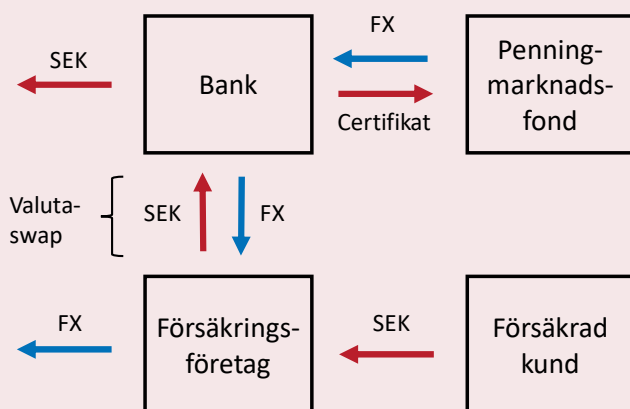
I exemplet emitterar en bank ett certifikat i utländsk valuta (FX) med en löptid på 3 månader som en utländsk penningmarknadsfond investerar i. Banken får då utländsk valuta som den omvandlar till kronor (SEK) genom en valutaswap med 3 månaders löptid med ett försäkringsföretag. Försäkringsföretaget får då tillgång till utländsk valuta som det kan köpa utländska tillgångar för och banken kan använda kronorna till att finansiera tillgångar i kronor. När valutaswappen ingås förbinder sig parterna också att betala tillbaka båda valutorna om 3 månader.

För att summera kan man alltså se det som att bankerna, försäkringsföretagen och AP-fonderna, genom valutaswapparna, ingår i ett samspel med varandra där samtliga aktörer får den valuta de behöver. Försäkrings-tagarna och pensionssystemet får ta del av potentiell avkastning från utländska placeringar utan att ta någon egentlig valutarisk. Bankerna får i sin tur möjlighet att förse sina kunder med en produkt som de efterfrågar och får dessutom tillgång till finansiering i kronor.

⁷⁹ Se C. Nilsson, J. Söderberg och A. Vredin (2014), Det kollektiva pensionssparandets betydelse i det svenska finansiella systemet, *Ekonomisk kommentar* nr. 3. Sveriges riksbank.

⁸⁰ I exempelvis diagram 2 i diagramappendix och diagram 29 i denna rapport framgår att det historiskt sett varit billigare för bankerna att få tillgång till kronor genom att först låna upp dollar och omvandla till kronor genom valutaswappar jämfört med att direkt låna upp till Stibor 3 månader.

Figur 2. Schematisk bild som illustrerar de flöden och sammanlänknings som uppstår mellan försäkringsföretag och banker när de ingår typiska valutaswaptransaktioner



Anm. Pilarna som representerar valutaswappen visar den riktning som flödena har när valutaswappen ingås. När valutaswappen förfaller går flödena tillbaka åt motsatt håll.

Källa: Riksbanken

Systemet är sårbart vid finansiell stress

I normala tider fungerar detta samspel oftast utan några problem. Försäkringsföretagen, AP-fonderna och bankerna förnyar sina valutaswappar med varandra i genomsnitt var tredje eller fjärde månad utan att förutsättningarna förändras särskilt mycket. När störningar uppstår på de globala finansmarknaderna kan dock bankerna få sämre tillgång till dollar och den bristen kan i sin tur spilla över på valutaswapmarknaden. Det är nämligen framför allt dollar som är en av valutorna i dessa typer av swappar.

I ett stressat läge utgör den korta löptiden på valutaswapparna och bankernas kortsiktiga finansiering i utländsk valuta en risk och gör systemet sårbart.

Vårens oro på de finansiella marknaderna har illustrerat sårbarheterna

Under den pågående coronapandemin och stressen på de globala finansiella marknaderna har vissa av de amerikanska penningmarknadsfonderna⁸¹ haft stora utflöden eftersom investerare valde att ta ut pengar ur fonderna när osäkerheten ökade. Det ledde till att fonderna blev ovilliga att investera i bankernas dollar-

certifikat.⁸² När bankernas tillgång till dollar försämrades globalt påverkade det i sin tur de kunder till bankerna som hade ett behov av dollar. Detta blev påtagligt inte minst på valutaswapmarknaden där priserna för att låna dollar mot andra valutor genom valutawappar steg kraftigt.⁸³

I Sverige märktes detta genom att försäkringsföretag och AP-fonder omsatte lägre belopp per valutaswap än normalt under den här perioden. Därtill förkortades löptiderna från normalt 3-4 månader till endast några dagar eller veckor samtidigt som priset för att låna dollar via valutaswappar steg. Flera icke-nordiska banker, som i normala tider är vanliga motparter till försäkringsföretagen i valutaswapparna, minskade samtidigt sin aktivitet på den svenska valutaswapmarknaden under stressen.

På grund av stressen på de globala finansiella marknaderna valde Federal Reserve att tillföra dollar i det finansiella systemet samt att utöka och inrätta swapavtal⁸⁴ mellan Federal Reserve och andra centralbanker, däribland Riksbanken. Swapavtalen gjorde det möjligt för andra centralbanker att sätta upp egna dollarfaciliteter och inom EU var det framför allt ECB:s dollarfacilitet som ökade tillgången på dollar. Genom åtgärderna kunde den mest akuta situationen globalt avväjas. Dessa åtgärder bidrog även till att förbättra villkoren på valutaswapmarknaden i Sverige för svenska försäkringsföretag och AP-fonder.

Hur drabbas försäkringsföretagen om valutaswapparna inte längre kan förnyas?⁸⁵

Valutaswapmarknaden stängdes aldrig ner helt under finanskrisen och det har inte heller skett nu under coronapandemin. Om valutaswapmarknaden hade stängt hade försäkringsföretagen varken kunnat ingå i nya eller förnya befintliga valutaswappar, och därmed inte kunnat få tillgång till dollar på det sättet. Nedan beskrivs förenklat tre olika alternativ med utgångspunkt i ett sådant mer allvarligt scenario.

Alternativ 1: Försäkringsföretagen söker sig till icke-nordiska banker för att låna utländsk valuta

I ett läge där det uppstår finansiell stress som framför allt påverkar nordiska banker, skulle försäkringsföretagen i

⁸¹ De penningmarknadsfonder som investerar i kortfristiga företagspapper, benämnda som "prime money-market funds", har haft stora utflöden. Övriga penningmarknadsfonder som primärt investerar i statspapper har upplevt stora inflöden under perioden.

⁸² Se exempelvis S. Avdjiev, E. Eren och P. McGuire, Dollar funding costs during the Covid-19 crisis through the lens of the FX swap market, *BIS Bulletin*, No. 1 april 2020. Bank for International Settlements.

⁸³ Priset på en valutaswap avspeglar, som nämndes i fotnot 78, skillnaden mellan termins- och spotkursen för ett valutapar. Skillnaden påverkas bland annat av ränteskillnader (enligt det så kallade ränteparitetsvillkoret). Under den här perioden fanns det under en tid kraftiga avvikelser från räntepariteten. Se exempelvis S. Avdjiev, E. Eren och P. McGuire, Dollar funding costs during the Covid-19 crisis through the lens of the FX swap market, *BIS Bulletin*, No. 1 april 2020. Bank for International Settlements.

⁸⁴ Genom möjligheten att skapa inhemsk valuta kan Riksbanken enkelt låna ut kronor, men Riksbanken kan däremot inte skapa utländsk valuta. För att låna ut amerikanska dollar måste Riksbanken först förvärva dem, till exempel genom att växla kronor till dollar, sälja finansiella tillgångar denominerade i dollar eller genomgå repoavtal. Riksbanken kan också låna via Riksgälden. En annan möjlighet är att Riksbanken ges möjlighet att få låna direkt från Federal Reserve genom ett swapavtal. Ett swapavtal innebär att en valuta växlas till en annan under en i förväg bestämd tidsperiod och i enlighet med vissa villkor.

⁸⁵ I detta avsnitt undersöks vilka olika val försäkringsföretagen står inför när det blir svårt att förnya valutaswappar. För AP-fonderna gäller i princip samma val, med undantag att de inte kan välja att lämna valutaexponering överstigande 40 procent av tillgångarna öppen enligt den lagstiftning som de lyder under.

stället enbart kunna vända sig till icke-nordiska banker (företrädevis amerikanska banker om det handlar om dollar) för att förnya sina valutaswappar och på så sätt få tag på utländsk valuta.⁸⁶

Hur ett sådant scenario skulle spelas upp är svårt att veta på förhand, men det är inte självklart att det är möjligt för försäkringsföretagen att ingå nya valutaswappar med icke-nordiska banker. När en icke-nordisk bank gör en sådan valutaswap med ett försäkringsföretag så lånar banken ut utländsk valuta och får in kronor. Men om den icke-nordiska banken inte har någon egen balansräkning i kronor, exempelvis en portfölj med utlåning i kronor, är det troligt att banken vill bli av med kronorna som den får in genom valutaswappen.

För att bli av med kronorna skulle det vara naturligt för den banken att, i sin tur, ingå i en annan valutaswap med en nordisk bank.⁸⁷ I sådant fall skulle den icke-nordiska banken låna ut kronor till den nordiska banken och ta emot utländsk valuta. Men i en situation där de nordiska bankerna inte har möjlighet eller intresse av att ingå valutaswappar med svenska försäkringsföretag är det rimligt att anta att de också kommer att ha minskade möjligheter att ingå i valutaswappar med icke-nordiska banker. Det är därmed oklart hur benägna icke-nordiska banker skulle vara att ingå valutaswappar med de svenska försäkringsföretagen i ett sådant läge.

Alternativ 2: Försäkringsföretagen omvandlar valutor på spotmarknaden

Om försäkringsföretagen inte lyckas förnya sina valutaswappar med de nordiska bankerna eller de icke-nordiska bankerna (alternativ 1), förfaller de. Då får försäkringsföretagen tillbaka de kronor som de lånat ut och ska betala tillbaka den utländska valutan som de lånat till banken.

Försäkringsföretagen kan i en sådan situation växla kronor till utländsk valuta på spotmarknaden och på så sätt betala tillbaka den utländska valutan till banken. Försäkringsföretaget fullföljer därmed det bindande kontraktet som en valutaswap är och stänger positionerna mot banken. Noterbart är dock att en sådan växling på spotmarknaden kan bli väldigt stor i förhållande till de volymer som normalt omsätts där och detta kan göra att kronan försvagas. Växlingen kan således få stor påverkan på prisbildningen på spotmarknaden beroende på hur

många, och vilka, försäkringsföretag som behöver göra sådana växlingar.

När försäkringsföretaget har betalat tillbaka den utländska valutan och stängt valutaswappen är de utländska placeringarna inte längre valutasäkrade. Försäkringsföretaget har alltså en öppen valutaposition, det vill säga tillgångar i utländsk valuta och skulder i kronor, och riskerar därmed att göra förluster om valutakurserna framöver utvecklas ofördelaktigt. Hur sannolikt det är att försäkringsföretagen skulle välja att ha stora öppna positioner är svårt att säga på förhand och valet påverkas bland annat av kapitalkrav, egna interna riktlinjer⁸⁸ och företagets riskaptit. Hur länge positionen i så fall skulle behöva vara öppen kan också vara av betydelse.

Alternativ 3: Försäkringsföretagen avyttrar utländska placeringar

När valutaswappen med banken förfaller får försäkringsföretaget tillbaka de kronor som det har lånat ut och ska betala tillbaka den utländska valutan till banken. Försäkringsföretaget behöver alltså få tag i utländsk valuta för att återbetala dessa till banken som ett alternativ till att växla till sig utländsk valuta på spotmarknaden (alternativ 2) kan försäkringsföretaget i stället välja att sälja delar av sina utländska tillgångar.

Vilka utländska tillgångar som försäkringsföretaget i det här fallet väljer att sälja för att kunna återbetala den utländska valutan till banken beror på flera olika faktorer, exempelvis vilken typ av stress som uppstått på de finansiella marknaderna och vilka tillgångsslag som drabbats av stressen.

Om oplanerade försäljningar har föregåtts av ett prisfall på tillgångarna skulle det kunna medföra betydande realiserade förluster för försäkringsföretagen.⁸⁹ För försäkringsföretag som redan innan det stressade scenariot hade låga solvens- eller trafikljuskvoter⁹⁰ kan detta få extra negativa effekter. Stora försäljningar av tillgångar från ett större kollektiv av aktörer kan även bidra till en negativ spiral med ytterligare prisfall, särskilt på mindre marknader eller där likviditeten är låg, och därmed förvärrad finansiell oro.

⁸⁶ Vissa av de svenska försäkringsföretagen ingår regelbundet en del av sina valutaswappar med utländska banker i tider utan finansiell stress.

⁸⁷ Den utländska banken kan också välja att deponera kronorna hos den svenska bank där de har sitt konto för kronor.

⁸⁸ Försäkringsföretagens interna riktlinjer kan begränsa hur mycket valutarisk deras placeringar får ha och därmed också påverka försäkringsföretagens agerande i en sådan situation.

⁸⁹ Försäkringsföretagen redovisar sina tillgångar till *verkligt värde*, det vill säga marknadsvärderade vid varje redovisningstillfälle. Så länge de inte avyttras realiserar dock inte eventuella förluster.

⁹⁰ Solvenskvot är ett mått som avser att mäta hur väl försäkringsföretagen klarar sina åtaganden till försäkringstagarna. Trafikljuset är ett tillsynsverktyg som sätter den kapitalbuffert ett försäkringsföretag håller (tillgångar minus skulder) i förhållande till ett beräknat kapitalbehov som beror på försäkringsföretagets exponeringar mot olika risker.

Hur påverkas svenska banker i ett sådant scenario?

Som beskrivits ovan får svenska banker tillgång till finansiering i kronor som lånas ut av försäkringsföretag och AP-fonder genom valutaswappar. Om swappar inte längre ingår har försäkringsföretagen och AP-fonderna dessa kronor kvar, och bankerna får inte längre in kronorna den vägen. Eftersom det vid varje tillfälle finns en given mängd kronor i det svenska betalsystemet kommer kronorna att komma in till bankerna på andra sätt istället, det vill säga bankerna kommer totalt sett ha tillgång till samma mängd kronor. Tillgången på kronor kan dock komma att omfördelas mellan bankerna. Hur de olika bankerna påverkas beror på hur mycket kronor de får in, vilka aktörer de får in dem från, vilket pris som ställs samt hur väl likviditeten kan fördelas mellan bankerna.⁹¹

Valutaswappar med längre löptider skulle vara positivt för den finansiella stabiliteten

Den här fördjupningen har inte syftat till att utvärdera vare sig vilken fördelning mellan svenska och utländska tillgångar som skulle vara optimal för försäkringsföretagen och AP-fonderna eller de optimala graderna av valutasäkring. Den har i stället utgått från hur situationen ser ut idag med nuvarande balansräkningar som utgångspunkt. Vi har beskrivit hur försäkringsföretagen och AP-fonderna har långfristiga utländska tillgångar som de vill valutasäkra genom att ingå i valutaswappar på korta löptider. De svenska och nordiska bankerna är stora motparter i dessa swappar, vilket i sin tur bygger på att de löpande kan låna utländsk valuta på finansmarknaderna. Att ingå i de transaktioner som beskrivits här skapar ekonomisk vinning för aktörerna, men ger samtidigt upphov till sårbarheter i det svenska finansiella systemet.

Under mars blev situationen på de globala finansiella marknaderna ansträngd vilket även påverkade den svenska valutaswapmarknaden. Trots det fick de svenska försäkringsföretagen och AP-fonderna i stort sett tillgång till de dollar som de hade behov av och behövde därmed inte i någon större utsträckning sälja sina utländska tillgångar eller ta mer valutarisk. Bankerna kunde därmed förse sina kunder med dessa tjänster under perioden. Men eftersom de finansiella marknaderna fungerade sämre globalt blev även villkoren för de svenska valutaswapparna sämre än under normala förhållanden, exempelvis med högre priser och kortare löptider. Under våren erbjöd Federal Reserve swapavtal med andra centralbanker i syfte att fler centralbanker skulle ges möjlighet att få ut billiga dollar i det finansiella systemet. Men trots att Riksbanken under våren har erbjudit sina penningpolitiska motparter dollarlån, till räntor som

mestadels varit lägre än på de finansiella marknaderna, så har lånen än så länge inte kommit det svenska finansiella systemet till godo.

När oron kopplad till coronapandemin är förbi skulle det vara positivt för det finansiella systemet som helhet med en utveckling där försäkringsföretagen och AP-fonderna ingår valutaswappar med längre löptider. Valutaswappar med längre löptider skulle ge försäkringsföretagen och AP-fonderna mer andrum i en stressad situation eftersom de då inte skulle behöva förnya valutaswapparna lika ofta. Bankerna, som är motparter i swapparna, skulle då även få mer incitament att förlänga löptiden på sin utländska finansiering, med motsvarande positiva effekt som följd.

Olika typer av åtgärder skulle kunna leda till att det blir vanligare med längre löptider. Till exempel skulle ökade transparenskrav, där aktörer öppet måste redovisa sina löptider, kunna bidra till en ökad medvetenhet om riskerna med korta löptider och därigenom skapa incitament att förlänga dem. En annan åtgärd skulle kunna vara att reglera försäkringsföretagen och AP-fonderna i syfte att begränsa deras löptidsrisker i olika valutor. Utöver direkta krav är det även möjligt att skapa incitament med regelverk. Försäkringsföretagen gynnas idag kapitalkravsmässigt av valutasäkring. I dessa regleringar skulle större incitament till längre valutasäkring kunna ges.

Med åtgärder av karaktären som nämnts här kan aktörerna under normala tider bygga upp större säkerhetsmarginaler inför perioder av finansiell stress.

⁹¹ I. Hilander, Storbankernas kortfristiga upplåning i utländsk valuta och deras användning av den kortfristiga valutaswapmarknaden, *Penning- och valutapolitik* 2014:1. Sveriges riksbank.