



Staff memo

Likviditetskrisen i brittiska pensions- fonder ur ett svenskt perspektiv

Mathias Andersson

januari 2023

Innehållsförteckning

1	Inledning	4
2	Brittisk pensionsförvaltning	6
2.1	Kräver i grunden mycket kapital vid låga räntor	6
2.2	Skulddriven förvaltningsstrategi blev lösningen	10
2.3	LDI ger upphov till likviditetsrisker	11
2.4	LDI-förvaltning i praktiken när räntorna stiger	12
2.5	Ofinansierat budgetförslag ledde till att centralbanken valde att ingripa	14
3	Svensk pensionsförvaltning	16
3.1	Använder sig av mindre hävstång	16
3.2	Förmodas ha likvida medel för att täcka ökade marginalsäkerhetskrav på ränteswappar	17
3.3	Har mer kapital i relation till garanterade åtaganden	19
3.4	Intern förvaltning, operationella risker och tillsyn	19
4	Konsekvenserna av att skydda sig mot sjunkande räntor	21
5	Avslutande kommentarer	23
	Referenser	25
	APPENDIX	26

Staff memo

I ett staff memo kan medarbetare på Riksbanken offentliggöra kvalificerade analyser i relevanta frågor. Det är en tjänstemannapublikation som är fri från policyslutsatser och individuella ställningstaganden i aktuella policyfrågor. Publikationen godkänns av berörd avdelningschef. De åsikter som uttrycks i staff memos är författarnas egna och ska inte uppfattas som Riksbankens ståndpunkt.

Sammanfattning

1 600 miljarder brittiska pund, eller drygt två tredjedelar av Storbritanniens bruttonationalprodukt. Det är värdet på den garanterade pensionskulden som brittiska pensionsfonder förvaltar genom *liability-driven investment* (LDI) – en förvaltningsstrategi som nyligen bidrog till att sätta den brittiska statsobligationsmarknaden i gungning.

Pensionsfonderna använder strategin för att skapa en hävstång på sina räntebärande tillgångar. Syftet med det är att få värdet på deras tillgångar att öka eller minska i ungefär samma takt som skulderna. Hävstången skapar dock likviditetsrisker eftersom fonderna behöver kontinuerligt utbyta säkerheter beroende på hur räntorna utvecklas.

I september 2022 steg brittiska långräntor kraftigt till följd av ett ofinansierat budgetförslag från landets regering. Räntorna gjorde att flera fonder fick problem med sin likviditet. Det tvingade dem att sälja en stor mängd statsobligationer på marknaden vilket skapade en självförstärkande negativ prisspiral. Situationen blev så allvarlig att Bank of England valde att ingripa på marknaden och stödköpa statsobligationer för att stabilisera den.

I detta staff memo analyserar jag varför problemen i Storbritannien uppstod, vad det innebär för den finansiella stabiliteten och hur motsvarande risker och sårbarheter ser ut i Sverige.

Svenska pensionsföretag med garanterade pensionsåtaganden använder inte hävstång för att skydda sig mot räntor i lika stor utsträckning. De har i stället ett större innehav av andra riskfyllda tillgångar vilket har gjort att de har byggt upp en kapitalbuffert över tid som gör dem bättre rustade att klara av perioder med sjunkande räntor. De utsätter sig därför inte för likviditetsrisker i samma grad.

Det är dock viktigt att vara fortsatt vaksam över pensionsföretagens likviditetsrisker och sammankopplingen företagen har med övriga aktörer på de finansiella marknaderna.

Författare: Mathias Andersson, verksam vid avdelningen för finansiell stabilitet.¹

¹ Författaren vill rikta ett stort tack till Anders Vredin, Andreas Blanck, Johanna Stenkula von Rosen, Kristian Jönsson, Mattias Hector, Olof Sandstedt, Petra Lennartsdotter, Robin Ahlén, Samantha Myers och Stephan Wollert för värdefulla synpunkter på diverse utkast. Författaren vill även tacka kollegorna på Finansinspektionen för deras synpunkter.

1 Inledning

I september 2022 såg vi hur LDI (eng. liability-driven investment) bidrog till att sätta marknaden för brittiska statsobligationer i gungning. LDI är en förvaltningsstrategi som brittiska pensionsfonder använder för att skydda sig mot att deras garanterade pensionsåtaganden växer när räntorna sjunker. Strategin bygger på att lånefinansiera sina statsobligationer och ingå räntederivat vilket resulterar i att fonderna kontinuerligt utbyter säkerheter med olika motparter beroende på hur räntorna utvecklas. När räntorna steg kraftigt på brittiska statsobligationer till följd av ett ofinansierat budgetförslag från landets regering fick flera fonder problem med sin likviditet. Det tvingade dem att sälja en stor mängd statsobligationer på marknaden vilket skapade en självförstärkande negativ spiral av fallande priser och fler försäljningar.

Situationen blev så allvarlig att Bank of England valde att ingripa på marknaden och temporärt stödköpa statsobligationer med långa löptider för att stabilisera den. Pris-sättningen på statsobligationer utgör grunden för Storbritanniens finansiella system och utlåningen av 2 000 miljarder brittiska pund till den reala ekonomin genom bredare kreditmarknader.² Om den brittiska centralbanken inte hade intervenerat hade därför spridningseffekter och stabilitetsproblem i det finansiella systemet kunnat leda till att kreditförsörjningen till brittiska hushåll och företag stramades åt kraftigt.

För att kunna undvika eller motverka liknande situationer i Sverige är det viktigt att förstå och dra lärdomar av det som hände i Storbritannien. För svensk del handlar det till stor del om att analysera händelsen utifrån hur svensk pensionsförvaltning fungerar och undersöka om något liknande skulle kunna drabba den.

Svenska pensionsföretag fyller en viktig funktion i den svenska samhälls ekonomin eftersom de lånar ut vårt pensionssparande till kapitalmarknaden vilket skapar ekonomisk tillväxt över tid. Det sparandet är stort och företagen är därför viktiga placerare på de finansiella marknaderna.³ Men företagen är också ofta nära sammanlänkade med andra finansiella aktörer och har på så sätt även betydelse för stabiliteten i det finansiella systemet. Hur de förvaltar sparandet kan därför ha en stor inverkan på marknaderna.

I detta staff memo kommer jag att fokusera på förvaltningen av tjänstepensioner med garanterade åtaganden och dess kopplingar till finansiell stabilitet. Sådana tjänstepensioner finns i flera former men ger alla ett löfte om ett visst pensionsbelopp i framtiden. I Sverige förvaltas den största delen av tjänstepensionskapitalet av livförsäkrings- och tjänstepensionsföretagen.⁴ I Storbritannien förvaltas däremot lejonparten i pensionsfonder som arbetsgivare upprättar.

De flesta tjänstepensioner kommer i antingen förmånsbestämda eller premiebestämda former. En förmånsbestämd tjänstepension ger en pension som vanligtvis är

² Såsom företagsobligations- och bolånemarknaden.

³ Se Nilsson, Söderberg & Vredin (2014) för en översikt av det svenska pensionssystemet.

⁴ I Sverige uppgick det traditionellt förvaltade tjänstepensionskapitalet, det vill säga när företaget bär placeringsrisken, hos livförsäkrings- och tjänstepensionsföretagen till 3 200 miljarder kronor i utgången av det tredje kvartalet 2022 (Svensk Försäkring, 2022).

en andel av slutlönen och baseras på hur många pensionsberättigade år som arbetstagaren har jobbat. En premiebestämd tjänstepension ger en pension vars storlek beror på vilka premier som har betalats in under arbetslivet och vilken avkastning man har fått på de tillgångar som dessa har investerats i.⁵ I Sverige är det vanligt med ett blandsystem där premiebestämda pensioner garanterar en viss nivå på framtida pensionsutbetalningar i förhållande till inbetalda premier.⁶ Ungefär hälften av den svenska tjänstepensionssskulden kan kopplas till förmånsbestämda system eller premiebestämda system med finansiella garantier.⁷

I Storbritannien är det emellertid vanligare med renodlade förmånsbestämda system. De utgör lite mer än tre fjärdedelar av den brittiska tjänstepensionssskulden och uppgick i december 2021 till 1 800 miljarder pund. Av denna förmånsbestämda skuld förvaltas 1 600 miljarder pund, eller drygt två tredjedelar av Storbritanniens bruttonationalprodukt, genom LDI.⁸ Det innebär att förvaltningsstrategin har en stor betydelse för den finansiella stabiliteten.

I detta staff memo redovisar jag vilka förutsättningar som ledde fram till att LDI-förvaltningen ökade så explosionsartat att den har fyrfaldigats på tio år, hur den fungerar i praktiken och vilka risker som finns med den. Jag jämför också LDI med hur vi förvaltar garanterade tjänstepensioner i Sverige och risker för att liknande likviditetsproblem som de vi såg i Storbritannien ska uppstå här. Till sist diskuterar jag de konsekvenser som uppstår när pensionsförvaltare skyddar sig mot sjunkande räntor.

⁵ En förmånsbestämd pension innebär därför en större osäkerhet för arbetsgivaren medan en premiebestämd pension innebär en större osäkerhet för arbetstagaren.

⁶ Till exempel erbjuder tjänstepensionsföretaget Alecta en premiebestämd pension som garanterar det högsta av inbetalda premier och 70 procent av pensionskapitalet vid den första utbetalningen.

⁷ Se Eiopa (2022a). Avser de pensionsföretag som rapporterar till Europeiska försäkrings- och tjänstepensionsmyndigheten (Eiopa) som tjänstepensionsföretag.

⁸ Se The Investment Association (2022).

2 Brittisk pensionsförvaltning

2.1 Kräver i grunden mycket kapital vid låga räntor

Att förvalta förmånsbestämda pensioner är lika lätt i teorin som det är svårt i praktiken. På 1990-talet etablerades försäkringsmatematiska metoder som använder marknadsräntor för att beräkna vad en framtida pensionsskuld är värd i dag – dess nuvärde.⁹ Därefter blev det vanligt att de myndigheter eller offentliga organ som bedriver tillsyn av pensionsförvaltning föreskrev att förvaltarna ska använda antingen statsobligations- eller swapräntor för sådana beräkningar, det vill säga som diskonteringsräntor.¹⁰ Detta ersatte fasta diskonteringsräntor vilket gjorde att pensionsskulden blev mer volatil.

I Storbritannien föreskriver The Pension Regulator (TPR) att förvaltare av pensionsfonder ska använda långa statsobligationsräntor som diskonteringsräntor. Det innebär i teorin att en brittisk arbetsgivare kan finansiera en förmånsbestämd pension genom att investera samma belopp som nuvärdet av pensionsskulden i statsobligationer med samma löptid som skulden – enkelt!

I praktiken finns det dock en uppsjö av faktorer som komplicerar en så enkel förvaltningsstrategi. Till exempel går det inte att på förhand veta hur stor slutlön en arbetstagare kommer att få eller hur länge denne kommer att leva. Men den kanske största källan i hjulet är låga räntor. För att kunna betala ut den utlovade pensionen i framtiden är mängden kapital som arbetsgivaren måste investera och låsa upp i statsobligationer vid låga räntor betydligt större än vid höga räntor. På nästa sida hittar du ett räkneexempel som illustrerar detta. Vid låga räntor kan mängden kapital vara väldigt stor i förhållande till arbetsgivarens totala tillgångar.

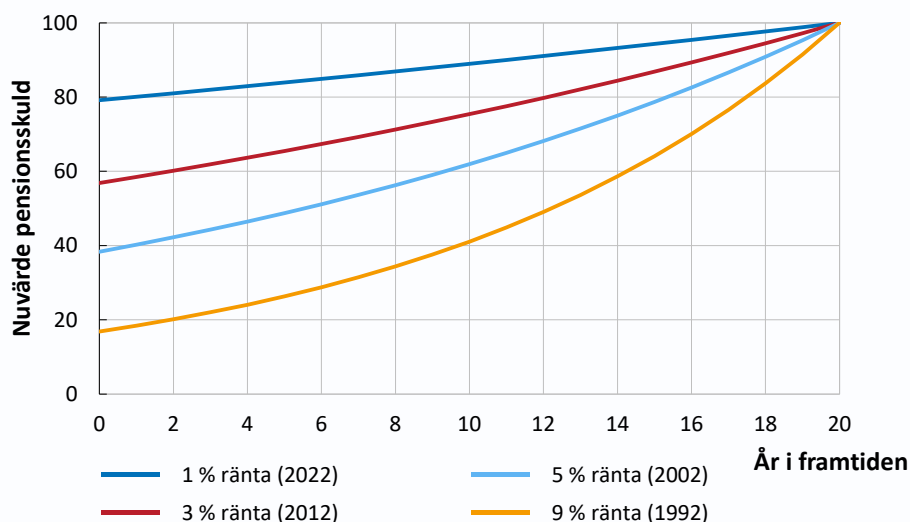
⁹ Se Exley, Mehta & Smith (1997).

¹⁰ Swapräntor är de fasta räntor som investerare kräver för att ingå ränteswappar för olika löptider där de i utbyte betalar rörlig ränta. Ränteswappar redovisas mer ingående i delkapitel 2.2.

RÄKNEEXEMPEL – Förmånsbestämd pension

En arbetsgivare lovar att betala ut 100 pund i pension till sina anställda om 20 år. Eftersom det är de anställda som så att säga äger pensionsskulden kan man se den som en obligation. Arbetsgivaren kan därför investera ett visst belopp i en statsobligation med samma löptid som pensionsskulden, det vill säga 20 år, och med säkerhet betala ut 100 pund till sina kommande pensionärer.¹¹ Hur mycket arbetsgivaren måste avsätta beror på hur hög räntan är på statsobligationen. Diagram 1 illustrerar hur mycket arbetsgivaren måste avsätta för att nå sitt mål på 100 pund baserat på nominella brittiska statsobligationsräntor vid fyra tillfällen under de senaste 30 åren.

Diagram 1. Teoretisk pensionsskuld diskonterad med 20-årig brittisk statsobligation
Pund



Anm. Författarens beräkningar. $NV = 100 / (1 + y)^t$ där NV är nuvärde på pensionsskulden, y den nominella statsobligationsräntan och t antal år till utbetalning.

Källa: Macrobond

I diagrammet kan vi se att det är olika mycket pengar vid olika tidpunkter. I början av 1990-talet hade arbetsgivaren kunnat avsätta 17 pund för att få sina utbetalningar medan det hade behövts 79 pund i början av 2022. Detta illustrerar vilken stor effekt räntorna har på hur mycket kapital som måste avsättas för att arbetsgivaren ska kunna möta sina garanterade åtaganden om kapitalet investeras i statsobligationer.

Detta är ett väldigt förenklat exempel. I verkligheten har pensionsutfästelser ökat sedan 1990-talet i takt med att lönerna har stigit. Pensionärer får vanligtvis inte heller en klumpsumma utbetald den dag de går i pension utan bitvis i flera år efteråt. Det är också vanligt att utbetalningarna värdesäkras, exempelvis genom att justeras upp i takt med inflationen.

¹¹ Här antar jag att brittiska statsobligationer är en riskfri investering på grund av landets höga kreditbetyg.

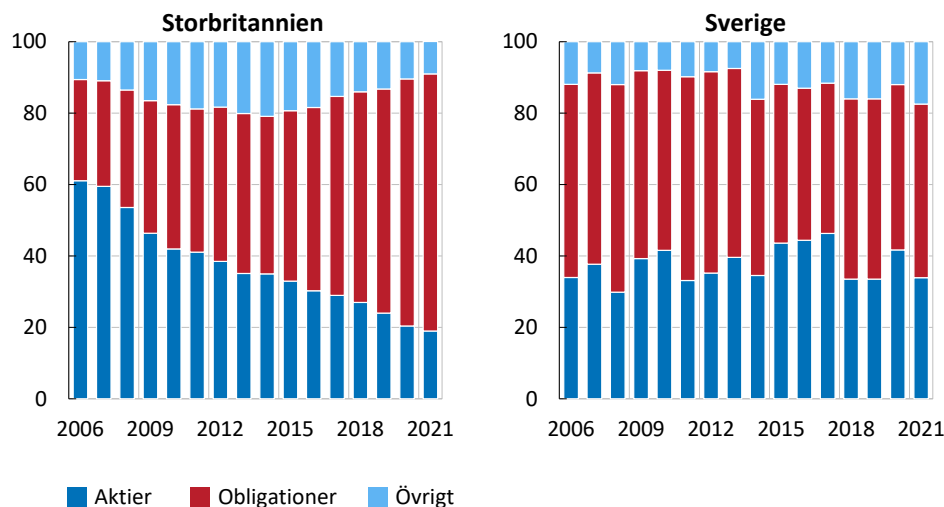
Riskfyllda tillgångar för att hantera låga räntor

Det behövs mer kapital i dag för att finansiera förmånsbestämda pensioner genom att investera pensionsavsättningarna i statsobligationer. Det beror på att marknadsräntorna har sjunkit sedan 1980-talet. I Sverige och i många andra länder har man delvis valt att i stället investera i mer riskfyllda tillgångar, som aktier. Eftersom de förväntas ge en högre avkastning än statsobligationer kräver det mindre kapital för att finansiera de framtida pensionsutbetalningarna. Det hänger givetvis på att utvecklingen på exempelvis aktiemarknaden är god under den tidsperiod som motsvarar den långa tiden då pensionsförvaltarna ska förvalta pensionskulden.

Brittiska förmånsbestämda pensionsfonder investerar också i aktier. Andelen aktier i deras portföljer har dock minskat drastiskt sedan mitten av 2000-talet (se Diagram 2). En anledning är att många pensionsfonder har stängt för nya medlemmar vilket har gjort att snittåldern på befintliga medlemmar successivt har ökat.¹² När snittåldern blir högre vill man dra ner på risken i fonden för att få mer säkra pensionsutbetalningar. Ytterligare en anledning är att fonderna har fått förändrade placeringsincitament efter nya pensionslagar som infördes på 1990- och 2000-talet.

Diagram 2. Brittiska förmånsbestämda pensionsfonder har successivt minskat sitt innehav i aktier medan svenska motsvarigheter har hållit den relativt konstant

Procent



Anm. Brittiska förmånsbestämda pensionsfonder och svenska tjänstepensionsföretag med garanterade åtaganden.

Källor: Europeiska försäkrings- och tjänstepensionsmyndigheten (Eiopa) och Pension Protection Fund (PPF)

¹² År 2007 var hälften av medlemmarna i brittiska förmånsbestämda pensionsfonder i så kallade öppna fonder. År 2021 hade denna siffra minskat till 23 procent (PPF, 2021). Det är också värt att nämna att det har pågått ett skifte från förmånsbestämda till premiebestämda system i Storbritannien i samband med att många förmånsbestämda fonder har stängt för nya medlemmar sedan början av 2000-talet. Detta skifte accelererade efter den globala finanskrisen 2007–2010. Under det fjärde kvartalet 2019 gick 65 procent av alla tjänstepensionsavsättningar till premiebestämda system (ONS, 2020).

Regler skapade incitament att skydda finansieringsgraden mot sjunkande räntor

På 1990-talet infördes nya regler med ett nytt finansieringskrav för brittiska förmånsbestämda pensionsfonder. Enligt det skulle marknadsvärdet på fondens tillgångar täcka nuvärdet av de skulder fonden hade till sina medlemmar – i varje tidpunkt.¹³ Om fonden inte uppfyllde det kravet klassades den som underfinansierad. Företaget som hade upprättat fonden blev då tvunget att kapitalisera den ytterligare. Syftet med det här kravet var att säkerställa att pensionerna skulle betalas ut även om företaget skulle gå i konkurs.

På 2000-talet luckrades kravet upp något till mer av ett finansieringsmål.¹⁴ Samtidigt sjösattes Pension Protection Fund (PPF), som är en statlig pensionsfond vars syfte är att agera livbåt för medlemmar i fonder som har blivit insolventa och kompensera dem med en likvärdig pension. Förvaltare av underfinansierade fonder är sedan dess skyldiga att betala en riskbaserad avgift till PPF och riskerar interventioner från det offentliga tillsynsorganet The Pension Regulator (TPR) om de inte åtgärdar sitt finansieringsunderskott inom en överenskommen tid.¹⁵

På så sätt har brittiska förmånsbestämda pensionsfonder fått starka incitament att skydda sin *finansieringsgrad*, det vill säga fondens tillgångar dividerat med garanterade pensionsåtaganden, mot sjunkande räntor som gör att åtagandena växer mer än tillgångarna. Ett sätt att göra det på är att investera fondens kapital i tillgångarna som används för att diskontera åtagandena, det vill säga statsobligationer med långa löptider. Problemet är som jag tidigare nämnt att det är en strategi som kräver mycket kapital när räntorna är låga. Det kan vara en orsak till att många fonder historiskt sett har varit underfinansierade (se Diagram 3). Underfinansierade fonder kan skydda sin finansieringsgrad mot sjunkande räntor genom att investera kapitalet i statsobligationer, men inte värdet på sitt finansieringsunderskott mätt i pengar.¹⁶

¹³ Se Pension Act 1995. Tillgångarna skulle motsvara åtminstone 90 procent av skulderna.

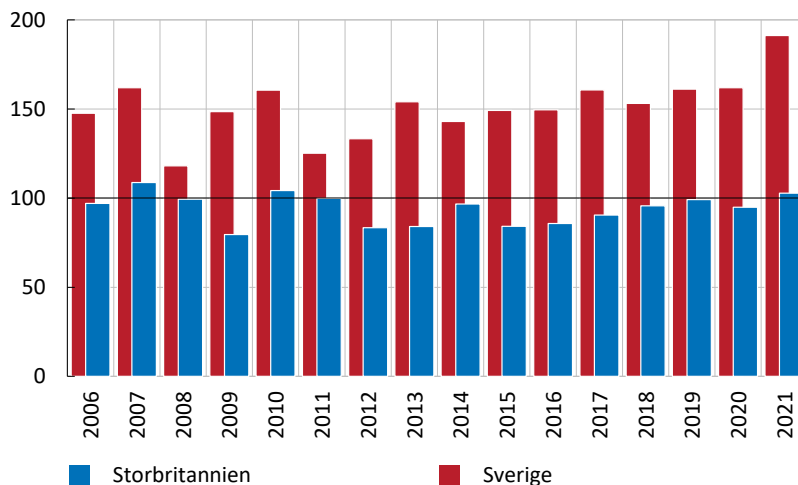
¹⁴ Se Pension Act 2004. Det så kallade "minimum funding ratio-kravet" byttes ut mot "statutory funding objective-målet". Förvaltarna av pensionsfonderna fick också ett större inflytande i hur pensionskulden skulle värderas.

¹⁵ Avgiften tar delvis hänsyn till fondens solvens- och investeringsrisker.

¹⁶ För att ge ett exempel: En pensionsfond är finansierad till 80 procent. Fonden äger statsobligationer värda 80 pund och har skulder vars nuvärde är 100 pund. Nu sjunker räntorna vilket gör att värdet på fondens tillgångar och skulder ökar med exempelvis 20 procent. Tillgångarna och skulderna är efter det värda 96 respektive 120 pund. Finansieringsgraden är den samma som förut, det vill säga 80 procent, men finansieringsunderskottet mätt i pengar har ökat med 4 pund.

Diagram 3. Finansieringsgrad för brittiska förmånsbestämda pensionsfonder och solvensgrad för svenska motsvarigheter över tid

Procent



Anm. Finansieringsgrad eller solvensgrad är tillgångar dividerat med garanterade åtaganden. En grad på 100 procent betyder att pensionsfonden eller pensionsföretaget har precis nog med kapital för att täcka sina åtaganden. Pensionsföretag är de företag som rapporterar till Eiopa som tjänstepensionsföretag.

Källor: Europeiska försäkrings- och tjänstepensionsmyndigheten (Eiopa) och Pension Protection Fund (PPF)

2.2 Skulddriven förvaltningsstrategi blev lösningen

På 2000-talet började förmånsbestämda brittiska pensionsfonder leta efter sätt att skydda sin finansieringsgrad mot sjunkande räntor och försöka förbättra den över tid. Men på ett sätt som krävde mindre kapital än att investera direkt i statsobligationer med långa löptider. Lösningen blev LDI (eng. liability-driven investment) – en förvaltningsstrategi som går ut på att en del av pensionsfondens kapital investeras på ett sätt som gör att det samlade värdet på fondens tillgångar följer nuvärdet av pensionskulden när räntorna fluktuerar. En underfinansierad fond kan då skydda både sin finansieringsgrad och värdet på sitt finansieringsunderskott mot räntor, likt en fullfinansierad fond som enbart investerar i statsobligationer. Den får samtidigt kapital över till att investera i mer riskfyllda tillgångar som förväntas ge en högre avkastning än statsobligationer över tid.

För att detta ska vara möjligt krävs det en hävstång. Hävstång betyder att man belånar sig för investera – i detta fall – i räntebärande tillgångar. På så sätt kan man öka räntekänsligheten på fondens tillgångssida så att den matchar den på skuldsidan med mindre investerat kapital. Strategin har två nyckelingredienser: lånefinansierade statsobligationer och ränteswappar. Den första skapar en finansiell hävstång genom att fonden belånar sitt innehav av obligationer. Det gör den genom att ingå repotransaktioner som går till så att fonden säljer sina statsobligationer till en motpart (oftast en bank) och är sedan förpliktigad att köpa tillbaka dem till ett förutbestämt pris. Det här

kallas också för en repa, och är en typ av säkerställt lån. Från repa får fonden kontanta medel som den köper ytterligare statsobligationer för. Jag kommer härnäst att kalla detta för att refinansiera sina statsobligationer.

Den andra ingrediensen, ränteswappar, är derivatavtal där fonden avtalar med en motpart (också oftast en bank) att under en bestämd tidsperiod utbyta ränteflöden på ett visst nominellt belopp. I staff memot kommer jag med ”ränteswappar” fortsättningsvis att syfta på vanliga ränteswappar (eng. plain vanilla interest rate swaps) när pensionsfonden får fasta räntebetalningar i utbyte mot att betala en rörlig ränta, om inget annat anges. Ränteswappar skapar en så kallad syntetisk hävstång eftersom det oftast enbart sker ett utbyte av räntorna, och inte det nominella beloppet. De fasta räntebetalningarna gör att man kan se en ränteswap som en avbildning av en kupongobligation. På så vis ökar den räntekänsligheten på tillgångssidan eftersom värdet på den stiger när räntorna sjunker. Ränteswappar kan ha väldigt långa löptider och används ofta som ett substitut till statsobligationer med långa löptider.

Med dessa två ingredienser har pensionsfonden ett recept på hur den kan använda en hävstång för att öka sin räntekänslighet på tillgångssidan så att den bättre matchar den räntekänsliga skuldsidan – med en mindre insats kapital. Fonden kan sedan använda resterande kapital till att investera i riskfyllda tillgångar som förväntas generera en högre avkastning än statsobligationer och därmed även försöka förbättra sin finansieringsgrad på sikt.

Stora pensionsfonder utövar LDI internt eller överlåter förvaltningen till en extern kapitalförvaltare. Mindre pensionsfonder investerar ofta tillsammans med andra fonder i så kallade gemensamma konton hos en extern förvaltare. När jag i fortsättningen pratar om LDI kommer jag utgå från perspektivet hos en extern förvaltare av pensionskapital, en LDI-förvaltare.

2.3 LDI ger upphov till likviditetsrisker

För att hantera en del av de motpartsrisker som uppstår i repo- eller ränteswapavtal utbyter avtalsparterna säkerheter med varandra baserat på hur räntemarknaden utvecklas.¹⁷ Om statsobligationerna som LDI-förvaltaren ställt som säkerheter till banken i repa minskar i marknadsvärde kan banken kräva förvaltaren på ytterligare säkerheter. Om värdet i stället stiger kan banken behöva betala tillbaka en del av säkerheterna. Gällande ränteswappar är det lagkrav i Storbritannien och inom EU att parterna varje handelsdag ska utbyta så kallade marginalsäkerheter som motsvarar värdeförändringen på derivatavtalet.¹⁸

Kravet på att utbyta marginalsäkerheter finns i det omfattande regelverk som lärdomarna från den globala finanskrisen mynnade ut i. Här finns också krav på att bland

¹⁷ Mer specifikt kan banken i en sådan repa inte vara säker på att förvaltaren kommer att kunna köpa tillbaka tillgångarna när avtalet löper ut. På samma sätt kan inte förvaltaren vara säker på att banken kommer att ha kvar tillgången. För ränteswappar kan den ena inte vara säker på att den andra kommer att kunna leverera de kontrakterade räntebetalningarna i framtiden.

¹⁸ Se EU-förordningen European Market Infrastructure Regulation (Emir) och UK Emir (den brittiska versionen).

annat räntederivat ska clearas av en central motpart (CCP). När ett avtal CCP-clearas överförs motpartsriskerna som förvaltaren och banken tar gentemot varandra till CCP:n.¹⁹ Pensionsförvaltare är dock temporärt undantagna från kravet men både brittiska och svenska sådana väljer ofta att CCP-cleara en del av sina räntederivat ändå, för att få bättre villkor i sina avtal.²⁰ Brittiska pensionsförvaltare CCP-clearar även en liten del av sina repor, men inte i någon större utsträckning.²¹

När LDI-förvaltaren har en bank som motpart är det ofta marginalsäkerheter i form av likvida tillgångar, som statsobligationer eller kontanta medel, som byter händer. Om motparten är en CCP är det vanligtvis krav på att marginalsäkerheterna ska vara kontanta medel. Att dagligen behöva lämna över likvida tillgångar, i vissa fall kontanta medel, kan sätta stor press även på de mest solventa företagen under vissa marknadsförhållanden. Marknadsvärdet minskar på både statsobligationer och ränteswappar när räntorna stiger. Om räntorna stiger både kraftigt och hastigt kan det därför resultera i ett likviditetsbehov som är större än vad företagen har likvida tillgångar för. Jag kommer att diskutera det närmare i följande delkapitel.

2.4 LDI-förvaltning i praktiken när räntorna stiger

Tänk dig ett scenario där en underfinansierad pensionsfond, det vill säga där nuvärdet av pensionsskulden är större än tillgångarna, vill skydda sin finansieringsgrad mot sjunkande räntor samt försöka förbättra den över tid. Fonden ger därför en extern LDI-förvaltare i uppdrag att investera hälften av pensionsfondens kapital i tillgångar som ändrar värde i liknande takt och riktning som pensionsskulden när räntorna rör på sig. Den andra hälften investerar fonden i mer riskfyllda tillgångar som förväntas ge en högre avkastning än statsobligationer för att förbättra sin finansieringsgrad över tid.

LDI-förvaltaren börjar med att köpa statsobligationer med långa löptider på marknaden. Förvaltaren går sedan till banken och repar en del av sina obligationer i utbyte mot kontanta medel och köper fler obligationer på marknaden. Säg att hälften av obli-

¹⁹ En CCP agerar mellanhand mellan köpare och säljare i en värdepapperstransaktion vilket överför motpartsriskerna till CCP:n. Se faktarutan "Vad innebär det att vara deltagare i en CCP?" i Sveriges riksbank (2022) för hur en CCP fungerar i praktiken.

²⁰ Se Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 648/2012 av den 4 juli 2012 om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister. Undantaget gäller även för "rättsliga enheter som har inrättats av [pensionsföretag] i investeringssyfte och som uteslutande agerar i deras intresse". Eftersom pensionsföretag har åtaganden med långa löptider blir alternativkostnaden för dem att äga kontanta medel hög. De brukar därför inte ha ett stort innehav av kontanta medel vilket gör dem mindre lämpliga att utbyta dem som marginalsäkerheter på CCP-clearade derivatkontrakt. Undantaget under Emir skapades för att ge tid att utveckla en teknisk lösning för överföring av icke-kontanta marginalsäkerheter. Undantaget har förlängts ett antal gånger och löper i skrivande stund till den 18 juni 2023 (Esma, 2022).

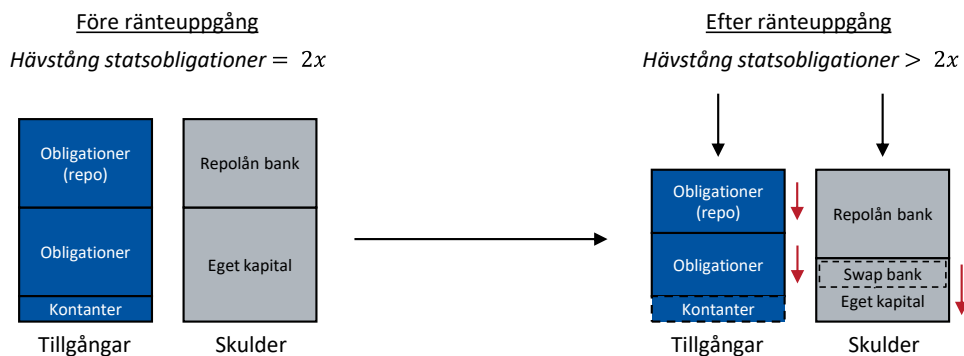
²¹ Den brittiska clearingorganisationen LCH möjliggjorde CCP-clearing för brittiska pensions- och LDI-fonder 2017 genom att låta dem gå via banker. I slutet av 2021 var 27 pensionsfonder medlemmar i RepoClear, LCH:s repoclearingtjänst. Även om pensionsfonderna generellt inte CCP-clearar genom en bank kan det tänkas att banken i många fall agerar marknadsgarant och tar en omvänd repososition med en annan bank, där transaktionen CCP-clearas. I praktiken kräver då banken in marginalsäkerheter från pensionsfonden när värdet på det första kontraktet minskar även då pensionsfonden inte tekniskt sett har CCP:n som motpart.

gationerna nu är repofinansierade. Det innebär att förvaltaren har en implicit hävstång på två gånger det egna kapitalet.²² Skulle priset på obligationerna falla eller stiga med ett visst belopp minskar eller ökar därför värdet på kapitalet med det dubbla. LDI-förvaltarens egna kapital, som är kapitalinsättningen från pensionsfonden, kan ses som en kapitalbuffert som förvaltaren har för att absorbera förluster på sina obligationer.

Vidare ingår förvaltaren ett ränteswapkontrakt med banken och förbinder sig till att göra regelbundna rörliga räntebetalningar i framtiden. I utbyte får förvaltaren en fast ränta av banken. Syftet är att öka räntekänsligheten på tillgångarna ytterligare. Till skillnad från repa ovan clearas derivatavtalet av en CCP och marginalsäkerheterna som måste skjutas till när det görs marknadsvärderade förluster på avtalet ska därför vara kontanta medel.

Genom repofinansierade statsobligationer samt en ränteswap har LDI-förvaltaren ökat räntekänsligheten på pensionsfondens tillgångar så att de är lika räntekänsliga som skulderna – genom att använda hälften av fondens kapital. I Diagram 4 illustrerar jag effekterna på LDI-förvaltarens balansräkning när marknadsräntorna stiger.²³

Diagram 4. Illustration av förändring i tillgångar och skulder för LDI-förvaltare vid stigande räntor



Anm. "Swap bank" representerar de ökade rörliga räntebetalningarna som förvaltaren måste göra till banken i framtiden på det utestående ränteswapkontraktet.

Källor: Bank of England och Riksbanken

När räntorna stiger sjunker priset på statsobligationerna. På grund av hävstången minskar kapitalbufferten med dubbelt så mycket.²⁴ I exemplet består kapitalbufferten av direktägda obligationer och kontanta medel. Efter ränteuppgången har hävstången ökat till mer än två gånger det egna kapitalet.

²² Bank of England uppskattar att hävstången innan likviditetskrisen i september 2022 i snitt var mellan 2-4 gånger det egna kapitalet.

²³ Bank of England har ett liknande exempel med enbart statsobligationer där det antas att långa statsobligationsräntor stiger mer än korta räntor vilket gör att pensionsfondens finansieringsgrad förbättras (se <https://committees.parliament.uk/publications/30136/documents/174584/default/>).

²⁴ Priset på statsobligationer rör sig i motsatt riktning som räntorna eftersom högre räntor leder till en mindre efterfrågan på den avkastning som innehav av obligationen ger och vice versa.

Stigande räntor gör också att ränteswappen minskar i värde för förvaltarens räkning eftersom förvaltaren måste betala högre rörlig ränta till banken i framtiden samtidigt som förvaltaren tar emot samma fasta ränta som före ränteuppgången.²⁵ Nuvärdet av dessa betalningar, som alltså motsvarar värdeminskningen på kontraktet, visas som "swap bank" i diagrammet. I exemplet har förvaltaren precis nog med kontanta medel för att möta de ökade kraven på marginalsäkerheter till CCP:n. Det ser man genom att "kontanter" under tillgångar motsvarar "swap bank" under skulder, sett till storlek.

Om räntorna stiger mer än vad de gör i exemplet ovan fortsätter förvaltaren göra förluster på sina statsobligationer och sitt ränteswapavtal. Kapitalbufferten riskerar då att suddas ut helt vilket gör att förvaltaren inte kan upprätthålla sina repo- och ränteswapavtal. Obligationerna som ställts som säkerheter i repa tillfaller då banken och förvaltaren går i teknisk konkurs på sitt ränteswapavtal hos CCP:n som kommer att försöka sälja avtalet på marknaden. Det kan även tänkas att banken kommer att försöka sälja obligationerna.

Det finns dock ett antal åtgärder som förvaltaren kan vidta innan detta sker. En åtgärd är att be om mer kapital från pensionsfonden. I scenariot ovan innebär det att fonden då måste sälja delar av sina mer riskfyllda tillgångar. En annan åtgärd är att sälja statsobligationer på marknaden för att lätta på sin hävstång, vilket gör att kapitalbufferten inte går åt lika fort. I september 2022 visade sig den första åtgärden vara svår att genomföra för vissa LDI-förvaltare, framför allt för de som förvaltar pensionskapital åt flera mindre fonder i gemensamma konton.²⁶

2.5 Ofinansierat budgetförslag ledde till att centralbanken valde att ingripa

Under 2022 var de globala finansiella marknaderna redan volatila på grund av Rysslands invasion av Ukraina och problem med stigande inflation. När den brittiska regeringen sedan presenterade ett förslag på ofinansierade skattesänkningar den 23 september skenade räntorna på brittiska statsobligationer med långa löptider (se Diagram 5).²⁷ Det satte stor press på flera LDI-förvaltare eftersom marknadsvärdet på deras statsobligationer och ränteswappar föll kraftigt, på ungefär samma sätt som i illustrationen ovan. Det resulterade i att de var tvungna att ställa ytterligare säkerheter i sina repo- och ränteswapavtal samtidigt som deras kapitalbuffertar krympte. Flera förvaltare kunde inte få kapital tillräckligt snabbt från pensionsfonderna och tvingades sälja en stor mängd statsobligationer på marknaden till fallande priser för att minska sin hävstång och för att undvika att bli insolventa. Det gällde som sagt främst de som förvaltar tillgångar åt flera mindre pensionsfonder i gemensamma konton.

²⁵ Tekniskt sett går betalningarna till CCP:n som är bankens legala motpart under kontraktets löptid.

²⁶ Ungefär 15 procent av de tillgångar som är under förvaltning i förmånsbestämda pensionsfonder i Storbritannien uppskattas vara i gemensamma konton. Se The Pensions Regulator (2019).

²⁷ Det var två dagliga ökningar på den 30-åriga räntan på mer än 35 räntepunkter, medan den största dagliga ökningen sedan 2000 innan dess hade varit 29 räntepunkter.

Diagram 5. Brittiska långräntor skenade efter ofinansierade skattesänkningar

Procent



Källa: Macrobond

När LDI-förvaltarna sålde statsobligationer skapades en självförstärkande negativ pris-spiral. Försäljningarna gjorde nämligen att statsobligationsräntorna steg ytterligare vilket ledde till ett ännu större behov av likvida medel och kapital från pensionsfonderna. Förvaltarna försökte sälja kvantiteter som långt översteg den normala dagliga handelsvolymen på marknaden vilket, enligt Bank of England, ledde till att marknadens funktions sätt påverkades mycket negativt. Flera LDI-fonder riskerade i slutändan att bli insolventa om utvecklingen inte stabiliserades. Situationen fick Bank of England att tillfälligt stödköpa statsobligationer med långa löptider för att värna den finansiella stabiliteten och för att ge tid åt pensionsfonderna att kapitalisera sina LDI-fonder. De ville minska risken att marknadens dåliga funktions sätt i slutändan skulle leda till en oönskad åtstramning av finansieringsvillkoren och en minskad kreditförsörjning till real ekonomin.

Stödköpen pågick mellan 28 september till 14 oktober 2022 och var utformade så att de inte skulle blanda sig i den brittiska centralbankens penningpolitiska strategi. Centralbanken hade nämligen före likviditetskrisen aviserat att den skulle börja sälja delar av sitt statspappersinnehav i början av oktober, vilket man fick skjuta upp. Bank of England utformade köpen, utöver att de skulle vara riktade och temporära, så att de erbjöd sig att köpa så många obligationer som behövdes för att återupprätta stabiliteten på marknaden – och inte för att uppnå en viss mängd av obligationer eller en viss nivå på räntan. Stödköpen stabiliserade marknaden relativt snabbt. Värdet på dem uppgick sammantaget till 19,3 miljarder pund, mindre än de 65 miljarder pund som Bank of England hade aviserat att de erbjöd sig att köpa för.²⁸ Den 12 januari 2023 konstaterade centralbanken att de hade sålt dessa statsobligationer.

²⁸ Bank of England gjorde några ändringar under köpperiodens gång, främst att inkludera realränteobligationer. Av köpen på 19,3 miljarder pund bestod 12,1 miljarder pund av statsobligationer med långa löptider och 7,2 miljarder pund av realränteobligationer.

3 Svensk pensionsförvaltning

3.1 Använder sig av mindre hävstång

Det var framför allt hävstång som var boven i det brittiska pensionsdramat. Förvaltare av brittiska förmånsbestämda pensioner skapade den genom att repofinansiera en del av sina statsobligationer samt ingå ränteswapavtal där de får fast ränta. När brittiska långräntor skenade i september 2022 gav det upphov till en likviditetskris. Svenska pensionsföretag använder emellertid inte hävstång i samma utsträckning.

Begränsande lagutrymme för finansiell hävstång...

I Sverige får pensionsföretag enbart belåna sig för att effektivisera sin kapitalförvaltning eller för att tillgodose tillfälliga likviditetsbehov.²⁹ Utöver det kräver lagen att upplåningen är av ringa betydelse med hänsyn till bland annat storleken på företagets kapitalbas.³⁰ Det innebär att pensionsföretagen har ett begränsat utrymme för att systematiskt skapa en finansiell hävstång genom att exempelvis repofinansiera sina innehav av statspapper. I praktiken är användandet av repor väldigt litet. Nettot av de likvider pensionsföretagen får från repor och sådana som de lägger på omvända repor utgjorde i slutet av det tredje kvartalet 2022 enbart 0,3 procent av marknadsvärdet på pensionsföretagens placeringstillgångar.³¹

... och syntetisk hävstång används i mindre grad

Regelverket som begränsar de svenska pensionsföretagens möjlighet till belåning tillåter dock användandet av derivatinstrument för att sänka risken i företaget.³² Likt sina brittiska motsvarigheter använder de därför räntederivat som ränteswappar för att minska sin solvensrisk, det vill säga att skydda sig mot att deras åtaganden växer relativt tillgångarna om räntorna sjunker. Sett till bruttosiffror beräknar jag dock användandet av ränteswappar vara mindre än i Storbritannien och i vissa andra europeiska länder (se Diagram 7 i Appendix).

Repomarknaden en möjlighet till likviditet i stället för hävstång

Svenska pensionsföretag har också statsobligationer för att täcka en del av sina garanterade åtaganden med långa löptider. Men eftersom att de inte systematiskt repofinansierar sina statsobligationer för att skapa en hävstång kan det tänkas att de har en större möjlighet än deras brittiska motsvarigheter att tillgodose sina likviditetsbehov via repomarknaden i tider av finansiell stress. Med det menar jag att när brittiska räntor steg kraftigt i september 2022 var flera LDI-förvaltare tvungna att minska sin hävstång för att undvika att bli insolventa. De behövde alltså mindre hävstång, inte mer,

²⁹ Se försäkringsrörelselag (2010:2043) 4 kap. 6 § och lag (2019:742) om tjänstepensionsföretag 4 kap. 7 §.

³⁰ Vid särskilda skäl får Finansinspektionen i enskilda fall besluta om undantag från kravet på att upplåningen ska vara av ringa betydelse.

³¹ Se Svensk Försäkring (2022). Exkluderar värdet på tillgångarna depå- och fondförsäkringar där försäkringstagarna bär placeringsrisken.

³² Se försäkringsrörelselag (2010:2043) 6 kap. 5 § och lag (2019:742) om tjänstepensionsföretag 6 kap. 9 §.

och kunde därför inte använda repomarknaden till att skaffa likviditet. Som jag nämner ovan måste dock belåningen hos svenska pensionsföretag, i detta fall genom repor, vara rimlig i förhållande till deras kapitalbas, vilket blir en tolkning som Finansinspektionen får göra.

En väl fungerande och tillgänglig repomarknad kan därför vara en viktig del i pensionsföretagens likviditetshantering. Repor kräver så klart att det finns en bank som är villig att ingå i repan, inte minst i tider av finansiell stress. Det kan dock tänkas att banker är villiga motparter i viss mån eftersom de vill behålla sina affärsmässiga relationer med pensionsföretagen i framtiden. Vissa banker tjänar också pengar på att vara marknadsgaranter genom att ta en motsatt position med en annan marknadsaktör. Hur stor likviditet som finns tillgänglig via repomarknaden beror också på bankernas riskvilja eftersom sådana transaktioner påverkar deras balansräkning.³³

Bankerna har förmodligen inte heller en lika stor korrelationsrisk (så kallad wrong-way-risk på engelska) mot svenska pensionsföretag som de brittiska bankerna har mot LDI-förvaltare. Med korrelationsrisk menar jag risken att värdet på statsobligationerna som pensionsföretaget ställer som säkerheter i repan faller i scenariot där företaget blir insolvent. Eftersom de svenska företagen har en större andel aktier i sina portföljer än deras brittiska motsvarigheter kan det tänkas att insolvens skulle uppstå från stora aktieprisfall, snarare än stigande räntor.³⁴ Perioder med stora aktieprisfall åtföljs ofta av en så kallad "flykt till säkerhet"-episod på marknaden där investerare säljer riskfyllda tillgångar för att köpa säkra statsobligationer. En mindre korrelationsrisk kan därför öka bankernas incitament att vara motpart i repor.

3.2 Förmodas ha likvida medel för att täcka ökade marginalsäkerhetskrav på ränteswappar

Hur kan likviditetsbehovet för svenska pensionsföretag då tänkas se ut om räntorna stiger hastigt i Sverige? För att ge en fingervisning beräknar jag den potentiella marknadsvärderade förlusten som skulle uppstå på ränteswapinnehavet som refererar till Stibor för ett urval av svenska pensionsföretag den 22 september 2022.³⁵ Jag värderar innehavet som en portfölj bestående av ränteterminer och parallellförskjutet swapräntekurvan momentant uppåt ett visst antal räntepunkter. Sedan sätter jag förlusten i relation till företagens likvida medel, definierat här som posten kassa och bank, vid början av året och redovisar den på aggregerad nivå i Diagram 6.

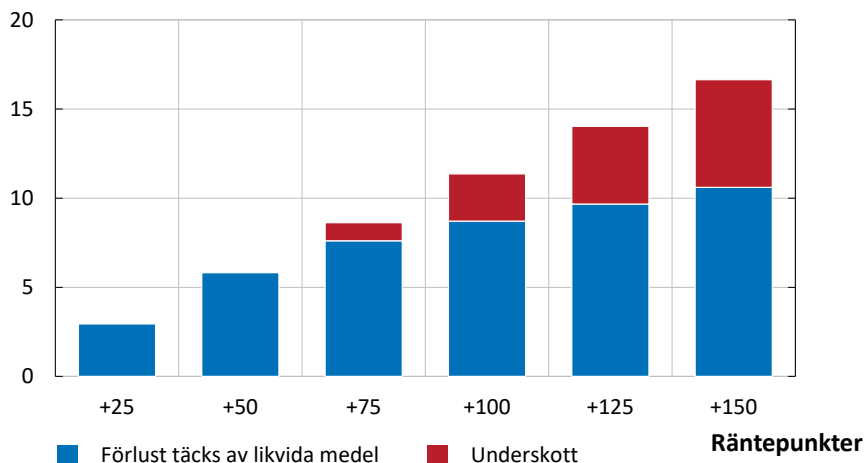
³³ Se Jensen & Achord (2019) för teknikaliteter kring likviditetsanskaffning via repor och effekten på bankernas balansräkning. Om banken agerar marknadsgarant påverkar det också bankens stabila nettofinansiering (NSFR).

³⁴ Aktieprisfall är en risk som både Riksbanken och Finansinspektionen lyfter sina stabilitetsrapporter. Se Sveriges riksbank (2022) och Finansinspektionen (2022).

³⁵ Totalt tio av de största livförsäkrings- och tjänstepensionsföretagen samt understödsföreningar sett till marknadsvärde som har innehav i ränteswappar där rörlig ränta primärt betalas.

Diagram 6. Stora ränteuppgångar innan pensionsföretagens likvida medel inte täcker ökade marginalsäkerhetskrav på ränteswappar

Miljarder kronor



Anm. Författarens beräkningar. Likvida medel syftar på posten kassa och bank i pensionsrörelsen. Innehav är per den 22 september 2022. Ränteswappar som refererar till Stibor där pensionsföretaget får fast ränta har kvittats med ränteswappar där de får rörlig ränta. Se Appendix för ytterligare metodbeskrivning.

Källor: Företagens årsredovisningar, Macrobond och Riksbanken

Anta att samtliga kontrakt är föremål för utbyte av marginalsäkerheter, det vill säga att värdeminskningen i kontrakten måste täckas med likvida medel. Vid en parallellförskjutning av swapräntekurvan uppåt med 75 räntepunkter har något enstaka företag inte tillräckligt med likvida medel för att täcka de ökade kraven på marginalsäkerheter. Antalet företag med underskott ökar från och med 100 räntepunkter vilket förklarar varför det aggregerade underskottet inte utvecklas linjärt. Att det verkar krävas relativt stora ränteuppgångar innan företagen får brist på likvida medel på aggregerad nivå ligger i linje med Finansinspektionens syn att svenska pensionsföretag har en god likviditet för att möta ökade krav på marginalsäkerheter.³⁶

Som jämförelse steg räntorna med 140 punkter i Storbritannien i september 2022 på fyra dagar. Om svenska pensionsföretag enbart hade varit exponerade mot ökade marginalsäkerhetskrav på ränteswappar hade de förmodligen haft tillräcklig likviditet för att hantera ett sådant scenario. Det hade dock sannolikt uppstått likviditetsbehov även från andra håll.³⁷ Räntorna steg också under 2022 vilket betyder att företagen kan ha använt sina likvida medel till att löpande betala ökade marginalsäkerhetskrav på ränteswappar under året. Det betyder att deras likvida medel kan ha varit något mindre än vad som används i scenariot ovan.

³⁶ Se Finansinspektionen (2022).

³⁷ Exempelvis brukar räntechocker följas av chocker i valutakurser, som kan skapa ytterligare marginalsäkerhetskrav på valutaswappar som pensionsföretagen använder för att matcha tillgångar och skulder i respektive valuta.

3.3 Har mer kapital i relation till garanterade åtaganden

Svenska pensionsföretag med garanterade åtaganden har mer kapital i relation till sina åtaganden, så kallad solvensgrad, än vad deras brittiska motsvarigheter har (se Diagram 3 återigen). De har även den högsta solvensgraden inom EES.³⁸ Det kan tänkas göra att de är bättre rustade för att klara av perioder med låga räntor om deras åtaganden växer mer än tillgångarna. Det kan också vara en anledning till att svenska pensionsföretag har valt att inte ha en lika stor syntetisk hävstång, det vill säga en hävstång skapad med exempelvis ränteswappar. Kapitalbufferten de har gör att de klarar av att ha en skuldsida som är mer räntekänslig än tillgångssidan eftersom det kan ta tid innan sjunkande räntor gör att de får problem med att uppfylla sina solvenskrav.

Då kan man fråga sig varför det har blivit så. Svenska pensionsföretag har haft friare placeringsregler än brittiska pensionsfonder. Det har gjort att de har kunnat investera mer i andra riskfyllda tillgångar som aktier och företagsobligationer. Den historiskt goda utvecklingen på exempelvis aktiemarknaden har gjort att de svenska företagen har byggt upp stora kapitalbuffertar över tid. Ett större innehav av dessa riskfyllda tillgångar medför dock andra typer av risker, men det redovisar jag inte här.

3.4 Intern förvaltning, operationella risker och tillsyn

Svenska pensionsföretag sköter kapitalförvaltningen internt i högre grad än sina brittiska motsvarigheter vilket gör att de har bättre kontroll över sin egen finansiering. Att en stor del av det brittiska pensionskapitalet förvaltas av en extern LDI-förvaltare gjorde att pensionsfonderna utsattes för vissa operationella risker under likviditetskrisen. Värst var det för de mindre fonderna som investerar tillsammans med andra fonder i gemensamma konton hos en förvaltare. Där var flera beslutsfattare tvungna att koordinera och fatta finansieringsbeslut med väldigt kort varsel. Det finns också risk för ett så kallat "chicken race" i ett sådant scenario. Det vill säga att individuella fonder avvaktar med att bidra med kapital eftersom nyttan att klara sig igenom krisen hade burits av samtliga fonder medan kostnaden av att inte göra det hade tyngt de fonder som hade bidragit med kapital mer än de som inte hade gjort det.

I Sverige ansvarar Finansinspektionen över tillsynen av både enskilda pensionsföretag och sektorn i sin helhet, det vill säga över både mikro- och makrotillsynen.³⁹ I Storbritannien kan tillsynen ses som något mer fragmenterad. Även om Bank of England ansvarar för mikrotillsynen över de banker som agerar motparter till LDI-förvaltarna genom Prudential Regulation Authority (PRA) har den inte ansvar över tillsynen av själva pensionsfonderna eller LDI-förvaltarna. I stället är det The Pension Regulator (TPR) respektive Financial Conduct Authority (FCA) som har det. Dessutom har många LDI-förvaltare sin hemvist utanför Storbritannien, till exempel i Irland, och då faller de under andra länders tillsynsmyndigheter. Ett sådant, mer fragmenterat regelverk kan göra

³⁸ Se appendix till Finansiell stabilitetsrapport 2022:2, Sveriges riksbank (2022).

³⁹ Riksbanken bidrar, tillsammans med Finansdepartementet och Riksgälden, till att identifiera sårbarheter och störningar kopplat till pensionsföretag som utgör risker för den finansiella stabiliteten, dels genom att ha tillgång till andra informationskällor, dels genom att göra sina stabilitetsbedömningar från olika utgångspunkter.

att sårbarheter och störningar som ger upphov till systemrisker blir svårare att identifiera. Det kan också försvåra exempelvis möjligheten att samla in och harmonisera data som kan användas för att identifiera dessa risker. Det ska dock sägas att det förmodligen finns fördelar med fragmenteringen också, vilket jag inte spekulerar i här.

4 Konsekvenserna av att skydda sig mot sjunkande räntor

Pensionsförvaltare utsätter sig alltid för risker som kan försämra deras solvens. I detta staff memo fokuserar jag på risken att sjunkande räntor gör att förvaltarens åtaganden växer mer än tillgångarna vilket påverkar solvensen negativt. Ett sätt att minska den risken är att investera pensionskapitalet i statsobligationer med långa löptider, men som jag tidigare visat är det ett problem när räntorna är låga eftersom det kräver en stor mängd kapital. I stället kan man använda en hävstång för att öka sin exponering mot marknadsräntor. I Storbritannien repofinansierar förmånsbestämda pensionsfonder en del av sina statsobligationer samt ingår ränteswappar där de får fast ränta. I Sverige ingår pensionsföretag med garanterade åtaganden också ränteswappar, men i lägre grad. När detta görs uppstår en annan typ av risk – likviditetsrisk – eftersom dessa strategier innebär att man utbyter säkerheter.

I Storbritannien har fonderna starka incitament att inte bli underfinansierade på grund av de brittiska regelverken. Samtidigt är få fonder öppna för nya medlemmar. Det gör att det primära målet för de allra flesta fonder är att bli finansierade, och förbli det.⁴⁰ För att göra det måste de sänka sin solvensrisk mycket. Konsekvensen blir att de i stället får en hög likviditetsrisk. Svenska pensionsföretag med garanterade åtaganden behöver inte minska sin solvensrisk lika mycket eftersom de har mer kapital i relation till åtaganden. Följden blir att deras likviditetsrisker inte är lika stora.

Det finns dock incitament för båda att förbättra sin solvens. I Storbritannien vill underfinansierade fonder bli finansierade utan att behöva ta in mer kapital från arbetsgivaren. I Sverige vill pensionsföretag dela ut vinst till sina delägare eller öka återbäringen till sina medlemmar i ömsesidigt drivna företag. Det kan tänkas att underfinansierade brittiska fonder i viss mån lättar på sina räntesäkringar om de tror på högre räntor i framtiden än vad marknaden gör för att försöka gynnas av ränteuppgången. Men eftersom en felaktig ränteprogнос skulle resultera i ett större finansieringsunderskott måste de vara försiktiga. I stället förlitar de sig på riskfyllda tillgångar för att förbättra sin finansieringsgrad. Problemet med dessa tillgångar är att de ofta minskar i värde när räntorna stiger. Det gör det svårt för underfinansierade fonder att bli finansierade utan att ta in mer kapital.

Svenska pensionsföretag har däremot möjligheten att riskera mer av sin solvens för att förbättra den. Det ger dem en större möjlighet att agera utifrån sin tro om framtida räntor och gynnas av det om de har rätt. Om de gör det får dock sjunkande räntor en större negativ inverkan på deras solvens – likt ett tveeggat svärd kan ränterörelserna bli väldigt gynnsamma eller ogynnsamma. Men det kan tänkas att det tar tid och relativt stora räntenedgångar innan de inte längre lever upp till sina solvenskrav.

Om pensionsförvaltare är exponerade mot betydande likviditetsrisker har det effekter på ekonomin i stort och på stabiliteten i det finansiella systemet. Exempelvis letade

⁴⁰ Eventuellt med en marginal som täcker exempelvis att den genomsnittliga livslängden på fondens medlemmar blir högre än väntat.

sig en stor del av pensionskapitalet till alternativa investeringar som infrastrukturprojekt, fastigheter och onoterade aktier under den tidigare perioden med låga räntor eftersom avkastningen på obligationer var låg. Dessa investeringar är illikvida och svåra att konvertera till kontanta medel vilket kan vara problematiskt om stigande räntor leder till ett stort behov av likviditet.⁴¹ Under likviditetskrisen sålde brittiska pensionsfonder sina likvida tillgångar för att möta ett sådant behov, vilket lämnade dem med illikvida tillgångar som tog upp en större del av portföljen än det var tänkt efter krisen. De har sedan dess sålt av en del av sina illikvida tillgångar enbart för att återbalansera sina portföljer. Eftersom tillgångarna är illikvida kan det uppstå stora förluster om det uppstår ett högt och plötsligt säljtryck från flera pensionsfonder.

Likviditetsrisker kan också leda till procykliskt investeringsbeteende som förstärker marknadsutvecklingen åt ett visst håll.⁴² Europeiska försäkrings- och tjänstepensionsmyndigheten (Eiopa) visade nyligen att de europeiska försäkringsföretagens användande av räntederivat under 2022 har minskat volatiliteten i deras solvensgrad när räntorna har stigit.⁴³ Det har dock lett till att företagen successivt har sålt av stora mängder obligationer samt andelar i penningmarknadsfonder under året, dels för att möta ökade marginalsäkerhetskrav på räntederivat, dels för att minska sin exponering mot marknadsräntor.

⁴¹ OECD (2022) varnar om detta i sin pensionsrapport.

⁴² Procykliskt investeringsbeteende är när investerare säljer när tillgångspriserna faller och vice versa.

⁴³ Se Europeiska försäkrings- och tjänstepensionsmyndigheten (2022b).

5 Avslutande kommentarer

Hävstång har en viktig funktion i ekonomin som till exempel låter hushåll låna till att köpa hus eller företag låna till att investera i samhällsnyttiga projekt. Men händelsen i Storbritannien blottade även hur hävstång kan förstärka en likviditetskris och ge upphov till risker för det finansiella systemet. LDI är en förvaltningsstrategi som fungerar bra i praktiken under normala marknadsförhållanden, men som kan skapa stora problem under stressade sådana. Samtidigt som flera externa LDI-förvaltare riskerade att bli insolventa under krisen i september 2022 gynnades brittiska förmånsbestämda pensionsfonder överlag av att räntorna steg. De har i skrivande stund mer tillgångar i relation till sina garanterade åtaganden än före krisen.⁴⁴ Det tyder på att det inte var hur mycket räntorna steg som var problemet, utan hur fort.

Även om svenska pensionsföretag med garanterade åtaganden inte är lika exponerade mot likviditetsrisker är det fortfarande viktigt att de har en god likviditetshantering. Räntorna är volatila i dagens ekonomiska klimat vilket gör företagen sårbara. Exempelvis gör det att värdet på företagets räntederivat som de använder för att skydda sin solvensgrad mot sjunkande räntor fluktuerar mer. Det ökar sannolikheten för att det uppstår stora krav på marginalsäkerheter och ökar likviditetsriskerna.⁴⁵

Det finns goda anledningar att tro att pensionsföretagens likviditetsrisker kommer att öka i framtiden. Om och när företagen bedömer att det finns en viss "fallhöjd" på räntorna kommer de förmodligen att göra sina tillgångar mer räntekänsliga för att skydda sin solvens mot en eventuell räntenedgång. Om de gör detta med ränteswappar utsätter de sig för större likviditetsrisker. Dessutom löper undantaget för CCP-clearing av räntederivat i skrivande stund ut sommaren 2023, vilket gör att nya sådana derivat måste clearas hos en CCP. På samma sätt som det finns många fördelar med CCP-clearing ökar det likviditetsriskerna ytterligare eftersom utbytet av marginalsäkerheter på dessa kontrakt måste vara kontanta medel.

Sammantaget gör detta att det är viktigt att pensionsföretagen har en god likviditetshantering och att deras likviditetsstresstester är kalibrerade även mot volatila marknadsrörelser. Det kan även vara bra om de gör omvända stresstester, det vill säga att utgå från marknadsrörelser som tömmer deras likviditet och fråga sig själva hur extrema marknadsrörelser de klarar av i praktiken. Det är också viktigt att de har kanaler till banker eller CCP-clearade repomarknader för att kunna låna likviditet i tider av finansiell stress.⁴⁶ Det kan tänkas förbättra deras likviditetshantering ytterligare.

Ur ett finansiellt stabilitetsperspektiv kan brist på likviditet skapa svåra situationer för pensionsföretagen som riskerar att spilla över till andra marknader och aktörer. I Storbritannien valde Bank of England att temporärt ingripa för att försöka få rätsida på den dysfunktionella statsobligationsmarknaden som, enligt centralbanken själva, LDI-förvaltarnas tvångsförsäljningar bidrog till. Svenska pensionsföretag äger inte en lika stor del av statskulden som sina brittiska motsvarigheter gör och förmodas inte

⁴⁴ Se Pension Protection Fund (2022).

⁴⁵ Dels på grund av att högre marknadsvolatilitet ökar initial margin-kraven, dels på grund av högre sannolikhet för extrema värdeförändringar på avtalen vilket resulterar i ökade variation margin-krav.

⁴⁶ Detta är förslag som även Jensen & Achord (2019) lyfter till danska pensionsföretag.

kunna påverka marknaden lika mycket som de brittiska.⁴⁷ Men de har ändå en betydande närvaro på flera marknader vars funktionssätt kan skadas om företagen plötsligt tvingas att sälja stora delar av sina innehav, exempelvis företagsobligationsmarknaden.⁴⁸ Det är därför viktigt att vara fortsatt vaksam över likviditetsrisker som kan uppstå för finansiella intermediärer som pensionsföretag och de sammankopplingar de har med övriga aktörer på de finansiella marknaderna.

⁴⁷ I slutet av september 2021 ägde försäkringsföretag och pensionsfonder 27,4 procent av utestående statsobligationer i Storbritannien (HM Treasury, 2022) och i utgången av 2021 ägde de 20,6 procent av dem i Sverige (SCB, 2022).

⁴⁸ Den finansiella oron kopplat till coronapandemin blottade hur känslig företagsobligationsmarknaden var för stora utflöden i mars 2020. Se Wollert (2020).

Referenser

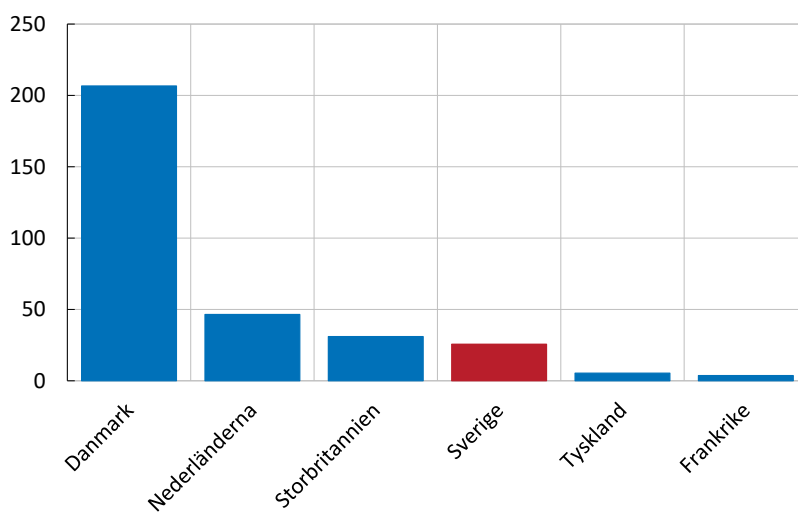
- Eiopa. (2022a). *Financial Stability Report - December 2022*.
- Eiopa. (2022b). *Financial Stability Report - June 2022*.
- Exley, C. J., Mehta, S. J., & Smith, A. D. (1997). The financial theory of defined benefit pension schemes. *British Actuarial Journal*, 3(4), 835-966.
- Finansinspektionen. (2022). *Stabiliteten i det finansiella systemet (2022:2)*.
- Jensen, J. R., & Achord, S. D. (2019). Pension companies will have large liquidity needs if interest rates rise. *Danmarks Nationalbank Analysis*, No. 23.
- Nilsson, C., Söderberg, J., & Vredin, A. (2014). Det kollektiva pensionssparandets betydelse i det svenska finansiella systemet. *Ekonomiska kommentarer* (3).
- OECD. (2022). *Pensions Outlook 2022*.
- ONS. (2020). *UK pension surveys: redevelopment and 2019 results*. Hämtat från <https://www.ons.gov.uk/economy/investmentpensionsandtrusts/articles/uk-pensionsurveys/redevelopmentand2019results#glossary> den 27 januari 2023
- Pension Protection Fund. (2021). *The Purple Book 2021*.
- Pension Protection Fund. (2022). *PPF 7800 Index*. Hämtat från https://www.ppf.co.uk/sites/default/files/2022-11/PPF_7800_Update_November_22_0.pdf den 27 1 2023
- SCB. (2023). *Finansräkenskaper, kvartal och år*. Hämtat från <https://www.scb.se/hitta-statistik/statistik-efter-amne/finansmarknad/finansrakenskaper/finansrakenskaper-kvartal-och-ar/> den 27 1 2023
- Svensk Försäkring. (2023). *Statistikdatabas*. Hämtat från <https://www.svenskforsakring.se/statistik/statistikdatabas/> den 27 1 2023
- Sveriges riksbank. (2022). *Finansiell stabilitet - 2022:2*.
- The Investment Association. (2022). *Investment Management in the UK 2021-2022- The Investment Association Annual Survey*.
- The Pensions Regulator. (2019). *DB Pension Scheme Leverage and Liquidity Survey*.
- Wollert, S. (2020). *Svenska företagsobligationer under coronapandemin*. Sveriges riksbank.

APPENDIX

Jämförelse av nominellt värde av ränteswappar

Diagram 7. Nominellt värde av ränteswappar som del av försäkringsföretagens eller pensionsfondernas totala tillgångar i ett urval av europeiska länder

Procent av totala tillgångar



Anm. Författarens beräkningar. Diagrammet avser sista kvartalet 2021 och inkluderar både livförsäkrings- och skadeförsäkringsföretag. Samtliga länder utom Storbritannien är beräknat utifrån en kombination av data från Eiopas finansiella stabilitetsrapport december 2022 och statistik över tillgångsexponering.

Källor: Europeiska försäkrings- och tjänstepensionsmyndigheten (Eiopa) och The Pensions Regulator (TPR).

Metod för beräkningen av marknadsvärderade förluster på ränteswappar i delkapitel 3.2

Först kvittas det nominella värdet på samtliga utestående ränteswapkontrakt där fast ränta fås med värdet på kontrakten där rörlig ränta fås, för varje löptidskategori och för varje företag.

I analysen antar jag att pensionsföretaget och motparten byter räntor en gång per år.

Effekten av en parallellförskjutning av swapräntekurvan med X antal räntepunkter (bps) för löptid t beräknas sedan enligt:

$$\text{Marknadsvärderad förlust} = \sum_{i=1}^t \frac{\text{Nom} * \frac{\text{bps}}{10000}}{\left(1 + \text{swapränta} + \frac{\text{bps}}{10000}\right)^t}$$

Slutligen summeras effekten för samtliga löptider och för samtliga företag.



SVERIGES RIKSBANK

Tel 08 - 787 00 00

registratorn@riksbank.se

www.riksbank.se

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK