

Pensionssektorens likviditetsbehov ved rentestigninger og forventet effekt af udfasningen af undtagelsen fra kravet om central clearing

Finanstilsynet

1. december 2022

J.nr. 22-003153

KAMA/IMPE/LIFA

Pensionssekskabernes undtagelse fra kravet om central clearing af rentederivatkontrakter udløber den 30. juni 2023. Finanstilsynet har derfor i 2022 undersøgt selskabernes sikkerhedsstillelse for rentederivater. Formålet er at vurdere konsekvensen af clearingundtagelsens udløb. Krav om at kun nye derivatkontrakter skal cleares centralt og dermed lang udfasning af undtagelsens ophør, samt en tendens til faldende rentefølsomhed på selskabernes rentederivatkontrakter i 2022 betyder, at der ikke umiddelbart er betydelig øget likviditetsrisiko forbundet med ophøret af undtagelsen. Likviditetsrisikoen afledt af sikkerhedsstillelse på rentederivater kræver dog fortsat stor opmærksomhed og tæt opfølgning fra pensionssekskaberne, herunder i forhold til at sikre sig et tilstrækkeligt antal repo-modparter.

Rentederivater i de danske pensionssekskaber

Selv om der har været en gradvis overgang til ugaranterede markedsrente-produkter, har de danske pensionssekskaber stadig en del garanterede pensionsprodukter på balancerne. Garantier medfører en renterisiko for det pensionssekskab, som har givet garantien. Denne renterisiko afdækker pensionssekskaberne typisk ved at investere i fastforrentede obligationer eller ved at indgå rentederivatkontrakter. De rentederivater, der anvendes, er typisk renteswaps, optioner på renteswaps (swaptions) og rentefutures. Da der gennem en årrække har været en tæt korrelation mellem renterne i DKK og renterne i EUR, og da der er bedre likviditet i EUR-renteswapmarkedet, anvender de danske pensionssekskaber i vid udstrækning EUR-renteswapmarkedet til afdækning af deres renterisici.

Danmark har verdens største pensionsformue målt i forhold til BNP. Da de danske pensionssekskaber har en lang tradition for renteafdækning vha. rentederivater, er de, sammen med de hollandske pensionssekskaber, blandt de største aktører på det europæiske renteswapmarked.

Sikkerhedsstillelse

Ved investering i obligationer har investoren en kreditrisiko på udstederen af obligationen på hele obligationens værdi. For derivatkontrakter mellem to

modparter har den af modparterne, som har en urealiseret gevinst på kontrakten, en kreditrisiko på den anden modpart, som svarer til den urealiserede gevinst. Denne kreditrisiko elimineres normalt ved, at den modpart, der har tab på kontrakten, stiller en sikkerhed svarende til krediteksponeringen. Sikkerhedsstillelsen består af en *variation margin* (VM), som svarer til den aktuelle gevinst eller tab på kontrakten. For centralt clearede kontrakter og for nyere OTC-kontrakter, dvs. bilaterale kontrakter, der ikke cleares centralt, stilles der, ud over VM, også en *initial margin* (IM), der fungerer som en ekstra sikkerhedsbuffer.

Behovet for VM varierer i takt med udsvingene i renterne, da disse udsving påvirker den aktuelle værdi af rentederivaterne. For at afdække renterisikoen i de garantier, pensionselskaberne har givet til deres kunder, er selskaberne i renteswapkontrakterne typisk nettomodtagere af en fast rente og betalere af en variabel rente. Det indebærer, at selskaberne isoleret set taber på swapkontrakterne, hvis renten stiger, men samtidig mindskes værdien af de afgivne garantier. Ved store rentestigninger skal pensionselskaberne altså øge VM.

Sikkerheden stilles i dag både ved OTC-aftaler, dvs. ikke clearede aftaler mellem de to derivatmodparter, og ved clearede aftaler gennem centrale clearingcentraler (CCP). De ikke clearede aftaler mellem to modparter benævnes i fagterminologien ofte "bilaterale OTC-kontrakter". I bilaterale OTC-kontrakter anvendes der enten højt ratede obligationer eller kontanter som VM. Som det fremgår af tabel 1, er obligationer blandt de danske pensionselskaber den mest udbredte form for VM for bilaterale OTC-kontrakter. For centralt clearede kontrakter kan selskaberne kun anvende kontanter til VM. Da EUR- og DKK-renteswaps er de mest anvendte rentederivater i de danske pensionselskaber, vil behovet for kontant sikkerhedsstillelse i høj grad være i DKK og EUR. En del selskaber stiller dog også sikkerhed i USD.

Som det fremgår af tabel 1, var de danske pensionselskabers (inkl. ATP) samlede nettobehov for øget sikkerhedsstillelse til alle rentederivater på 112 mia. DKK ved en parallel rentestigning på 1 procentpoint ultimo 2021.

Tabel 1: Pensionselskabernes samlede nettorentefølsomhed ultimo 2021 på de forskellige rentederivatyper målt ved en parallel rentestigning på 1 procentpoint (100 b.p.)

Rentefølsomhed i mia. DKK	EUR	DKK	Øvrige	Total
Rentefutures - clearet og med kontant sikkerhed	0,2	0,2	-10,6	-10,2
Renteswaps				
Clearet og med kontant sikkerhed	-13,2	-5,9	-11,4	-30,5
Ikke clearet og med kontant sikkerhed	-4,7	-0,3	0,1	-5,0
Ikke clearet og med obligationssikkerhed	-54,4	-18,4	-0,3	-73,1
Swaptions				
Clearet og med kontant sikkerhed	0,0	0,0	0,0	0,0
Ikke clearet og med kontant sikkerhed	1,4	0,0	1,5	2,9
Ikke clearet og med obligationssikkerhed	2,9	0,0	-2,2	0,7
Øvrige rentederivater				
Clearet og med kontant sikkerhed	0,0	0,0	0,0	0,0
Ikke clearet og med kontant sikkerhed	-0,4	-0,1	0,0	-0,5
Ikke clearet og med obligationssikkerhed	2,8	0,2	0,7	3,7
Total	-65,6	-24,2	-22,2	-112,0

Kilde: Pensionselskabernes indberetninger til Finanstilsynet og Danmarks Nationalbank.

Overgang til central clearing

Fra de europæiske myndigheders side er det besluttet, at en stor del af derivatkontrakterne skal cleares centralt. Renteswaps, basisswaps og forward rate agreements (FRA) i hovedvalutaerne USD, EUR, GBP og JPY skal cleares centralt. Swaptioner er undtaget fra kravet om central clearing i alle valutaer. Der er heller ikke krav om central clearing for renteswaps og FRA-kontrakter indgået i DKK.

Pensionselskaberne har dog i en årrække kunnet udnytte en undtagelse fra kravet om central clearing af renteswaps, hvis rentederivatkontrakterne er indgået med det formål at afdække afgivne rentegarantier for derved at forbedre selskabets solvenssituation. Denne undtagelse udløber i juni 2023. Renteswapkontrakter i EUR, USD, GBP, JPY, SEK og NOK indgået af pensionselskaberne efter denne dato skal derfor cleares centralt. Kontrakter indgået i DKK vil forsat være undtaget fra clearingforpligtigelsen efter juni 2023.

Udløbet af undtagelsen vil medføre, at flere renteswapkontrakter skal cleares centralt. Det indebærer, at en større del af den løbende sikkerhedsstillelse (VM) skal bestå af kontanter. Ved central clearing skal pensionselskaberne udveksle sikkerhedsstillelsen med meget kort frist efter en rentestigning.

Pensionselskabernes likviditetsberedskab består af kontanter, repo-faciliteter, kreditfaciliteter og likvide obligationer. Når obligationerne medregnes til likviditetsreserverne, så viser undersøgelsen, at selskaberne har rigeligt med likviditet til at dække de behov, der måtte opstå i forbindelse med sikkerhedsstillelse for rentederivatkontrakterne. Selskaberne kan dog ikke bruge obligationer direkte som VM for clearede derivatkontrakter, men obligationerne kan bruges til at skaffe kontanter til sikkerhedsstillelse. For obligationerne gælder det normalt, selv i velfungerende markeder, at perioden mellem, at en handel indgås, til pensionselskabet modtager provenuet fra salget, dvs. modtager kontanter, er længere end det tidsrum, selskabet har til at stille VM til clearingsystemet. Obligationsbeholdningens bidrag til likviditetsreserven i forbindelse med sikkerhedsstillelse kommer derfor primært via repo-markedet. Undersøgelsen viser dog, at flere pensionselskaber i dag kun har få, eller en enkelt repo-modpart(er).

I forbindelse med at undtagelsen fra kravet om central ophører i juni 2023, kortlægger undersøgelsen blandt andet, hvor stor en del af de nuværende derivatpositioner der på kort og på længere sigt overgår til central clearing.

Som det fremgår af tabel 2, skulle 43 mia. DKK, ud af det samlede VM-krav på 112 mia. DKK, ved en rentestigning på 1 procentpoint per ultimo 2021 stilles med kontanter. Når udløbet af clearingundtagelsen er fuldt indfaset, dvs. når alle kontrakter er fornyet, vil kravet om kontant sikkerhedsstillelse, baseret på positionerne per ultimo 2021, stige med 53 mia. DKK fra 43 mia. til 96 mia. DKK.

Tabel 2: Pensionsselskabernes samlede rentefølsomhed på rentederivater målt ved en parallel rentestigning på 1 procentpoint (100 b.p.) fordelt på type af sikkerhedsstillelse per ultimo 2021 og efter udløb af pensionssektorens undtagelse fra krav om central clearing.

Sikkerhedstype	Ultimo 2021			Efter fuld indfasning		
	Kont.	Obl.	I alt	Kont.	Obl.	I alt
mia. DKK	43	69	112	96	14	112

Kilde: Pensionsselskabernes indberetninger til Finanstilsynet og Danmarks Nationalbank.

Effekten på den kontante del af VM på 53 mio.kr. af udløbet af pensionsselskabernes undtagelse fra central clearing vil som nævnt ske gradvist, idet derivatkontrakter indgået før undtagelsens udløb fortsat vil være undtaget fra kravet om central clearing. Tabel 3 viser løbetiden på de eksisterende OTC-kontrakter, og dermed med hvilken hastighed de alt andet lige skal fornyes med kontrakter med krav om central clearing.

Tabel 3: Indfasning af clearingkravet for OTC rentederivater, hvor der i dag på eksisterende kontrakter stilles sikkerhed (VM) med obligationer, målt ved en parallel rentestigning på 1 procentpoint baseret på løbetiderne i selskabernes derivatbeholdning ultimo 2021

Indfasning af clearingkravet mia. DKK	Under	5-15	Over	i alt
	5 år	år	15 år	
Rentefølsomhed med obligationssikkerhed	3	13	37	53

Kilde: Pensionsselskabernes indberetninger til Finanstilsynet og Danmarks Nationalbank.

Som det fremgår af tabel 3 er indfasningen lang. Finanstilsynet vurderer umiddelbart, at undtagelsens udløb per juni 2023 ikke på kort sigt vil ændre risikobilledet i forhold til pensionssektorens sikkerhedsstillelse. Dog er det vigtigt, at selskaberne er opmærksomme på, at en stigning på længere sigt fra 43 mia. DKK til 96 mia. vil medføre en forøget likviditetsrisiko for det enkelte selskab. Kravet om kontant sikkerhedsstillelse indebærer blandt andet behov for, at selskaberne sikrer, at de kan honorere de meget korte tidsfrister, der gælder for at stille VM. Potentielt kan stigningen også medføre en vis systemisk risiko for pengemarkedet.

Det er dog værd at bemærke, at pensionsselskaberne har kunnet håndtere sikkerhedsstillelsen i forbindelse med de store rentestigninger, som har fundet sted i 2022. Dette på trods af meldinger om faldende likviditet for dele af obligationsmarkedet.

Opfølgning – nye data per tredje kvartal 2022

Undersøgelsen baserer sig på data per ultimo 2021. Der har som nævnt i løbet af 2022 været væsentlige rentestigninger. Pensionsselskaberne har kunnet håndtere sikkerhedsstillelsen i forbindelse med de store rentestigninger, som har fundet sted i 2022. Dette på trods af meldinger om faldende likviditet for dele af obligationsmarkedet.

Finanstilsynet har på grund af renteutviklingen bedt enkelte pensionsselskaber om at opdatere rentefølsomhederne per ultimo tredje kvartal 2022. Be-

svarelsenerne viser et stort fald i rentefølsomhederne for de fleste af selskabernes rentederivater. I nogle tilfælde en halvering. En af årsagerne til dette er, at optionselementet i selskabernes garantier indebærer, at rentefølsomheden i garantierne er lavere, når det aktuelle renteniveau er tættere på de afgivne garantier. Derfor har selskaberne også mindre behov for renteswaps mm. Selv om det her og nu mindsker likviditetsrisikoen ved selskabernes rentederivatpositioner, vil et eventuelt rentefald igen øge behovet for at øge afdækningen af renterisikoen.

Konklusion

Flere pensionselskaber har specielt på sigt en ikke ubetydelig likviditetsrisiko i forbindelse med sikkerhedsstillelse for rentederivatkontrakter. Samlet set kan likviditetsbehovet på længere sigt på stressede markeder også udgøre en systemisk risiko. Det er derfor vigtigt, at selskaberne har effektiv risikostyring og beslutningsdygtighed, der time for time følger og forudser likviditetsbehovet, og er i stand til i god tid at iværksætte tiltag, så de kan møde marginkravene ved store rentestigninger. Selskaberne bør blandt andet have rutiner og kreditbevillinger og handelslines hos bankerne på plads, så de med kort varsel kan fremskaffe store mængder likviditet. Finanstilsynet finder, at flere selskaber bør øge antallet af repo-modparter for at sikre, at de er i stand til at agere effektivt og hurtigt i stressede markeder. Finanstilsynet vil i den løbende dialog med selskaberne om deres likviditetsberedskab have særligt fokus på de selskaber, der kan blive mødt af store marginkrav ved renteændringer – i absolutte termer eller i forhold til selskabernes størrelse.

På kort sigt ser Finanstilsynet dog ikke umiddelbart en væsentlig likviditetsrisiko forbundet med pensionselskabernes sikkerhedsstillelse. Dels har undersøgelsen vist, at indfasningen af ophøret af undtagelsen om krav om central clearing, og dermed kontant sikkerhedsstillelse, er lang, dels har Finanstilsynets stikprøve vist, at sektoren efter rentestigningerne i 2022 nu generelt set er væsentligt mindre rentefølsomme på derivatporteføljen og dermed har mindre behov end tidligere for yderligere sikkerhedsstillelse ved eventuelle yderligere rentestigninger fra det nuværende niveau.