

در یادداشتی بررسی شد؛

## صندوق‌های بازنشتی بریتانیا چگونه به سقوط صندوق‌های بازنشتی دامن زدند؟

کاهش قیمت اوراق بلندمدت دولتی بریتانیا متأثر از عوامل خارجی (دلار قوی و افزایش نرخ‌های بهره جهانی) و داخلی (کاهش مالیات‌ها بدون منبع مالی جایگزین) در هفته گذشته منجر به کال مارجین صندوق‌های بازنشتی بریتانیا شد. نیاز به نقدینگی صندوق‌های بازنشتی برای پوشش کال مارجین‌ها، بازار اوراق بلندمدت دولتی بریتانیا را وارد مارپیچ سقوط قیمتی کرد. موضوعی که پای بانک مرکزی انگلستان را برای خرید اوراق بلند مدت دولتی باز کرد تا برنامه انقباض ترانزانه خود را به تعویق بیندازد. دلیل همه این اتفاقات، استراتژی سرمایه‌گذاری بدهی‌محور (LDI) صندوق‌های بازنشتی بریتانیا بود.

به گزارش خبرنگاران گروه بورس، بانک و بیمه گزارش خبر، قیمت اوراق بلندمدت دولتی بریتانیا (مشهور به Gilts) روز دوشنبه هفته پیش سقوط کرد [۱] و بازدهی آنها به بالاترین میزان در بیش از یک دهه اخیر رسید. بازده اوراق دولتی دو ساله و پنج ساله به ترتیب با ۵۴ صدم درصد و ۴۴ صدم درصد رشد به ۴.۵۳۳ درصد و ۴.۵۰۳ درصد جهش پیدا کردند که بالاترین رقم از سپتامبر و اکتبر ۲۰۰۸ بودند. بازدهی اوراق ۱۰ ساله دولتی نیز به بالاترین میزان خود از آوریل ۲۰۱۰ رسید.

سقوط قیمت‌های اوراق بلندمدت دولتی بریتانیا، بانک مرکزی انگلستان را وادار به مداخله کرد. بانک مرکزی انگلستان طی بیانیه‌ای در تاریخ ۲۸ سپتامبر (۶ مهر) اعلام کرد که «اگر اختلال در این بازار ادامه یابد یا بدتر شود، ریسک اساسی برای ثبات مالی بریتانیا بوجود می‌آورد». به همین منظور، بانک انگلستان برنامه QT (فروش اوراق دولتی) [۲] خود را به تأخیر انداخت و در عوض از روز چهارشنبه هفته پیش برنامه خرید ۶۵ میلیارد پوندی اوراق بلند مدت دولتی برای مهار بحران در بازارهای بدهی دولت را اجرا کرد. افزایش بازدهی اوراق دولتی بریتانیا پس از ۲۲ سپتامبر، خرید اوراق دولتی توسط بانک مرکزی انگلستان در ۲۸ سپتامبر و کاهش بازدهی اوراق

کاهش قیمت اوراق بلندمدت دولتی منجر به بحرانی در صندوق‌های بازنشتی بریتانیا شد. اما چطور کاهش قیمت اوراق دولتی (افزایش نرخ بازدهی آن) برای صندوق‌های بازنشتی خطر آفرین است؟ صندوق‌های بازنشتی غالباً به عنوان دارندگان بزرگ دارایی‌های بلندمدت دیده می‌شوند که سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت کمی دارند. اما این نگرش آن چنان صحیح نیست. صندوق‌های بازنشتی، به ویژه صندوق‌های بزرگ و بالغ، سرمایه‌گذاران پیچیده‌ای هستند که از اهرم‌ها و ابزارهای مشتقه برای دستیابی به اهداف مالی خود استفاده می‌کنند. یکی از این اهداف برای صندوق‌های بازنشتی با مزایای معین (۳) [DB] (که بخش اعظمی از دارایی‌های صندوق‌های بازنشتی بریتانیا را در اختیار دارند) از طریق استراتژی‌های سرمایه‌گذاری بدهی‌محور (۴) [LDI] به بهترین وجه حاصل می‌گردد. ارزش دارایی‌های این نوع از صندوق‌ها ۱.۵ تریلیون پوند است که حدود دو سوم تولید ناخالص داخلی بریتانیا می‌شود.

براساس استراتژی LDI، هدف نهایی صندوق‌های بازنشتی فی‌نفسه حداکثرسازی بازدهی‌ها نیست بلکه اجرای کامل و به موقع تعهدات خود یعنی مستمری بازنشستگان است. هدف کلیدی LDI به حداقل رساندن و تثبیت به اصطلاح «کسری بودجه یا کسری منابع مالی» است؛ یعنی کمینه کردن تفاوت بین ارزش بازاری دارایی‌ها و ارزش تنزیل شده مستمری‌های آتی که باید پرداخت گردند (بدهی‌ها). به منظور دستیابی به هدف مذکور، صندوق‌های بازنشتی از یک پرتفوی تطبیق بدهی [۵] استفاده می‌کنند. این پرتفوی دربرگیرنده استراتژی‌هایی است که باعث می‌شود ارزش دارایی‌ها در جهت ارزش‌گذاری بدهی‌ها حرکت کند. مهمترین تأثیر بر کسری منابع مالی، تغییرات نرخ بهره است: اگر نرخ‌ها کاهش یابد، ارزش بدهی‌ها افزایش می‌یابد زیرا بازدهی اوراق به عنوان نرخ تنزیل استفاده می‌شود. اما اگر صندوق‌های بازنشتی در اوراقی با مدت زمان مشابهی (حساسیت مشابه به تغییرات نرخ بهره) با بدهی‌هایشان سرمایه‌گذاری کنند، دارایی‌های آنها نیز به میزان مشابهی افزایش می‌یابد و کسری بودجه یا منابع مالی بدون تغییر باقی می‌ماند. علاوه بر اوراق، صندوق‌های بازنشتی از سوآپ نرخ بهره نیز استفاده می‌کنند که به روشی مشابه عمل می‌کند: صندوق‌های بازنشتی نرخ متغیر (مثلاً ۶ [LIBOR] یا جایگزین اخیر آن ۷ [SONIA]) در ازای دریافت بهره ثابت (نرخ سوآپ) می‌پردازند. با این اقدام، ریسک‌شان را در برابر تغییرات نرخ بهره پوشش (هج) [۸] می‌دهند.

یکی دیگر از استراتژی‌های LDI استفاده از ریپو [۹] (توافق بازخرید) است: صندوق‌های بازنشتی می‌توانند از اوراق دولتی خود برای استقراض در بازار ریپو استفاده کنند و سپس اوراق دولتی بیشتری بخرند، که عملاً قرار گرفتن آنها در معرض ریسک اوراق دولتی و در نتیجه میزان پوشش نرخ بهره را دو برابر می‌کند.

مزیت استفاده از ریپو و ابزارهای مشتقه این است که فضا را برای سرمایه‌گذاری در سایر دارایی‌ها باز می‌کند. صندوق‌های بازنشتی به‌جای سرمایه‌گذاری کامل پرتفوی خود در اوراق دولتی، معمولاً پرتفوی رشد [۱۰] نیز دارند که در انواع دارایی‌های ریسکی‌تر با هدف افزایش بازدهی، سرمایه‌گذاری می‌کنند. در این مورد نیز صندوق‌ها می‌توانند از ابزارهای مشتقه، به ویژه برای پوشش ریسک ارز خارجی استفاده کنند. زیرا صندوق‌های بازنشتی بریتانیا نه تنها در اوراق دولتی بریتانیا، بلکه در اوراق دولتی خارجی نیز سرمایه‌گذاری می‌کنند. داده‌ها از طرح‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشتی نشان می‌دهد که سوآپ‌های نرخ بهره و قراردادهای آتی ارزی تقریباً کل مشتقات نگهداری شده توسط صندوق‌های بازنشتی را تشکیل می‌دهند که مقدار آن (به صورت ناخالص) بیش از ۱۰ درصد از ارزش دارایی‌های آنها می‌شود. این استراتژی‌ها همگی نیازمند وثیقه و اغلب اوراق دولتی کوتاه مدت هستند. همانطور که فایننشال تایمز توضیح می‌دهد، کاهش ارزش بازاری وثیقه یا ارزش قراردادهای مشتقه می‌تواند منجر به کال مارجین‌هایی [۱۱] در بازار ریپو یا سوآپ‌های نرخ بهره شود.

به طور مثال هر یک دهم درصد افزایش بازدهی در اوراق بلند مدت دولتی به معنای حدود ۱ میلیون پوند در کال مارجین برای صندوق‌های بازنشتی بریتانیا است، بنابراین افزایش یک درصدی در بازدهی اوراق بلند مدت دولتی بریتانیا به معنای ۱۰۰ میلیون پوند افزایش در نیاز به نقدینگی برای پوشش کال مارجین صندوق‌های بازنشتی است.

این بدان معنی است که فشار در بازار اوراق دولتی کوتاه مدت می‌تواند به بازار اوراق دولتی بلندمدت سرایت کند. صندوق‌های بازنشتی ممکن است مجبور به فروش دارایی‌های رشد خود (مانند سهام یا اوراق قرضه بلندمدت) شوند تا نقدینگی مورد نیازشان را برای رفع کال مارجین‌ها تامین کنند. این همان اتفاقی بود که پس از اعلام کاهش نرخ مالیات‌ها توسط دولت بریتانیا و سقوط قیمت اوراق بلند مدت دولتی مشاهده شد. اگر کال مارجین‌ها برآورده نشود، وثیقه‌ها می‌توانند توقیف و نقد شوند، که فشار کاهش قیمت دارایی‌ها را می‌افزاید.

شکل زیر نشان دهنده همین ماریپیج نقدینگی است. وضعیتی از بی ثباتی شدید مالی که در آن بازارها یک طرفه می‌شوند، قیمت دارایی‌ها را کاهش می‌دهند و به افزایش کال مارجین‌ها دامن می‌زنند. تهدیدی که بانک مرکزی انگلستان را وا داشت تا هر آنچه که برای ثبات بازار اوراق بلندمدت دولتی نیاز باشد را به کار گیرد.

نویسنده: محسن مقیسه

[۱] کاهش قیمت اوراق بلندمدت دولتی بریتانیا متأثر از عوامل خارجی (دلار قوی و افزایش نرخ‌های بهره جهانی) و داخلی (اعلان کاهش مالیات‌ها بدون منبع مالی جایگزین توسط وزیر خزانه‌داری بریتانیا) بود.

[۲] Quantitative Tapering

[۳] Defined Benefits (DB) Pension Funds

[۴] Liability Driven Investment

[۵] Liability-Matching Portfolio

[۶] London Inter-Bank Offered Rate

[۷] Sterling Overnight Index Average

[۸] Hedge

[۹] Repo

[۱۰] Growth Portfolio

[۱۱] Margin Calls

منابع:

[/https://criticalfinance.org/۲۰۲۲/۰۹/۲۹/pension-funds-and-liquidity-spirals](https://criticalfinance.org/۲۰۲۲/۰۹/۲۹/pension-funds-and-liquidity-spirals)

[/https://www.reuters.com/markets/europe/uk-bond-prices-collapse-after-sterling-hits-record-low-۲۰۲۲-۰۹-۲۶](https://www.reuters.com/markets/europe/uk-bond-prices-collapse-after-sterling-hits-record-low-۲۰۲۲-۰۹-۲۶)

<https://www.ft.com/content/۰۳۸b۳۰c۳-f۵۵۰-۴cc۰-۹۳ed-۹۱۵۴۰۲۱d۶ee۲>

<https://www.risk.net/derivatives/۷۹۵۴۶۸۲/uk-pensions-hit-with-ps۱۰۰m-margin-calls-as-gilts-and-sterling-slide>

<https://www.ft.com/content/۷۵۶e۸۱d۱-b۲a۶-۴۵۸۰-۹۰۵۴-۲۰۶۳۸۶۳۵۳c۴e?shareType=nongift>

<https://www.wsj.com/articles/the-lesson-from-the-u-k-budget-meltdown-fear-currencies-not-bond-markets-۱۱۶۶۴۴۵۰۷۱۵?st=ef۲۶hjucytdzzu۱>

منبع: پایگاه خبری بازار سرمایه ایران (سنا)

