



ANFÖRANDE

DATUM: 2007-03-13
TALARE: Vice riksbankschef Lars Nyberg
PLATS: StrategiTorget Bank, Finans & Försäkring, Stockholm

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

■ Kreditderivat – risker och möjligheter

Jag vill börja med att tacka för inbjudan hit till StrategiTorget för att tala om risker och möjligheter med kreditderivat. Kreditderivat kan verka komplicerade, men principerna för hur de fungerar är i grunden enkla. De är en typ av försäkringar, ingenting annat.

Den som äger ett hus löper risken att huset brinner upp. Den som lånar ut pengar löper risken att låntagaren inte betalar tillbaka lånet. Husägaren brukar vilja teckna en hemförsäkring som täcker brandrisken och betalar gärna en premie för det. Banken som lånar ut pengar kan på motsvarande sätt – även om banker faktiskt specialiserar sig på att hantera just kreditrisk – vilja teckna en kreditförsäkring för att bli av med en kreditrisk, helt eller delvis. Banken får då också betala en försäkringspremie. Kreditderivat är alltså helt enkelt en modern form av kreditförsäkring, anpassad för att kunna handlas på de finansiella marknaderna.

Handeln med kreditderivat har vuxit explosionsartat under senare år, vilket naturligtvis tyder på att kreditderivaten erbjuder stora fördelar för användarna. Samtidigt har en debatt om tänkbara risker för det finansiella systemet tagit fart och intresset från tillsynsmyndigheter och centralbanker har ökat i motsvarande grad. Om kreditriskerna försvinner ut ur bankerna, vart tar de vägen?

Idag tänkte jag tala lite om riskerna med kreditderivat, som ännu så länge i första hand berör den internationella handeln. Här i vårt land är fortfarande användningen av kreditderivat begränsad, om än ökande. Sedan tänkte jag beröra de möjligheter jag faktiskt ser i Sverige. Men låt mig först gå igenom hur kreditderivaten används och hur marknaden har utvecklats under senare år.¹

Hur fungerar kreditderivat?

Ett kreditderivat är ett finansiellt kontrakt mellan två parter. Det försäkrar köparen av kontraktet mot att krediten drabbas av en så kallad "kredithändelse" under en förutbestämd period. Kredithändelsen definierar helt enkelt vad försäkringen gäller, ungefär som villkoren i en vanlig hemförsäkring. Jag ska strax återkomma till det.

¹ En utförligare genomgång av kreditderivatmarknaden ges i artikeln "Handeln med kreditderivat och implikationer för finansiell stabilitet" i Riksbankens rapport Finansiell Stabilitet 2006:2.

■ Ta till exempel ett företag som TeliaSonera. Föreställ er sedan en bank som har lånat ut pengar till bolaget. Det kanske rör sig om ganska mycket pengar eftersom TeliaSonera är ett stort bolag. Även om Telias betalningsförmåga är god när lånet tas så är banken exponerad mot risken att denna försämras på längre sikt. Om banken tycker att kreditrisken är för hög, kan den välja att "sälja" en del av den till någon annan investerare. Då kan banken använda sig av marknaden för kreditderivat.

För banken, som i det här fallet är säljare av kreditrisk, fungerar alltså kreditderivatet ungefär som en vanlig försäkring. Köparen av kreditrisken (försäkringsgivaren) förbinder sig att ersätta banken om TeliaSonera i något avseende inte fullgör sina förpliktelser under kontraktets löptid. För detta betalar banken en löpande premie som bestäms när kontraktet skrivs. Vad det innebär att "inte fullgöra sina förpliktelser" framgår av kontraktet mellan banken och investeraren. Det är vad som på fackspråk kallas en kredithändelse. Det kan till exempel vara att TeliaSonera inte betalar ränta som överenskommet, att man ställer in betalningarna på utestående skuld, eller går i konkurs. Den premie som banken måste betala till investeraren speglar marknadsens bedömning av risken att något av detta ska inträffa. Ju högre sannolikhet, desto högre blir premien.

De flesta företag för vilka kreditderivat handlas har också obligationslån emitterade på den internationella marknaden för företagsobligationer. Hur mycket en investerare är villig att betala för dessa obligationer beror naturligtvis på hur han bedömer sannolikheten att företaget ska trassla med sina räntebetalningar eller kanske gå i konkurs – det vill säga att en kredithändelse ska inträffa. Premien som ska täcka risken för en kredithändelse motsvarar den premie som företagsobligationen betingar över en statsobligation utan kreditrisk. Därför är priserna på kreditderivaten starkt relaterade till priserna på de obligationer som företaget emitterat. I själva verket är marknaden för kreditderivat ofta mer likvid än marknaden för de underliggande obligationerna. I sådana fall kommer priserna på företagsrisken att bestämmas på marknaden för kreditderivat snarare än på marknaden för de underliggande företagsobligationerna.

De vanligaste kreditderivaten kallas Credit Default Swaps, förkortat CDS. En swap är ju vanligen ett byte av betalningsströmmar och man kan fråga sig vad som byts i detta fall. Det har att göra med vad som händer om försäkringen behöver utnyttjas, alltså vid en kredithändelse. Då får nämligen banken (försäkringstagaren) sälja en obligation motsvarande kreditbeloppet till försäkringsgivaren till nominellt värde. Detta trots att obligationen har blivit väsentligt mindre värd eller till och med värdelös till följd av kredithändelsen. Banken byter alltså ut obligationen mot en kontant betalning.² Det är inte konstigare än att en husägare kan byta sitt nedbrunna hus mot kontanter om han betalt sin försäkring.

Varför är kreditderivat så populära?

Exemplet med TeliaSonera illustrerar några av de egenskaper som gjort kreditderivaten så populära. Bankens kan sälja sin kreditrisk på företaget, helt eller delvis, utan att behöva säga upp lånet eller över huvud taget diskutera med företaget.

Samtidigt behöver köparen av kreditrisk (säljaren av kreditderivatet) inte binda mer än bråkdelen av det kapital som skulle ha fordrats för att överta krediten direkt. Köparen av kreditrisken kan dessutom i sin tur enkelt sälja den vidare, helt

² Om banken inte äger obligationen i fråga kan banken köpa den på marknaden.

■ eller delvis. Återförsäkringen blir alltså både enklare och billigare att hantera än när det gäller traditionell kreditförsäkring.

Stora placerare som fonder och försäkringsbolag vill ofta ha en viss mängd kreditrisk i sina portföljer. Krediter kan faktiskt minska deras totala risk, eftersom priserna på krediter inte har så stor samvariation med andra priser, till exempel priserna på aktier och fastigheter. En viss andel krediter ger en bättre diversifierad portfölj, vilket ger lägre risk för en given förväntad avkastning.

Kreditderivaten gör det också möjligt att dela upp kreditrisker i små delar och att handla med dessa delar till låg kostnad. Det är inte möjligt med traditionella kreditförsäkringar. I och med att handeln är omfattande blir också prissättningen på kreditrisk mycket bättre än tidigare.

Ur samhällets synvinkel är det i grunden positivt att kreditrisken sprids till institutioner utanför banksystemet. Bankerna är visserligen specialister på att bedöma kreditrisk, men de är också känsliga för störningar. Inlåningen är likvid medan utlåningen ofta i praktiken är bunden för långa perioder. Om insättarna plötsligt vill ha ut sina pengar kan det bli svårt, eftersom banken inte snabbt kan säga upp alla lån till betalning. Dessutom är bankerna av vital betydelse för att betalningarna i samhället ska fungera. Att kreditriskerna sprids till andra institutioner med betydande eget kapital, som exempelvis försäkringsbolag, kan alltså minska riskerna i det finansiella systemet.

Hur har marknaden för kreditderivat utvecklats?

Sedan starten i mitten av 1990-talet har den internationella handeln med kreditderivat ökat explosionsartat. Utvecklingen har varit extra dramatiskt under de senaste fem åren. Den utestående volymen på kreditderivatmarknaden har i runda tal fördubblats för varje år sedan 2002 och uppgick till nära 12 000 miljarder US dollar i slutet av 2005. Denna ofattbart stora siffra kan exempelvis ställas i relation till det samlade värdet på världens aktiemarknader som vid samma tidpunkt uppgick till drygt 40 000 miljarder US dollar. Marknadsillväxten har varit fortsatt hög sedan 2005 och visar inga tecken på att mattas av. Den kanske viktigaste förklaringen till den kraftiga expansionen på senare år är att marknaden har kommit att bli alltmer standardiserad. Det har underlättat handel i större skala.

Underliggande tillgångar

De underliggande tillgångarna är till största delen företagsobligationer, de står för omkring 80 procent. Men också andra typer av krediter förekommer, såsom traditionella banklån och olika former av statsupplåning.

Marknaden för företagsobligationer omfattar idag mer än 6000 miljarder US dollar globalt sett. Det här betyder att den utestående volymen i kreditderivat är mer än dubbelt så stor som det samlade beloppet av utestående företagsobligationer. Anledningen är att kreditrisker säljs vidare på marknaden genom nya derivatkontrakt. Det här är egentligen inte konstigare än att försäkringsbolag säljer bort en del av sina risker genom att återförsäkra sig, men det kan vara bra att ha i åtanke när man ser statistiken.

I dag prissätts kreditrisk på tusentals företagskrediter via kreditderivat, även om merparten av handeln fortfarande sker i några hundratal mycket stora företag. Företag i alla typer av branscher och med olika kreditvärdighet är föremål för handel. Telekommunikation, som i exemplet med TeliaSonera, tillhör en av de

■ mest handlade branscherna tillsammans med bilindustri och finans. Kreditkvaliteten i de underliggande obligationerna är generellt sett mycket hög. Men intresset ökar för underliggande tillgångar med låga kreditbetyg. De standardiserade löptiderna har också blivit fler med tiden och det finns en tendens till att längre löptider, mellan fem och tio år, handlas i allt högre utsträckning.

Aktörer och produkter

Marknaden för kreditderivat har lockat till sig ett stort antal aktörer som inte har varit aktiva på kreditmarknaden tidigare. De viktigaste köparna av kreditrisk är stora institutionella placerare som försäkringsbolag och pensionsfonder. Också hedgefonderna är stora aktörer. Huvudsakliga säljare av kreditrisk är banker och andra kreditinstitut som vill avlasta delar av sin kreditrisk, exempelvis för att klara kapitalkrav från myndigheterna eller bara använda sitt kapital mer effektivt.

I praktiken är kreditderivatmarknaden centrerad kring ett fåtal globalt aktiva banker vilka fungerar som mäklare i handeln. De tio största motparterna på marknaden står för hela 85 procent av de totalt omsatta volymerna och representeras av stora investmentbanker som Morgan Stanley, Goldman Sachs och UBS.

Samtidigt som volymerna har ökat har produkterna utvecklats. Tillväxten är idag störst i de nya produkterna, däribland så kallade indexprodukter. Något förenklat speglar en typisk indexprodukt en portfölj av kreditrisk i olika företag, i stället för att spegla kreditrisken i ett enskilt bolag.³ Indexprodukterna ökar investerares möjligheter att sprida sina investeringar på kreditmarknaden.

I detta sammanhang vill jag också nämna att det finns alternativa kreditförsäkringsmetoder som likaså utvecklats starkt. En sådan är de traditionella syndikerade lånen. Ett syndikerat lån är ett lån där en bank säljer ut delar av lånet till andra banker, vilket oftast sker internationellt. De här lånen har liksom kreditderivaten fördelen att sprida risken i en stor kreditexponering på många händer, men handlas i mindre utsträckning aktivt på marknaden. Ytterligare ett sätt att sälja kreditrisk är att lägga samman ett antal krediter i en portfölj och sedan finansiera denna portfölj genom att emittera obligationer. Detta kallas för värdepapperisering. Ofta delas portföljen upp i olika riskklasser, och de obligationer som svarar mot varje riskklass säljs till olika investerare, beroende på vilken risk investerarna är villiga att bära – och till vilket pris. Sådana produkter skulle i sig kunna vara ett tema för ett tal så låt mig bara konstatera att kreditderivat inte är unika när det gäller att handla med kreditrisk.

Var ligger farorna i marknaden?

Jag har nu gått igenom en rad fördelar med kreditderivat och beskrivit en makalös tillväxt. Men samtidigt har de fört med sig en rad risker. Det handlar i första hand om att marknaden är ny och relativt oprövad. "Barnsjukdomar" kan inte uteslutas. Låt mig därför i tur och ordning kommentera det jag ser som fyra huvudsakliga orosmoment när det gäller marknaden för kreditderivat.

1. OPERATIVA OCH LEGALA RISKER

Den mest konkreta källan till oro handlar om hur handeln bedrivs rent praktiskt. Den befintliga infrastrukturen på marknaden har helt enkelt inte hållit jämna steg

³ Till exempel består iTraxx Europe av de 125 mest likvida företagsnamnen på CDS-marknaden i Europa. De 125 CDS-kontrakten viktas lika i indexet.

med den snabba utvecklingen. Till följd av den explosionsartade ökningen av antalet kontrakt har rutiner och hanteringsprocesser släpat efter. Backoffice-funktionerna hos de största motparterna har inte kunnat bekräfta alla affärer i tid. Detta har inneburit risk för problem om "stora" kredithändelser plötsligt skulle inträffa. I sådana situationer kan det uppstå oklarheter kring vilka affärer som har gått igenom och vilka positioner man faktiskt har, vilket bäddar för juridiska tvister. Det stora antalet utestående kontrakt gör också avvecklingsprocessen känslig. Om många kontrakt måste avvecklas samtidigt kan störningar uppstå. Kreditrisken i en och samma obligation kan ha sålts vidare genom ett stort antal derivatkontrakt. I sådana kedjor kan problem uppstå, särskilt om de underliggande obligationerna måste levereras fysiskt.

Men mycket har redan gjorts för att minska problemen på detta område. Marknadsaktörerna har själva gjort stora investeringar för att minska antalet bekräftelser som hamnar i kö. Idag finns automatiska system för bekräftelser och dessa hanterar nu merparten av alla kontrakt. Erfarenheter har också visat att avvecklingsprocessen kan skötas smidigt även när många kontrakt avvecklas på samma gång. Allt fler kontrakt avvecklas också kontant snarare än genom leverans av en underliggande obligation.

På den legala sidan finns naturligtvis alltid rädslan för tvister. Kommer den som övertagit kreditrisken verkligen att betala när en kredithändelse inträffar? På försäkringsmarknaden är det ju inte ovanligt med stora tvister om hur villkoren ska tolkas. Men de problem som fanns med otydliga regler och praxis när marknaden var ny förefaller emellertid nu till stora delar vara borta. Det beror på att man nästan uteslutande arbetar med internationellt standardiserade kontrakt. Möjligheten att nå helt standardiserade lösningar är dock fortfarande begränsad. Det finns ju så många olika typer av mer eller mindre komplexa kreditderivat. Enligt marknadsaktörerna själva är de legala riskerna i handeln med kreditderivat inte helt undanröjda.

2. MOTPARTSRISKER

Den andra källan till oro gäller rutiner för riskhantering. En bank som köper kreditkydd via kreditderivat blir av med kreditrisk, men utsätter sig istället för motpartsrisk, det vill säga risken att den som sålt kreditkyddet inte kan betala. Motpartsrisker finns i de flesta finansiella avtal, men eftersom marknaden för kreditderivat är ung och tillväxten snabb finns det särskild anledning att uppmärksamma dem. Det statistiska underlaget är bristande och det är svårt att bedöma var riskerna slutligen hamnar.

Samtidigt har riskkontrollen hos bankerna utvecklats en hel del under de senaste dryga tio åren. Banker som handlar med kreditderivat har normalt strikta rutiner för att granska och utvärdera sina motparter. Dessutom är säljarna av kreditderivat ofta försäkringsbolag och pensionsfonder, med ett stort eget kapital att möta eventuella kreditförluster med. Jag vill också poängtera att de stora handelsvolymer jag nämnde tidigare inte ska översättas i risk rakt av. Det är förstås mycket osannolikt att en säljare av kreditkydd skulle behöva ersätta hela den kreditrisk som han har i sin portfölj. För att det ska bli verklighet måste alla företag ifråga gå i konkurs samtidigt och återvinningen måste dessutom vara noll. Med exemplet om bostadsförsäkringar så skulle det innebära att samtliga hus som är försäkrade hos ett försäkringsbolag samtidigt skulle brinna ner till grunden. Det är ett värre scenario än någon av stadsbränderna i vår historia. Men man ska heller inte

■ glömma att olika chocker i ekonomin kan föra med sig betydande samlade kreditförluster. Bankkriser världen över vittnar om detta.

3. LIKVIDITETSRISKER

För det tredje finns det skäl att uppmärksamma eventuella likviditetsrisker. Det kan uppstå problem om aktörerna på marknaden förlitar sig på att marknaden alltid är likvid och utgår från detta när de gör sina affärer. Vad händer exempelvis om en mängd kredithändelser inträffar samtidigt? Kanske finns det plötsligt bara säljare och inga köpare på marknaden. Då dyker priserna rakt ned. Så var exempelvis fallet under den ryska skuldcrisen 1998, då bland annat hedgefonden LTCM fick problem. En kris av detta slag riskerar att snabbt spridas till andra finansiella marknader och eventuellt hota även de långivande bankerna.

Sådana situationer brukar dock inte vara särskilt länge, eftersom köpare så småningom alltid uppenbarar sig när priserna faller. Det skedde också efter krisen i LTCM.

Kom också ihåg att marknaden för kreditderivat och marknaden för de underliggande obligationerna är tätt sammanflätade. Om premierna på kreditderivat ökar kraftigt innebär detta samtidigt att avkastningen på de underliggande obligationerna ökar. Om inget viktigt har hänt som påverkat kreditvärdigheten i det företag som gett ut obligationerna blir det förr eller senare lönsamt att köpa dessa – eller att köpa kreditderivaten. Flera omfattande kredithändelser under senare år, till exempel nedgraderingen av Ford och GM:s kreditbetyg under förra våren har också visat att mer eller mindre allvarliga problem har kunnat lösas utan att likviditeten på marknaden drabbats i någon större utsträckning.

4. RISK FÖR FELPRISSÄTTNINGAR

Slutligen vill jag ta upp risken för felprissättningar, en risk som i många avseenden är nära relaterad med likviditetsrisken. Under samma period som volymerna av kreditderivat vuxit som mest har räntorna successivt fallit och krediterna ökat. Konkurserna har varit ovanligt få. Därför har ränteskillnaderna mellan obligationer med hög och låg risk minskat, det vill säga creditspreadarna har krympt. Priset på kreditderivat har fallit i motsvarande omfattning. Ersättningen för risk har därmed hamnat på en nivå långt under det historiska genomsnittet.

Frågan är vad som händer när konjunkturen vänder nedåt och konkurserna börjar öka igen. Om investerare generellt har underskattat kreditrisken kan vi komma att få se en kraftig korrigerings av riskpremierna. Då faller också priserna på företagsobligationer och kreditderivat. I det läget kan enskilda aktörer med stora nettoexponeringar i kreditrisk komma att drabbas av betydande förluster.

Men jag vill understryka att detta är ett generellt resonemang. Om riskpremierna stiger får det effekter på de flesta marknader. Det finns ingen särskild anledning att anta att just marknaden för kreditderivat skulle drabbas hårdare än andra.

Min uppfattning är att man ska ta var och en av dessa risker på allvar. Men de är ändå knappast av sådan art att de riskerar att åstadkomma en allvarlig systemkris i det internationella finansiella systemet.

Jag har nu diskuterat handeln med kreditderivat såsom den ser ut på marknaden internationellt. Här i Sverige är handeln med kreditderivat fortfarande mycket

■ begränsad. Men låt mig ändå runda av med att kort kommentera den svenska marknaden och dess möjligheter.

Hur används kreditderivaten i Sverige?

Som ni kanske vet har Sverige idag en av världens mest utvecklade derivatmarknader. Detta sett i förhållande till storleken på ekonomin och omsättningen på börsen.

Men när det gäller kreditderivat är situationen annorlunda. Här är handeln betydligt mer begränsad. Det beror i första hand på att vår marknad för företagsobligationer är liten. Och utan företagsobligationer har det varit svårt att handla i kreditderivat.

De svenska storbankerna baserar sin kärnverksamhet på långa kundrelationer. Krediterna till små och medelstora företag dominerar. Bankernas exponeringar mot företag som handlas aktivt på kreditderivatmarknaden är relativt små. Bankerna har dessutom haft gott om kapital och behoven att sälja kreditrisk till utomstående har varit begränsad. Antalet genomförda affärer i kreditderivat har visserligen ökat under de senaste åren, men de totala exponeringarna är överlag ännu små. Den dominerande delen av handeln har skett för kunders räkning. Det innebär att bankerna förmedlar affärer för kunder, exempelvis försäkringsbolag, som av olika skäl vill köpa eller sälja kreditrisk.

Blickar vi framåt så finns det anledning att tro att kreditderivaten kommer att få ökad betydelse. Det har bland annat att göra med de nya kapitaltäckningsreglerna, Basel II. Baselreglerna, de gamla och de nya, reglerar hur mycket kapital en bank behöver för att täcka riskerna i sin kreditportfölj. Riskerna beror bland annat på hur väl diversifierad kreditportföljen är. Ju mer koncentrerad kreditportföljen är till vissa branscher och länder, desto större blir kapitalbehovet. En portfölj där riskerna är väl spridda minskar istället den totala risken i portföljen och därmed behovet av kapital. Det gör att bankerna kan ha anledning att sälja vissa av de risker som uppkommer i den egna kreditgivningen och i stället köpa andra. De nuvarande reglerna tillåter inte att bankerna kan minska sitt kapital särskilt mycket när de använder kreditderivat. Med Basel II ökar möjligheterna.

Det är också sannolikt att marknaden för kreditderivat i allt högre utsträckning kommer att utvecklas till att omfatta traditionella lån. Redan nu finns det möjlighet att få priser på kreditderivat för företag som inte har obligationer emitterade på obligationsmarknaden. Detta förutsatt att lånedokumentationen fyller förutbestämda krav. Det ökar möjligheterna för svenska banker att utnyttja kreditderivaten för att sälja delar av sin egen kreditrisk.

Slutord

Låt mig så avsluta. Min bedömning är att fördelarna med kreditderivaten överstiger riskerna för samhällsekonomin. De har i viktiga avseenden revolutionerat handeln med krediter. De problem som har med marknadens infrastruktur att göra hanteras framgångsrikt och mycket talar för att riskerna på det området minskar i takt med att marknaden mognar. Finanssektorn har också under de senaste tio åren förbättrat sina rutiner för riskkontroll.

Jag är alltså inte särskilt orolig för att situationen på kreditderivatmarknaden skulle kunna åstadkomma allvarliga problem för den finansiella stabiliteten. Det vikti-

■ ga är att de systemviktiga bankerna sköter exponeringarna mot sina motparter – det vill säga att de tar tillräckliga säkerheter, har befogade limiter och att de är kapabla att hantera eventuella problem med likviditeten. Men Riksbanken kommer förstås att fortsätta följa utvecklingen och verka för att de risker som jag har berört idag hanteras på ett bra sätt.

För svensk del är kreditderivatens direkta inverkan på risken i banksektorn liten i dagsläget. Men jag utgår ifrån att vi kommer att få se ökad aktivitet bland de svenska bankerna, dels för att bankernas kunder efterfrågar det och dels för att hantera risker i de egna balansräkningarna. Inte minst de nya reglerna för kapitaltäckning kan komma att bidra till det. Därför är det viktigt att de svenska bankerna redovisar sin hantering av kreditderivat på ett sådant sätt att både handeln och den samlade kreditrisken blir väl genomlyst. Här finns ännu en del att utveckla.

Så glöm inte kreditderivaten – de kommer att fortsätta att öka i betydelse. Och glöm inte att de i grunden är försäkringar, vare sig enklare eller konstigare än en vanlig hemförsäkring.

Tack för er uppmärksamhet.