ANFÖRANDE

DATUM: 2007-11-22
TALARE: Vice riksbankschef Lars Nyberg
PLATS: Finansutskottet

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

Oron på de finansiella marknaderna

Jag vill till att börja med tacka för inbjudan att komma hit för att diskutera hur vi i Riksbanken ser på den oro som drabbat de finansiella marknaderna under de senaste månaderna. Jag tänkte börja med att tala lite om bakgrunden till marknadsturbulensen och om den tändande gnista som startade själva händelsekedjan. Sedan tänkte jag diskutera utvecklingen under hösten och vad vi kan lära oss av det som hänt – så gott det nu är möjligt på detta tidiga stadium. Avslutningsvis tänkte jag beröra de risker vi ser framför oss.

Innovationerna på kreditmarknaden har kommit snabbt

De senaste åren har det skett stora förändringar på de internationella kreditmarknaderna. Nya aktörer har gjort sitt intåg samtidigt som nya instrument introducerats i snabb takt.

I centrum för förändringarna på kreditmarknaden finns det som kallas för värdepapperisering. Det har i stor omfattning praktiserats av amerikanska bolåneinstitut och banker ända sedan 1970-talet. Här ligger alltså inte det nya. I korta ordalag går värdepapperisering ut på att ett antal lån, som exempelvis bostadslån eller kontokortskrediter, placeras i ett speciellt skapat företag, som sedan finansieras genom att utge obligationer på marknaden. Sådana obligationer brukar kallas Asset Backed Securities (ABS). Rätt hanterat finns det stora fördelar med värdepapperisering. Illikvida lån omvandlas till likvida obligationer, som lätt kan omsättas. Många investerare vill gärna ha kreditrisk i sina portföljer för att få dem bättre diversifierade. Men de vill inte hantera enskilda krediter, och de vill också ha likviditet i sina placeringar. Därför uppskattar de värdepapperiserade produkter.

Under de senaste åren har det emellertid blivit allt vanligare att värdepapperiserade lån (som alltså förvandlats till obligationer) paketerats om i olika så kallade strukturerade kreditinstrument. Det har på kort tid

uppstått en imponerande artrikedom av sådana strukturerade produkter. Den kanske vanligaste formen kallas för CDO, Collateralised Debt Obligation. I en CDO kan man plocka samman obligationer från många olika värdepapperiserade låneportföljer och även addera andra tillgångar om man så vill. Idén är sedan att den portfölj man satt samman *struktureras* i olika delar (trancher) med olika kreditrisk (det görs i praktiken ofta av de stora internationella investmentbankerna). När ränteinkomsterna från de underliggande tillgångarna tickar in, fördelas de utifrån delarnas prioritetsordning eller senioritet. Först får de mest seniora delarna sin tilldelning. Därefter delas inkomster ut till den näst mest seniora delen och så vidare. Att investera i en junior del innebär således större risk än att investera i en senior del, men å andra sidan är avkastningen högre. Underst ligger en aktiekapitalliknande del, som bara får betalt när alla andra fått sitt. Men då får denna del å andra sidan allt som blir över. Fördelen med att prioritera utbetalningarna på det här sättet är att man kan sälja delarna till investerare med olika riskaptit. De med hög riskaptit kan köpa de mer riskfyllda delarna, medan försiktiga placerare, t.ex. försäkringsbolag och pensionsfonder, kan köpa de delar som bedömts ha lägst kreditrisk.

Men även om det finns fördelar med att packa samman värdepapperiserade lån i en CDO finns det också nackdelar. En nackdel är att det är dyrt, tidskrävande och svårt att bedöma kreditrisken i de olika delarna. De underliggande tillgångarna kan ju vara av mycket heterogen natur. Dessutom finns det produkter, där en CDO packas om, och i sin tur ingår som en komponent i en annan CDO, vilket naturligtvis gör det ännu svårare att överblicka riskinnehållet. Kreditrisken i de strukturerade produkterna bedöms ofta av ratinginstituten, som också sätter kreditbetyg på de olika delarna, åtminstone de seniora. Ratinginstituten har alltså en central roll när det gäller de strukturerade produkterna. Prissättningen är ett annat problem. Skräddarsydda produkter är i allmänhet inte föremål för någon regelbunden handel och prisnoteringar är sällsynta. Ofta är man hänvisad till att arbeta med matematiska modeller, som bygger på uppskattade sannolikheter för betalningsinställelse för olika krediter, givet den utveckling man observerat historiskt. Man räknar helt enkelt fram ett pris på vad instrumentet borde vara värt och förhoppningsvis skiljer sig inte det teoretiska priset för mycket från det pris man får om man faktiskt säljer. Ratingen är ofta avgörande för prissättningen.

De strukturerade produkterna är alltså mer anpassade till placerarnas behov än de rena värdepapperiseringarna. Men detta har skett till priset av en sämre likviditet.

Speciella investeringsbolag växte snabbt fram

Att nya instrument gör det möjligt att handla med kreditrisk är i grunden bra. Försäkringsbolag, pensionsstiftelser och andra institutionella placerare drar fördel av att kunna placera i sådana produkter. Och om kreditrisk avlastas från bankernas balansräkningar till investerare som har eget kapital att bära denna risk är det positivt för den finansiella stabiliteten. Det ökar systemets förmåga att hantera störningar.

All kreditrisk som lämnat bankerna har emellertid inte hamnat hos kapitalstarka placerare. De senaste åren har många banker startat särskilda juridiskt fristående investeringsbolag utanför de egna balansräkningarna. De har gemensamt att de investerar i tillgångar med hög avkastning och lång löptid, till exempel strukturerade kreditprodukter, och finansierar sig genom att ge ut företagscertifikat på den korta penningmarknaden. Certifikaten kallas Asset Backed Commercial Paper (ABCP). Beroende på hur de är konstruerade kallas ett investeringsbolag oftast för "conduit" eller Structured Investment Vehicle (SIV). "Conduit" är den vanligaste av de två och står för nästan 80 procent av den utestående stocken av tillgångssäkrade certifikat. En SIV är en mer avancerad konstruktion än en "conduit". Den har i allmänhet en hög belåningsgrad, 15-20 gånger det egna kapitalet. Den är inte nödvändigtvis knuten till en bank och finansieringen sker till en betydande del på längre löptider. Men beroendet av finansiering på den korta penningmarknaden är ändå av avgörande betydelse.

Även om investeringsbolagen i sig inte är banker, bedriver de bankliknande verksamhet: De har egna balansräkningar och egna namn och är i princip fristående från bankerna. Men om ett investeringsbolag av någon anledning inte kan emittera nya företagscertifikat när de gamla förfaller till betalning, garanterar banken betalningsförmågan, helt eller delvis. Garantierna kan vara av formell natur, där banken förbinder sig att lösa in certifikaten om inte investeringsbolaget kan göra det. Men garantin kan också vara mer informell och grundad på att banken för att skydda sitt namn och rykte inte vill överge sitt investeringsbolag. I vilket fall som helst innebär det att om det uppstår finansieringssvårigheter för ett bankanknutet investeringsbolag förs problemet tillbaks i banken som på kort tid måste förse bolaget med tillräcklig likviditet. Detta påminner till viss del om situationen under den svenska finansbolagskrisen, som inledde 1990-talets bankkris.

Denna konstruktion med bolag som investerat i svårvärderade tillgångar med lång löptid och som finansierat sig på den korta penningmarknaden med garanti från bankerna kom att utgöra ett kruthus - och ett kruthus där krutet lagrats snabbare och i större omfattning än vad både marknaden och tillsynsmyndigheterna uppmärksammat. Den tändande gnistan kom från den amerikanska bostadsmarknaden, men den kunde ha kommit från andra håll.

Dåliga krediter på den amerikanska bolånemarknaden blir den tändande gnistan

De finansiella innovationerna har i USA gått hand i hand med en snabb ökning av lånevolymerna. Liksom i större delen av världen är det främst hushållens bostadslån som ökat. Vad som utmärker USA i det här avseendet är att en inte oväsentlig del av bostadslånen tagits av hushåll med sämre kreditvärdighet. [1] Dessa lån kallas för subprimelån. Även om subprimelånen utgör en minoritet av de totala bostadslånen handlar det ändå om betydande summor. [2] Det är här värt att påpeka att det naturligtvis inte alltid är fel att ge lån till bostäder bara för att låntagarna inte klarar bankernas normalt ganska hårda villkor. Men en seriös kreditprövning måste alltid göras. Och långivaren bör ta betalt för den högre risken genom en motsvarande högre ränta. I USA skedde ingendera av detta. Särskilt under åren 2005 och 2006 förefaller kreditprövningen ha försämrats kraftigt samtidigt som lån gavs på villkor som långt ifrån motsvarade risken. Priset på risk var helt enkelt för lågt.

Under den här perioden föll emellertid riskpremierna på allehanda tillgångar. Sålunda var det inte bara på subprimelån som priset sattes för lågt. Detsamma gällde till exempel på marknaden för lånefinansierade företagsköp.

Hedgefonder var de första som fick problem

De första tecknen på att gnistan nått krutdurken kom under sommaren när det stod klart att betalningsinställelserna på subprimelån skulle bli fler än vad som tidigare befarats. Två hedgefonder knutna till den amerikanska investmentbanken Bear Stearns var bland de första som drabbades. Fonderna hade lånat pengar som sedan investerats i strukturerade kreditinstrument knutna till värdepapperiserade subprimelån. När finansiärerna ville dra sig ur blev fonderna tvungna att sälja sina tillgångar. Men man misslyckades eftersom misstänksamheten nu växt mot subprimelån och fonderna kollapsade med stora förluster. Ungefär samtidigt började ratinginstituten sänka betygen för kreditinstrument som innehöll subprimelån. Eftersom ratingen varit tongivande för hur instrumenten värderats gjorde nedgraderingarna att finansmarknaderna mer eller mindre tappade förtroendet för allt som kunde tänkas innehålla subprimelån.

Till slut drabbades även bankerna

Men det var inte bara hedgefonder som investerat i subprimelån. Det hade även bankernas investeringsbolag gjort i hög utsträckning. De

[1] Se även Committee on the Global Financial System (2006): "Housing finance in the global financial market", CGFS publication no 26.
[2] Subprimelån utgjorde uppskattningsvis närmare 13 procent av den totala bolånestocken i USA 2006.

som köper investeringsbolagens certifikat är vanligtvis riskaversa placerare som står i valet mellan att köpa korta statspapper eller certifikat utgivna av företag. När det visade sig, eller ens fanns skäl att misstänka, att subprimelån ingick i investeringsbolagens tillgångar föll efterfrågan på certifikaten dramatiskt. Investerarna valde i stället att köpa korta statspapper, vilket gjorde att räntan på dessa snabbt föll. Lite tillspetsat kan man alltså säga att investeringsbolagen drabbades av en klassik uttagsanstormning. Nu tvingades moderbankerna att uppfylla de likviditetsgarantier som man tidigare utlovat. I slutet av juli meddelade den tyska banken IKB att den lidit stora förluster genom ett investeringsbolag som investerat i subprimelån. Några veckor senare drabbades ytterligare en tysk bank, Sachsen Landesbank, av liknande problem.

Bankerna började i detta läge att hamstra likviditet och misstänksamheten spred sig genom banksystemet. Banker som hade investeringsbolag ville inte låna ut pengar eftersom de kanske skulle behöva dem själva för att klara sina garantiåtaganden. Men även banker utan investeringsbolag var ovilliga att låna ut pengar eftersom det var osäkert var i banksystemet kreditrisken verkligen fanns. Det gick ju inte att klart se igenom de komplicerade CDO-strukturerna. Följaktligen steg räntan på interbankmarknaderna kraftigt. Parallellt med detta blev allt fler skeptiska mot ratinginstitutens förmåga att betygsätta strukturerade produkter, alltså inte bara sådana som innehöll subprimelån.

Flera centralbanker beslöt i detta läge att på olika sätt intervenera på interbankmarknaden. Överlag bidrog interventionerna till att sänka interbankräntorna mot önskade nivåer på de kortare löptiderna. På lite längre löptider förblev skillnaden mellan interbankräntan och den riskfria räntan alltjämt stor. Oviljan att låna ut pengar slog hårt mot de institut som var beroende av att finansiera sig på marknaden. Exempelvis fick det brittiska bolåneinstitutet Northern Rock söka hjälp av Bank of England för att klara sina akuta likviditetsproblem, när det inte längre kunde finansiera sig.

Höstens marknadsturbulens hade relativt begränsade effekter på de svenska bankerna. De drabbades främst av högre finansieringskostnader, en del värdeförändringar i obligationsportföljerna och lägre aktivitet på vissa marknader. Här spelade det faktum att de svenska bankerna inte hade några betydande exponeringar mot värdepapperiserade subprimelån, varken direkt eller indirekt via investeringsbolag, en avgörande roll.

Brister i kreditmarknadens funktionssätt har blottats

I grunden har den snabba utvecklingen av det finansiella systemet under det senaste decenniet varit av godo. Det finns ingen anledning att önska sig tillbaka till den finansiella järnåldern på 1980-talet. Det är också intressant att konstatera att de två företeelser som många påstod

skulle orsaka nästa kris, nämligen hedgefonder och kreditderivat, inte förstärkt problemen på marknaden, snarare faktiskt till deras hantering.

Inte desto mindre har marknadsturbulensen visat på brister i kreditmarknadens utformning och funktionssätt som måste undersökas närmare. Vissa innovationer förefaller ha utvecklats lite snabbare än marknaden kunnat smälta. Samtidigt är det, som jag sa i min inledning, fortfarande för tidigt att dra några definitiva slutsatser utifrån det vi sett.

När lån skeppas i flera led och packas om på vägen blir avståndet ofta stort mellan slutinvesteraren och den som ursprungligen utfärdade lånet. Det gör att incitamenten minskar att göra en grundlig kreditprövning. I ompaketeringsprocessen förefaller allt för lite ansvar tagits av den ursprungliga kreditgivaren. Hur information om kreditkvalitén förts vidare till placerarna kan också diskuteras. En av ratinginstitutens uppgifter är att täppa igen "informationsglappet" mellan utfärdare och slutinvesterare.[3] Nu i efterhand kan man konstatera att detta inte i alla avseenden lyckats.

Men även om det skulle finnas brister i hur ratinginstituten arbetat med strukturerade kreditprodukter finns det också tecken på att många investerare missuppfattat hur ett kreditbetyg ska användas. Man måste också beakta likviditets- och marknadsrisker, som inte fångas av kreditbetygen.

Dock är det värt att komma ihåg att marknaden för strukturerade kreditprodukter helt domineras av professionella placerare. Därför finns det inget uppenbart behov av konsumentskydd som motiverar att myndigheterna ingriper.

Svårigheten att kreditbedöma och prissätta de olika strukturerade produkterna kvarstår. Somliga av dem kommer säkert att försvinna utan saknad av just den anledningen. Men kanske går det att utveckla enklare produkter som till och med kan börshandlas och därigenom utgöra en bas för prissättningen av mer komplicerade instrument. Hur marknaden hanterar denna utmaning är en viktig fråga för framtiden.

Vad som kräver en grundligare utredning är också den direkt problematiska roll som bankernas investeringsbolag haft. Ofta verkar de ha funnits på grund av så kallat regelarbitrage. Bankerna har kunnat kringgå regler för kapitaltäckning och likviditet genom att placera tillgångar i tillsynes fristående bolag. Dessutom har det ofta varit höljt i dunkel vilka banker som haft exponeringar mot olika investeringsbolag, hur stora de varit och vad de bestått av. Det har gjort att det varit svårt för marknadsaktörer och myndigheter att bedöma en bank på konsoliderad basis. En del av dessa problem hanteras av de nya kapitaltäckningsreglerna i Basel II. Inte desto mindre är det angeläget att myndig-

[3] För en utförligare diskussion, se Committee on the Global Financial System (2005): "The role of ratings in structured finance: issues and implications", CGFS Publications no 23.

heterna är drivande för att genomlysningen ska bli bättre. Men detta ligger i högsta grad också i marknadens intresse.

Osäkerheten består

Hur den nuvarande situationen kommer att få sin upplösning beror på hur subprimelånen på sikt kommer att värderas. Om räntebetalningarna från de underliggande lånen kommer in som beräknat finns det inget behov att skriva ner värdet på grund av det skälet. Men det ser ut som om betalningsinställelserna blir fler än vad som tidigare befarats. Dessutom tar det flera månader från det att ett hushåll ställer in betalningen på ett lån tills att det hamnar på minusposten i en balansräkning. Även om ett antal banker redan gjort stora förluster när de tvingats skriva ner värdet på sina tillgångar kommer det att ta lång tid innan alla kort är på bordet.

Dessutom är värderingsproblemen betydande. Banker och andra investerare ska skriva ned sina tillgångar till marknadsvärde, men några sådana finns oftast inte för de strukturerade produkter där många bolån är inpackade. Värderingsproblemen kan tvinga bankerna till större avskrivningar än som motiveras av kvalitén på de underliggande krediterna.

En viktig faktor i allt detta är den amerikanska konjunkturutvecklingen. Om konjunkturen viker snabbare än väntat kan problemen på bolånemarknaden bli djupare och dessutom sprida sig till andra sektorer på kreditmarknaden. Och naturligtvis kan oron på de finansiella marknaderna i sin tur bidra till just en sådan bredare uppbromsning av den amerikanska ekonomin.

Tillsvidare består osäkerheten och känsligheten för ny negativ information och andra störningar är betydande. Och det kommer säkert fler dåliga nyheter från USA och från Europa.

Vi blev alla överraskade

Hösten har bjudit på en del obehagliga överraskningar och det finns som sagt skäl att tro att oron kan komma att fortsätta. Riksbanken, likt de flesta andra centralbanker, hade tidigare varnat för att det fanns svagheter på kreditmarknaden, i synnerhet de låga riskpremierna. Därför är delar av den utveckling vi sett inte helt oväntad. Vad som däremot underskattades var dels hur snabbt och mycket priset på risk steg, dels hur fort problem i en avlägsen del av den amerikanska kreditmarknaden kunde fortplanta sig över hela världen och så kraftigt påverka interbankmarknaden, som utgör själva hjärtat i det internationella finansiella systemet.

Till den som vill veta mer om marknadsturbulensen kan jag varmt rekommendera Riksbankens stabilitetsrapport som kommer ut i dagarna[4]. Rapporten fyller tio år i år och innehåller även en artikel om hur centralbanker behöver anpassa sin analys och hitta nya angreppssätt för att möta de utmaningar som det innebär att verka ett ständigt föränderligt finansiellt landskap. Det är en uppgift som i dagsläget är lika spännande som viktig.

Tack för ordet.

[4] Finansiell Stabilitet 2007:2 publiceras 2007-12-04.