

Denna kommentar är ett utdrag ur en artikel "Riskpremien på den svenska penningmarknaden – erfarenheter från krisen" som publiceras i årets tredje nummer av Riksbankens tidskrift "Penning- och valutapolitik". Utöver uppdelningen av riskpremien i en del som är förknippad med kreditrisk och en del som är likviditetsdriven analyserar artikeln den systematiska risken på penningmarknaden före och under den aktuella krisen. Artikeln diskuterar också i vilken utsträckning den svenska riskpremien påverkades av chocker på de amerikanska och europeiska marknaderna.

Vilken faktor hade störst inflytande på den svenska riskpremien under krisen?

Maria Strömqvist

Författaren är verksam på avdelningen för finansiell stabilitet.

För att kunna vidta korrekta policyåtgärder som påverkar finansiella marknader är det viktigt att förstå vad marknadens riskpremie består av och hur dess sammansättning påverkats under krisen. Ju större kunskaper man har om riskpremien och de faktorer som påverkar den, desto lättare blir det att genomföra relevanta policyåtgärder för att minska riskpremien. Detta är önskvärt eftersom en hög riskpremie får effekter på den reala ekonomin genom till exempel de rörliga lån som är knutna till premien (däribland bolån).

I denna ekonomiska kommentar undersöks därför om riskpremien på den korta penningmarknaden under den aktuella finansiella krisen har drivits av kreditrisk eller likviditetsrisk. Analysen visar att riskpremien under krisens mest akuta fas, runt Lehman Brothers kollaps hösten 2008, främst drevs av likviditetsrisk. Under 2009 skedde dock en förändring då kreditrisken ökade medan likviditetsrisken föll kraftigt. Den snabba förändringen understryker vikten av att beslutsfattare i kristider även gör löpande analyser när det gäller vilken faktor som utövar störst inflytande på riskpremien.

Penningmarknadens riskpremie – kreditpremie = likviditetspremie¹

Riskpremien definieras som skillnaden mellan interbankräntan (Stibor) och den förväntade dagslåneräntan (uppskattad med STINA-swappar). Med hjälp av en enkel modell kan riskpremien sedan delas upp i en del som är knuten till kreditrisk och en som är knuten till likviditet.² Metoden går ut på att utifrån vissa antaganden härleda en "rimlig" kreditriskrelaterad premie för upplåning på interbankmarknaden från priser på så kallade Credit Default Swaps (CDS).³ Återstoden av ränteskillnaden mellan Stibor och OIS, efter avdrag för kreditpremien, motsvarar likviditetspremien. Denna enkla uppdelning av riskpremien görs med samma metod som används av Bank of England (2007). Tidsperioden mellan januari 2007–augusti 2009 analyseras och därmed ligger fokus på den aktuella finansiella krisen. Ett illustrativt exempel på hur riskpremien har delats upp kan hittas i rutan i slutet av denna kommentar.

Det finns dock vissa antaganden och begränsningar knutna till denna metod. Det är för det första troligt att kredit- och likviditetspremierna inte är helt oberoende av varandra. Låg likviditet och därigenom sämre möjligheter för banker att låna på interbankmarknaden kan påverka den förväntade konkurssannolikheten. För det andra antas att investerare är riskneutrala. En riskneutral investerare kräver ingen extra avkastning för att ta på sig risk, utan baserar sitt beslut enbart på den förväntade avkastningen (och inte risken). Detta är inte heller ett realistiskt antagande.

De CDS-premier som används som uppskattning av kreditpremierna på marknaden speglar i princip förväntad konkurssannolikhet för en bank, förlustgrad vid dess fallissemang och en viss kompensation för osäkerheten när det gäller dessa faktorer. För

¹ Likviditetspremien är uträknad som en residual, vilket innebär att den kan innehålla andra faktorer. Antagandet är dock att den domineras av likviditetsrisk, vilket också stöds av resultaten.

² Begreppet likviditet innefattar här både marknadslikviditet (som beskriver hur lätt tillgångar kan köpas och säljas på marknaden) och bankspecifik likviditet (det vill säga hur lätt det är för en specifik bank att finansiera sin verksamhet).

³ CDS-kontrakt är en kreditderivatprodukt som används som en försäkring mot kreditrisk. Det sker genom ett bilateralt kontrakt, genom vilket köparen betalar en fast premie till säljaren för skydd mot kreditrisk under en period. Om en på förhand angiven kredithändelse inträffar betalar säljaren en kompensation till den som har köpt skyddet. I den här analysen används femåriga CDS-premier.

att fastställa kreditpremien i modellen måste man göra ett antagande om återvinningsgraden, det vill säga bestämma hur mycket av det satsade kapitalet investeraren kan få tillbaka om banken går i konkurs. Bank of England (2007) använder en återvinningsgrad på 40 procent med argumentet att det är det tal som säljare av skydd mot kreditförluster använder i sina beräkningar av CDS-premier. Samma återvinningsgrad används därför här.⁴

Likviditets- och kreditpremierna på den svenska marknaden

Uppdelningen av riskpremien på den svenska penningmarknaden i en kreditpremie och en likviditetspremie kan avläsas i diagrammet. Både likviditets- och kreditpremien låg på relativt låga och stabila nivåer fram till augusti 2007. Kreditpremien steg därefter något under augusti 2007, men den största ökningen i den totala riskpremien berodde på att likviditetspremien ökade. Likviditetspremien låg dessutom bakom den kraftiga ökning i den totala riskpremien som ägde rum under perioden omedelbart före och direkt efter Lehman Brothers kollaps i mitten av september 2008. Efter att Lehman Brothers ansökt om konkurskydd steg den totala riskpremien omedelbart från omkring 20 räntepunkter till 130 räntepunkter, vilket var en ökning med mer än 500 procent. Enligt Heider m.fl. (2008) bröt interbankmarknaderna i Europa och USA samman efter Lehman Brothers kollaps eftersom motpartsrisken ökade och långgivarna därför började lagra likviditet i stor skala.

I början av 2009 förändrades emellertid förhållandet mellan riskpremiens två komponenter. Under 2009 steg kreditriskpremien medan likviditetspremien sjönk i snabb takt. Följden blev att kreditrisken under första halvåret 2009 svarade för merparten av den totala riskpremien på marknaden. Detta tyder på att krisen snabbt utvecklades från att ha varit en likviditetskris till att påverka realekonomin och därmed få kreditrisken att stiga.

Riskfaktorer viktiga för policyåtgärder

Det är viktigt att förstå vilka faktorer som driver riskpremien för att kunna vidta korrekta policyåtgärder. När riskpremien i första hand påverkas av likviditetsrisken bör policyåtgärderna inriktas på att öka likviditeten i det finansiella systemet. När den däremot påverkas mest av kreditrisken bör policyåtgärderna inriktas på att öka kapitalbufferten i banker och tillgången till krediter i ekonomin. Resultaten av analysen visar också att det under en kris kan ske en förändring när det gäller vilken faktor som utövar störst inflytande på riskpremien. Detta understryker vikten av att beslutsfattare under kriser gör löpande analyser av faktorerna bakom riskpremien. Även om modellen och analysen är något förenklade, ger de en tydlig bild av de allmänna trenderna när det gäller riskfaktorer och kan därför användas som stöd för policybeslut.

Uppdelning av riskpremien

Den förväntade sannolikheten för att en bank går i konkurs kan härledas från dess CDS-premie. Detta givet ett antagande om att CDS-premien på ett korrekt sätt återspeglar den förväntade konkurs sannolikheten.

Metoden kan illustreras med ett enkelt exempel:

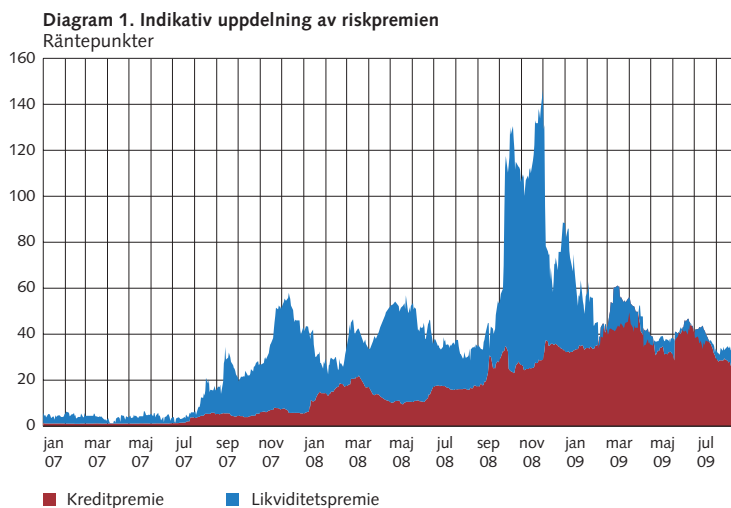
Anta att en investerare ingår ett ettårigt CDS-kontrakt rörande en viss bank och att hon betalar hela CDS-premien (p) direkt. Låt den förväntade konkurs sannolikheten vara pd och återvinningsgraden rr . Om investeraren köper skydd mot kreditförlust betalar hon premien p och hennes förväntade avkastning blir $(1-rr)*pd$. När kontraktet ingås fastställs CDS-premien så att transaktionens förväntade värde blir noll, det vill säga

$$p=(1-rr)*pd$$

Givet en viss återvinningsgrad är det alltså möjligt att beräkna den förväntade konkurs sannolikheten. Denna förväntade konkurs sannolikhet kan användas för att uppskatta den kreditspread (över den riskfria räntan) som innebär att en risk-neutral investerare lika gärna placerar pengar i en riskfri obligation som i ett bankkonto som medför en viss kreditrisk.

⁴ Slutsatserna är inte känsliga för vilken återvinningsgrad som används.

Diagram



Källa: Riksbanken.

Anm. Diagrammet visar en indikativ uppdelning av den svenska riskpremien i en kreditpremie (rött område) och en likviditetspremie (blått område) under perioden januari 2007–augusti 2009.

Referenser

Bank of England (2007), "An indicative decomposition of Libor spreads", *Quarterly Bulletin*, fjärde kvartalet, ss. 498–499.

Heider, F., Hoerova, M. och Holthausen, C. (2008), "Liquidity hoarding and interbank market spreads: The role of counterparty risk", Working Paper ECB, november.

Soultanaeva, A och Strömqvist, M, (2009), Riskpremien på den svenska penningmarknaden – erfarenheter från krisen, *Penning- och valutapolitik*, nr 3.