

■ Handeln med kreditderivat och implikationer för finansiell stabilitet

Den explosionsartade tillväxten i handeln med kreditderivat har skapat en internationell debatt om tänkbara risker för det finansiella systemet. Den här artikeln beskriver utvecklingen på kreditderivatmarknaden och dess betydelse för den finansiella stabiliteten. Ökad användning av kreditderivat bör i princip förstärka motståndskraften i det globala finansiella systemet och riskerna för den finansiella stabiliteten förefaller för närvarande vara små. De svenska bankernas användning av kreditderivat är än så länge begränsad, men mycket talar för att den kommer öka i framtiden.

Bakgrund

Handeln med kreditrisk har genomgått en revolutionerande utveckling sedan slutet av 1990-talet när kreditderivat och andra kreditrelaterade instrument började handlas i större skala. Intresset för kreditderivat ökar snabbt internationellt och sedan 1999 har de globalt utestående volymerna vuxit från cirka 180 miljarder US dollar till att idag omfatta mer än 12 000 miljarder US dollar.⁷¹ Även om kreditderivaten fortfarande utgör en relativt liten del av den totala derivatmarknaden, har den snabba volymtillväxten rest frågan om eventuella effekter på stabiliteten i det finansiella systemet.⁷²

Kreditderivaten har gjort det enkelt och billigt att handla med kreditrisk och har bidragit till ett ökat intresse från institutionella placerare som försäkringsbolag, hedgefonder och pensionsfonder. Ett första syfte med den här artikeln är att övergripande beskriva kreditderivatens roll i det globala finansiella systemet. Ett andra syfte är att bedöma de risker som förknippas med handeln i kreditderivat. Artikeln inleder med att förklara hur ett kreditderivat fungerar. Därefter redovisas utvecklingen av den internationella marknaden de senaste åren och vilka aktörer som är aktiva i handeln internationellt. I samband med detta belyses också de svenska storbankernas aktivitet och handel med kreditderivat. Avslutningsvis diskuteras potentiella risker för stabiliteten i det globala finansiella systemet.

Vad är ett kreditderivat?

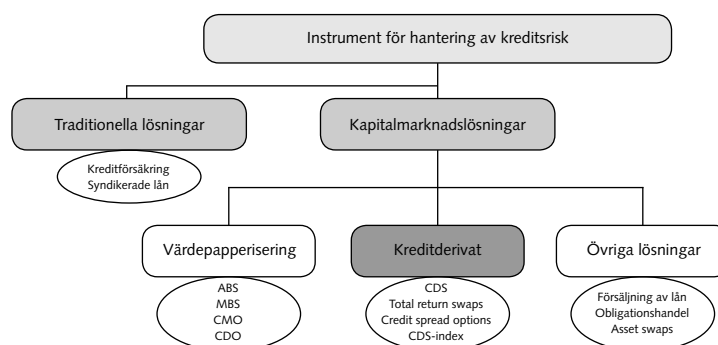
På 1980-talet dominerade traditionella lösningar handel med kreditrisk. Vanligast var kreditförsäkringar, där en tredje part garanterar att ett lån återbetalas, och syndikerade lån, där ett antal banker gemensamt finansierar en större kredit. Framväxten av en utbredd marknad för företagsobligationer i USA banade väg för nya, standardiserade kreditinstrument som hade fördelen att kunna handlas på kapitalmarknaderna. Viktigast bland dessa var olika former av värdepapperi-

71 Fitch Ratings (2006), "Global Credit Derivatives Survey", September.

72 Kreditderivatens implikationer för det globala finansiella systemets funktionsätt har analyserats och debatterats ingående i en rad internationella fora under senare år, både från ett marknads- och tillsynsperspektiv. Se exempelvis ECB (2004), "Credit Risk Transfer by EU Banks: Activities, Risks and Risk Management", May; The Joint Forum (2005), "Credit Risk Transfer", BIS Report, March; CRMPG II (2005), "Toward Greater Financial Stability: A Private Sector Perspective", July; CGFS (2005), "The Role of Ratings in Structured Finance: Issues and Implications", BIS Report, January; IMF (2006), "The Influence of Credit Derivative and Structured Credit Markets on Financial Stability", Global Financial Stability

serade produkter och kreditderivat, se Figur 1.⁷³ Värdepapperisering innebär något förenklat att man tar ett antal krediter och lägger dessa i ett fristående bolag, som sedan finansieras genom att emittera obligationer. Illikvida krediter omvandlas på detta sätt till likvida obligationer.⁷⁴ En specifik form av värdepapperiseringar är så kallade strukturerade produkter, där de emitterade obligationerna indelas (struktureras) i olika riskklasser. Strukturerade produkter för fastighetslån, så kallade Collateralised Mortgage Obligations (CMO), och företagskrediter, benämnda Collateralised Debt Obligations (CDO), har successivt etablerat sig och är idag standard på den internationella kreditmarknaden.

Figur 1. Översikt av marknaden för hantering av kreditrisk



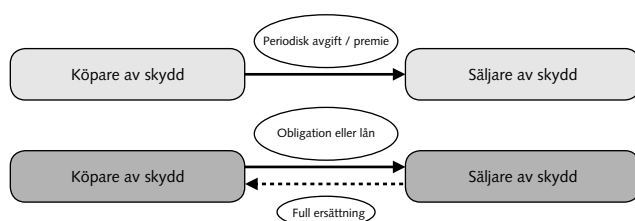
Kreditderivat är knutna till kreditrisken i underliggande tillgångar, i första hand företagsobligationer. För köparen av kreditskydd fungerar kreditderivatet ungefär som en vanlig försäkring. Säljaren av kreditskyddet förbinder sig att ersätta köparen om den underliggande obligationen drabbas av en kredithändelse under kontraktets löptid. I kompensation för detta betalar köparen en löpande premie som speglar kreditrisken i tillgången. Vad en kredithändelse innebär definieras i kontrakten och omfattar bland annat konkurs och inställda betalningar på utestående skuld.

73 En rad produkter överlappar de definitioner som anges i Figur 1. Ett exempel är så kallade syntetiska strukturerade produkter, vilka bygger på kreditderivat.

74 Ett tidigt exempel på detta är så kallade Asset-Backed securities (ABS) som introducerades i USA i slutet av 1980-talet.

Det vanligaste instrumentet inom gruppen kreditderivat är Credit Default Swaps (CDS). Figur 2 illustrerar kassaflödena i ett typiskt CDS-kontrakt. Köparen av kreditskydd (det vill säga köparen av ett CDS-kontrakt) betalar löpande en premie till säljaren (översta delen av figur 2). Om en kredithändelse inträffar så innebär kontraktet att säljaren övertar företagsobligationen till dess nominella belopp – trots att kredithändelsen kanske gjort obligationen värdelös (nedersta delen av figur 2).⁷⁵

Figur 2. Likviditetsflöden i ett CDS-kontrakt



Premien på ett CDS-kontrakt följer räntedifferensen mellan den underliggande företagsobligationen och en riskfri obligation med motsvarande löptid, eftersom båda speglar marknadens uppfattning av den underliggande konkursrisken. Marknadsvärdet på ett CDS kontrakt varierar således, precis som räntedifferensen, med marknadens uppskattning av sannolikheten för olika kredithändelser.

De viktigaste köparna av kreditrisk på marknaden för kreditderivat är stora institutionella placerare som försäkringsbolag och pensionsfonder. De vill ofta ha en viss mängd kreditrisk i sina portföljer eftersom detta hjälper till att höja avkastningen samtidigt som portföljen blir mer diversifierad och den samlade portföljrisken mindre. Huvudsakliga nettosäljare av kreditrisk är banker, bostadsinstitut och andra kreditinstitut som vill avlasta delar av sin kreditrisk, exempelvis för att klara kapitalkrav från myndigheterna eller bara effektivisera sin kapitalanvändning. Handeln sköts i huvudsak av ett fåtal globalt aktiva banker. De tio största "primary dealers" på marknaden står för omkring 85 procent av de totalt omsatta volymerna. Till dessa hör stora investmentbanker som Morgan Stanley, Goldman Sachs och UBS. Även hedgefonderna är betydande aktörer. Uppskattningar baserade på enkätsvar tyder på att hedgefonderna i dagsläget står för omkring 25 procent av handeln med de största "primary dealers". När det gäller marknaden för CDO tenderar hedgefonderna att dominera i de mest riskfyllda segmenten.

75 Vid kontant avveckling sker ett auktionsförfarande och säljaren av kreditskydd ersätter köparen när återvinningsvärdet av obligationen har fastställts.

CDS-kontrakt utställda mot enskilda företagsobligationer är det vanligaste kreditderivatet men tillväxten är störst i andra produktslag, däribland indexbaserade produkter och så kallade syntetiska CDO. CDS-indexen speglar utvecklingen i en portfölj av CDS-kontrakt, alltså en portfölj av kreditrisk i olika företag. CDS-indexen fungerar i princip som individuella CDS-kontrakt. Till exempel består iTRAXX Europe av de 125 mest likvida företagsnamnen ("investment grade") på CDS-marknaden i Europa. De 125 CDS-kontrakten viktas lika i indexet, vilket betyder att om en bank köper kreditskydd motsvarande 125 miljoner kronor i iTRAXX har den en miljon i skydd för vart och ett av företagen i indexet. Om en kredithändelse inträffar i ett företag avvecklas CDS-kontraktet i det företagsnamnet (fysiskt eller kontant) och

de löpande indexpremierna reduceras. Indexen har bestämda löptider, typiskt sett 5 eller 10 år.⁷⁶ Fördelen med indexprodukter är att de ökar investerarnas möjligheter att göra diversifierade investeringar på kreditmarknaden. Likviditeten är hög i indexen med standardiserade kontraktsstrukturer.

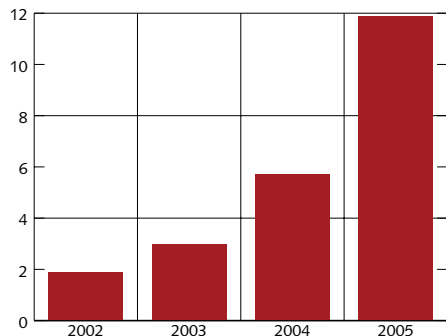
Den underliggande portföljen i en syntetisk CDO består även den av CDS kontrakt vilka delas upp i ett antal riskklasser – så kallade trancher – som speglar olika grad av kreditrisk. Köparen av en tranch, erhåller periodiska premiebetalningar som står i proportion till kreditrisken i just den tranchen. På samma sätt som indexprodukter har syntetiska CDO fördelen att de möjliggör diversifierade investeringar. Men de ger dessutom investeraren en valfrihet beträffande risknivån.

76 Två gånger om året "släpps" nya index men de gamla indexen fortsätter att handlas under hela sin löptid. Efterhand som löptiden i ett index minskar avtar handeln i dem successivt (så kallade off-the-run indices). Motsvarande index på den amerikanska marknaden går under namnet CDX och dessa fungerar enligt samma princip.

Kreditderivaten erbjuder betydande fördelar för dem som handlar i kreditrisk. För det första ger de möjlighet att köpa och sälja kreditrisk utan att samtidigt köpa och sälja motsvarande underliggande värdepapper. Köparna, exempelvis pensionsfonder och försäkringsbolag, behöver binda väsentligt mindre kapital för att investera i en viss kreditrisk än tidigare när de tvingades köpa motsvarande underliggande obligationer. Både kapitalkostnaden och transaktionskostnaden för att investera i en given mängd kreditrisk blir på detta sätt mindre. Säljarna av kreditrisk (i första hand banker och andra kreditgivare) drar på samma sätt fördel av de låga kostnaderna och kan dessutom ha de ursprungliga lånen eller obligationerna kvar i den egna balansräkningen. Det är en fördel när det gäller kundkontakterna, till exempel vid förlängning av lånen eller omförhandling av lånevillkoren. De kan också dra fördel av möjligheten att sälja kreditrisken, men behålla ränterisken i de underliggande obligationerna.

Kreditderivaten underlättar dessutom, i likhet med andra derivat, möjligheterna att gå kort i de underliggande värdepapperen, det vill säga att sälja kreditrisk för obligationer som man inte äger. Detta (och de begränsade kapitalbehoven) gör marknaden intressant också för andra marknadsdeltagare än de som naturligen vill avhända sig eller investera i kreditrisk. Hedgefonder och andra finansiella institut arbetar för att utnyttja vad de ser som felprissättningar i marknaden. Det gör i sin tur marknaden mer likvid och prisbildningen bättre. Därmed har prissättningen på risken i ett företag (spreaden mot en riskfri obligation eller premien för kreditderivatet) i många fall förflyttats från obligationsmarknaden till kreditderivatmarknaden.

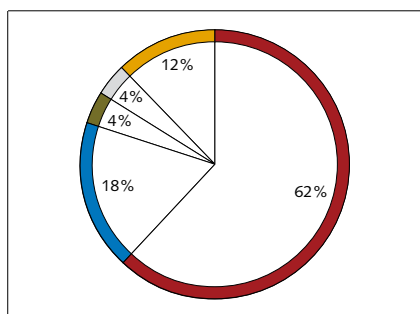
Diagram 1. Globalt utestående volymer på kreditderivatmarknaden
Tusentals miljarder USD, utestående stock, slutet av respektive period



Anm. Volymerna avser utestående belopp i sålda derivatkontrakt. Instrumenten omfattar CDS mot enskilda underliggande tillgångar, indexprodukter, portföljprodukter (bland annat syntetiska CDO) och övriga instrument.

Källa: Fitch Ratings

Diagram 2. Underliggande referenstillgångar i CDS-kontrakt 2005



- Obligationer i icke-finansiella företag
- Obligationer i finansiella företag
- Övriga tillgångar
- Asset-backed securities
- Statsobligationer

Källa: Fitch Ratings

Marknadsutvecklingen internationellt

Handeln med kreditderivat har som tidigare nämnts vuxit dramatiskt under de senaste åren, och den globalt utestående volymen uppgick i slutet av 2005 till cirka 12 000 miljarder US dollar (se Diagram 1).⁷⁷ Med utestående volym avses här det totala utestående beloppet i de underliggande tillgångar som kontrakten hänvisar till och siffran omfattar samtliga olika instrument inom familjen kreditderivat. Man bör dock känna till att uppgifterna om marknadens storlek och omfattning varierar mellan olika källor. Det tillgängliga statistikunderlaget över kreditderivatmarknaden beskrivs därför i en egen fördjupningsruta.

De underliggande tillgångarna på kreditderivatmarknaden domineras fortfarande av företagsobligationer, men omfattar också traditionella banklån och olika former av statsupplåning (för stater med kreditrisk). Diagram 2 visar att cirka 80 procent av samtliga utestående derivatkontrakt 2005 var ställda mot företagsobligationer. Kreditderivat handlas på cirka 2500 företagsnamn, men handeln är fortfarande koncentrerad till ett mindre antal. Antalet aktivt handlade företagsnamn har ökat från omkring 200 vid början av 2002 till idag omfatta cirka 700 stycken. Några av de mest handlade sektorerna är bilindustrin, finanssektorn och telekommunikationssektorn. Kreditkvaliteten i de underliggande obligationerna är generellt sett mycket hög men marknadstrenden pekar mot ett allt större intresse för mer riskfyllda, högvakastande obligationer. Sedan 2002 har andelen av kreditderivatmarknaden som riktar sig mot underliggande tillgångar med kreditbetyg under "investment grade", ökat från cirka 10 procent till över 30 procent.⁷⁸ De dominerande löptiderna bland kreditderivaten ligger i intervallet mellan 1 och 5 år men längre löptider, runt 10 år, handlas i allt större utsträckning.

⁷⁷ Det är inte bara kreditderivat som ökat i volym. Det totala utestående beloppet i ränterelaterade derivat (exklusive kreditderivat) på OTC-marknaden ökade från cirka 77 000 miljarder US dollar vid slutet av 2001 till 215 000 miljarder US dollar vid utgången av förra året. Under samma tidsperiod ökade det utestående beloppet i valutaderivat från cirka 17 000 till 32 000 miljarder US dollar. Jämfört med handeln i ränte- och valutaderivat är alltså handeln med kreditderivat fortfarande liten.

⁷⁸ Investment grade representerar företag med kreditbetyg Baa eller högre (enligt Moody's skala).

En rad källor tillhandahåller information om utvecklingen på kreditderivatmarknaden. Dessa källor skiljer sig åt både när det gäller hur ofta statistiken publiceras och vilka kreditderivat som inkluderas. Dessutom redovisas statistiken på olika sätt. Nedan diskuteras tre av de mest citerade källorna till information om kreditderivatmarknaden, både med avseende på dokumenterade skillnader och inbördes konsistens.

Kreditderivaten handlas på OTC-marknaden, det vill säga via handlarnätverk utanför en organiserad börs. En viktig konsekvens av detta är att detaljer om handeln inte blir offentliga. Därför måste all statistikinsamling ske genom enkäter och aktörerna deltar på frivillig basis. Detta gör att statistikunderlaget kan variera avsevärt. Dessutom presenteras enkätresultaten av anonymitetsskäl endast på aggregerad nivå. Därmed är det omöjligt att urskilja enskilda positioner och löpande följa hur specifika riskexponeringar utvecklas.

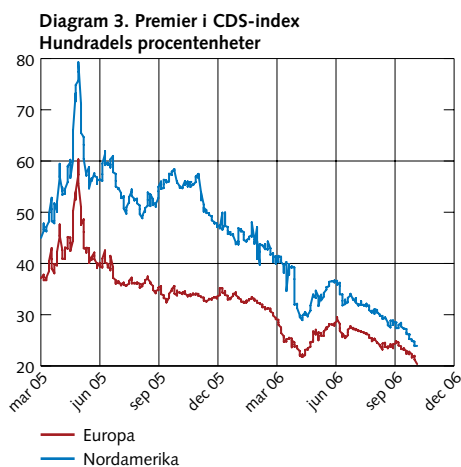
International Swaps and Derivatives Association (ISDA) publicerar halvårsvis en Market Survey som redovisar det totala utestående beloppet i CDS-kontrakt på den internationella marknaden. Enligt denna källa uppgick CDS exponeringarna till cirka 26.000 miljarder US dollar för första halvåret 2006. Den här siffran

inkluderar dock både köpta och sålda kontrakt, vilket innebär att många positioner uppträder två gånger i statistiken.

Sedan två år tillbaka redovisar Bank for International Settlements (BIS) också statistik över utestående belopp i CDS-kontrakt, både mot enskilda och flera underliggande tillgångar. Detta gör BIS inom ramen för sin Semiannual OTC Derivatives Statistics. Till skillnad från ISDA redovisar BIS volymer i köpta och sålda kontrakt separat. Dessutom rapporteras materialet nedbrutet på instituttyp. Om man tar hänsyn till skillnader i redovisningsmetodik överensstämmer den aggregerade statistiken från BIS och ISDA förhållandevis väl.

Den statistik som redovisas i den här artikeln baseras i stor utsträckning på Fitch Ratings årliga Credit Derivative Survey, vilken bedöms ge mest utförlig information om kreditderivatmarknaden. Statistik över utestående volymer redovisas på basis av sålda kontrakt och det är exempelvis möjligt att identifiera nettosäljare bland olika instituttyper. Förutom att ge en mer nyanserad bild av den totala kreditderivatmarknaden är Fitch's enkätundersökning rik på kvalitativ information som lämnats i anslutning till de kvantitativa uppgifterna. Urvalet av aktörer har god täckning och kvaliteten i svaren bedöms överlag som tillförlitliga.⁷⁹

79 För en beskrivning av undersökningens innehåll, se Fitch Ratings (2006), "Global Credit Derivatives Survey: Indices Dominate Growth as Banks' Risk Position Shifts", Special Report, September.



Anm. Index för Nordamerika och Europa representeras av CDX respektive iTRAXX med 5 års löptid.

Källa: Bloomberg

I nuläget utgör CDS-kontrakten drygt hälften av den totala kreditderivatmarknaden och den utestående volymen sålda kontrakt uppgick vid slutet av 2005 till cirka 6.000 miljarder US dollar. Det här beloppet kan ställas i relation till den samlade stocken av företagsobligationer på den internationella marknaden som uppgår till någonstans mellan 5.000 och 7.000 miljarder US dollar. Volymen i CDS-kontrakt är alltså ungefär lika stor som hela den befintliga stocken av företagsobligationer, och volymerna relaterade till vissa enskilda tillgångar är flera gånger större än den befintliga obligationsstocken. Förklaringen till detta är att samma underliggande obligation kan ge upphov till ett stort antal utestående CDS-kontrakt, och det är den utestående volymen brutto som registreras i statistiken.

När det gäller att bedöma den risk som kreditderivat representerar är inte utestående belopp en rättvisande indikator. Det är mycket osannolikt att säljarna av kreditskydd skulle behöva ersätta hela det utestående beloppet, då detta innebär att samtliga underliggande företag fallerar och att återvinningen dessutom är noll. Marknadsvärdet vid en viss tidpunkt ger en mer rättvisande bild av risken i kreditderivaten. Det visar vilka belopp som kontrakten är värda med hänsyn till sannolikheten för olika kredithändelser (som de uppskattas av marknaden). Enligt BIS uppgick det totala marknadsvärdet av samtliga öppna CDS-kontrakt (gross market value) vid utgången av 2005 till cirka 350 miljarder US dollar. Det motsvarade cirka 6 procent av den globala kontraktsvolymen.

Medan ökningstakten i CDS-volymer visat tecken på att mattas av har marknaden för syntetiska CDO:s och indexbaserade produkter utvecklats kraftigt under de senaste två åren. Vid slutet av 2005 svarade dessa instrumenttyper för runt 40 procent av den totala kreditderivatmarknaden (varav 10 procent i syntetiska CDO och drygt 30 procent i indexform).

Premien för CDS-kontrakten har fallit under det senaste året, vilket speglar de fallande spreadarna på marknaden för företagsobligationer. Diagram 3 illustrerar utvecklingen av premierna för två breda CDS-index mellan mars 2005 och november 2006.

Av intervjuer med de fyra stora svenska bankkoncernerna framgår att deras handel med kreditderivat är mycket begränsad. Antalet genomförda affärer har ökat under senare år men de totala exponeringarna är överlag små. Handel sker främst för stora institutionella investerares räkning, inte för att hantera kreditrisken i den egna balansräkningen.

Den viktigaste förklaringen till den begränsade användningen är att den svenska marknaden för företagsobligationer är liten. Det påverkar handeln med kreditderivat, eftersom dessa i huvudsak har företagsobligationer som underliggande tillgång. Det sparsamma utbudet av företagsobligationer, tillsammans med en svag efterfrågan från kundledet, har medfört att de svenska bankerna inte haft anledning att utveckla någon marknad för kreditderivat i svenska kronor.

De svenska storbankerna har i stort en kärnverksamhet som bygger på långvariga kundrelationer och där man huvudsakligen riktar sig till små och medelstora lokalt baserade företag. De svenska bankerna har endast i begränsad utsträckning exponeringar mot kunders obligations har kreditderivat som handlas

på marknaden. Situationen är annorlunda för stora internationella banker, vilka har kommit att utgöra centrala spelare på kreditderivatmarknaden, bland annat i egenskap av primary dealers. Dessa bankers affärsstrategi har delvis har glidit från traditionell kreditförvaltning till att ta upp krediter som sedan förmedlas vidare, en process där kreditderivaten spelar en nyckelroll.

Av intervjuerna framgår dock att användningen av kreditderivat på sikt kommer att få ökad betydelse för de svenska storbankerna. Det beror till stor del på de nya kapitaltäckningsreglerna, som följer med det nya EU-direktivet (baserat på Basel II). De nuvarande Baselreglerna tillåter bara en viss kapitalreduktion för exponeringar som säkrats genom kreditderivat, och endast i de fall där creditskyddet sålts av ett annat finansiellt institut. Med de nya reglerna kommer kapitalkravet bättre spegla uppmätt risknivå och göra kreditderivat till ett mer effektivt riskhantlingsinstrument. Det är också möjligt att marknaden för kreditderivat kommer att utvecklas till att omfatta traditionella lån via värdepapperisering eller i tydligt strukturerade kreditportföljer och öka möjligheterna för de svenska bankerna att sälja kreditrisk.

Potentiella risker i handeln med kreditderivat

Parallellt med utvecklingen av kreditderivatmarknaden har en debatt om möjliga risker för det globala finansiella systemet tagit fart bland marknadsaktörer, centralbanker och tillsynsmyndigheter. Farhågorna kring kreditderivatens tillväxt gäller inte volymerna i första hand, de är fortfarande små i förhållande till annan derivathandel. Det handlar snarare om att marknaden är ny och relativt oprövad. "Barnsjukdomar" i form av institutionella svagheter och oprövade system för riskkontroll kan inte uteslutas. I detta avsnitt diskuteras de huvudsakliga risker som tagits upp i debatten: legal risk, motparts- och koncentrationsrisk, likviditetsrisk samt risken för felprissättningar.

LEGALA RISKER

Ett problem som drabbade kreditderivatmarknaden i inledningskedet var avsaknaden av tydliga marknadskonventioner. Definitionerna av kredithändelser varierade och kontraktsstrukturerna var otydliga. Detta skapade osäkerhet och riskerade att leda till kontraktstvister. Under de senaste åren har de här problemen till stor del undanröjts, bland annat genom ett aktivt arbete av International Swaps and Derivatives Association (ISDA). Standardiserade kontrakt har införts och dessa tillämpas nu i stor utsträckning på marknaden. Under 2005 utarbetades en standard (Novation Protocol) i syfte att skapa bättre genomlysning av motpartsrisker och i september 2006 lanserade ISDA en standard för att möjliggöra kontantavslut av kreditderivatkontrakt. Den stora mängden av olika kreditderivat begränsar emellertid möjligheterna att nå fullständigt standardiserade lösningar, och de legala riskerna i handeln med kreditderivat är, enligt marknadsaktörerna själva, ingalunda helt undanröjda.⁸⁰

Till följd av den explosionsartade ökningen av antalet kontrakt har rutiner och hanteringsprocesser tenderat att släpa efter. Intermediärernas backoffice-funktioner hade till att börja med inte kapacitet att verifiera alla affärer i tid och detta ökade risken för problem om en kredithändelse plötsligt skulle inträffa. "Primary dealers" har emellertid gjort stora investeringar för att minska antalet kontraktsbekräftelser som hamnar i kö (så kallade backlogs). I samråd med berörda myndigheter har system upprättats för att automatisera bekräftelser, och dessa system hanterar nu cirka 80 procent av alla kreditderivatkontrakt.

Det stora antalet utestående kontrakt gör också avvecklingsprocessen känslig. Om många kontrakt måste avvecklas samtidigt, exempelvis till följd av en kredithändelse i ett företag med stora volymer utestående kreditderivat, kan man inte utesluta störningar i processen. Kreditrisken i en obligation kan ha sålts vidare genom ett flertal CDS-kontrakt, och i sådana kedjor kan problem lätt uppstå, särskilt om de underliggande obligationerna måste levereras fysiskt.

80 För en beskrivning av undersökningens innehåll, se Fitch Ratings (2006), "Global Credit Derivatives Survey: Indices Dominate Growth as Banks' Risk Position Shifts", Special Report, September

MOTPARTS- OCH KONCENTRATIONSRIK

En bank som köper kreditskydd via kreditderivat blir av med en kreditrisk, men utsätter sig istället för en motpartsrisk, det vill säga risken att den som sålt kreditskyddet inte kan betala om en kredithändelse inträffar. Motpartsrisken finns i de flesta finansiella avtal, men eftersom marknaden i kreditderivat är ung och tillväxten snabb finns det särskild anledning att uppmärksamma dem. I en intervjustudie från ECB ifrågasätter de tillfrågade bankerna om alla institut som säljer kreditskydd verkligen är införstådda med sina åtaganden vid en kredithändelse.

Riskkontrollen inom bankväsendet har emellertid utvecklats avsevärt sedan mitten av 1990-talet. Banker som handlar med kreditderivat har normalt rutiner för att granska och utvärdera sina motparter och begär också i allmänhet kontanta säkerheter i samband med affär, precis som i fallet med övriga derivat. Dessutom är säljarna av kreditderivat i stor utsträckning försäkringsbolag och pensionsfonder, vilka har ett stort eget kapital att möta eventuella kreditförluster med.

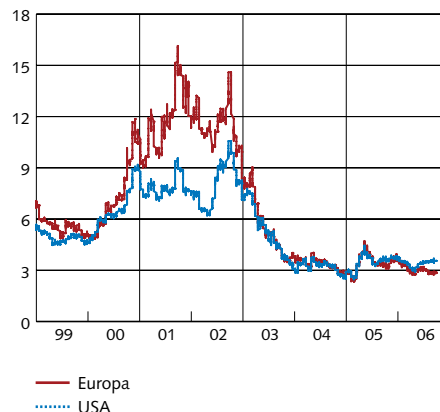
Det nuvarande Baselregelverket (Basel I) tillåter i de flesta fall inte att kreditexponeringar säkrade med kreditderivat minskar kapitalbasen för den bank som köper kreditskydd. Därför tenderar bankerna att betrakta kreditderivaten som en extra säkerhet snarare än som en fullgod säkerhet för en kredit. Om motparten i en kreditderivataffär skulle falla är detta därför inte nödvändigtvis ett allvarligt problem för en bank.

En central fråga relaterad till motpartsrisk är koncentrationsrisk. Det är tänkbart att den omfattande handeln med kreditderivat kan åstadkomma riskkoncentrationer där grupper av aktörer, exempelvis de "primary dealers" som dominerar marknaden, blir mycket sårbara för marknadsstörningar. Eftersom det statistiska underlaget om OTC-marknaden är bristfälligt är denna risk svår att bedöma. "Primary dealers" håller dock sällan stora nettopositioner, de är i regel neutrala i sina exponeringar. De har också stora likvida balansräkningar och därmed hög kapacitet att absorbera förluster.

LIKVIDITETSRIK

Att kreditrisk nu handlas mer aktivt på kapitalmarknaden och sprids över fler aktörer underlättar som påpekats en diversifiering av de underliggande riskerna. Men det kan uppstå problem om aktörerna litar på att marknaden alltid är likvid och utgår från detta när de tar sina positioner. Yttre händelser kan göra att det plötsligt bara finns säljare och inga köpare på en marknad. Så var exempelvis fallet under den ryska skuldkrisen, då bland annat hedgefonden LTCM fick problem. Sådana situationer brukar inte vara så länge, eftersom köpare så småningom alltid uppenbarar sig när priserna faller. Men de kan vara tillräckligt länge för att de lån som finansierar positionerna hos många marknadsdeltagare ska förfalla till betalning. Går det då inte att realisera tillgångar i tillräcklig utsträckning återstår bara betalnings-

Diagram 4. Kreditspreadar för högavkastande obligationer utgivna i Europa och USA
Procentenheter



Källa: Reuters EcoWin

inställelse. En kris av detta slag riskerar att snabbt spridas till andra marknader och eventuellt hota även de långivande bankerna.

Likviditetskriser kan alltså få allvarliga konsekvenser och miss-tanken att ovana placerare i kreditderivat kan komma på tanken att sälja samtidigt är oroande. Man ska dock komma ihåg att marknaden för kreditderivat och marknaden för de underliggande obligationerna är tätt sammanflätade. Om priset på ett kreditderivat faller innebär detta att priset på den underliggande obligationen också faller (det vill säga att avkastningen ökar). Om inget väsentligt har hänt som påverkat kreditvärdigheten i det företag som givit ut obligationerna blir det förr eller senare lönsamt att köpa dessa – eller att köpa kreditderivaten. Flera omfattande kredithändelser under senare år tyder också på att kreditderivatmarknaden har kapacitet att absorbera större marknadschocker. Nedgraderingen av Ford och GMs kreditbetyg förra året och även en rad omfattande konkurser utgör tydliga exempel där problem av mer eller mindre allvarlig karaktär har kunnat lösas utan att likviditeten på marknaden drabbats i någon allvarlig utsträckning.

RISKEN FÖR FELPRISSÄTTNINGAR

En risk besläktad med likviditetsrisken är risken för felprissättningar. Under den period då volymtillväxten i kreditderivaten varit som störst har marknaderna präglats av successivt fallande räntor och hög kredit-tillväxt. Den ovanligt låga konkursgraden bland företag har resulterat i att ränteskillnaderna mellan obligationer med hög respektive låg risk har minskat, det vill säga att kreditspreadarna har krympt (se diagram 4). Priset på kreditderivat har fallit i motsvarande omfattning och ersättningen för risk har hamnat på en nivå under det historiska genomsnittet.

Frågan är vad som händer när konjunkturen planar ut eller vänder nedåt och konkurserna börjar öka igen. Om investerare generellt har underskattat kreditrisken kan vi komma att få se en kraftig korrigerande av riskpremierna och ett motsvarande fall i priset på företagsobligationer och kreditderivat. Skulle detta inträffa kan enskilda aktörer med stora nettoexponeringar i kreditrisk drabbas av betydande förluster. Om riskpremierna stiger får det emellertid effekter på de flesta finansiella marknaderna och det finns ingen anledning att anta att marknaden för kreditderivat skulle drabbas hårdare än andra.

Avslutning

Kreditderivaten har visat sig fylla flera funktioner som är värdefulla för samhället. De har medfört att kreditrisk lättare kan omfördelas från bankerna till andra finansiella aktörer, vilket rimligen medverkat till att göra det finansiella systemet mer motståndskraftigt mot störningar. De har bidragit till en bättre prissättning på kreditrisker och därmed ökat effektiviteten i kreditmarknaden. De har också gjort det möjligt för en större krets av institutionella placerare att enkelt och kostnads-effektivt handla med kreditrisk i sina portföljer. Det har i sin tur gjort det möjligt för dem att öka sin avkastning för en given risk eller minska risken vid en given avkastning.

Men den dramatiska tillväxten i handeln med kreditderivat har även väckt en internationell debatt om riskerna. Det finns inget tillfredsställande statistiskt underlag som belyser var och i vilka institut kreditriskerna hamnat. Det finns en oro för att de nya investerarna inte till fullo värderar riskerna i de derivat de köper. Dagens premier för kreditrisk är låga – alltför låga enligt flera bedömare – och det kan inte uteslutas att en abrupt priskorrigering kan ske när konjunkturen vänder. Om de internationella investmentbanker som dominerar marknaden förmår upprätthålla likviditeten i ett sådant läge är även det oprövat, och likviditetsproblemen kan snabbt spridas till andra marknadsdeltagande. Men på ett mer fundamentalt plan medför bankernas ökade marknadsfinansiering att systemrisken delvis ändrar natur. LTCM-episoden 1998 och avvecklingsproblemen som uppstod efter 9/11 har det gemensamt att likviditetsproblemen inte begränsades till ett enskilt, systemviktigt institut, utan drabbade marknaden som helhet.

Eftersom handeln med kreditderivat fortfarande utgör ett mycket begränsat inslag i de svenska bankernas verksamhet är risken för det finansiella systemet i första hand en omvärldsfråga. För svensk del är kreditderivatens direkta inverkan på bankernas riskposition i dagsläget liten. Det är emellertid sannolikt att bankerna kommer att öka sitt engagemang i kreditderivatmarknaden, både för att kunderna efterfrågar det och för att hantera risker i den egna balansräkningen. Inte minst de nya kapitaltäckningsreglerna (Basel II) kan komma att bidra till det. I detta sammanhang är det angeläget att bankerna redovisar sin hantering av kreditderivat på ett sådant sätt att såväl handeln som den samlade kreditrisken blir väl genomlyst. Huruvida detta ger anledning till en utökad rapportering till myndigheterna får framtiden utvisa.