

Marknadsvård och -utveckling i Sverige och några andra europeiska länder

Målet för Riksgäldskontoret är att minimera kostnaden för statsskulden. En del i arbetet mot detta mål är att vårda och utveckla den svenska statspappersmarknaden. I detta ligger en mängd insatser som ska öka likviditeten och minska osäkerheten i statspappersmarknaden. Riksgäldskontoret har genomfört två undersökningar för att utvärdera hur marknadsvården fungerat de senaste åren.

Det är omöjligt att mäta exakt vilka besparingar marknadsvård ger, eftersom man inte vet vad räntenivån skulle ha varit om den inte utförts. RGK har därför valt att i stället göra en kvalitativ utvärdering av marknadsvården och den svenska marknadens funktion sådan den sett ut under de senaste åren. I korthet är slutsatserna av utvärderingen att:

- RGK:s system med benchmarklån och återförsäljare följer väl etablerad praxis från många länder. Antalet återförsäljare i den svenska marknaden är dock lägre än i andra länder.
- RGK:s marknadsvårdande repofacilitet utnyttjas betydligt oftare än motsvarande faciliteter i andra länder. Pris-sättningsstrukturen är också mer komplicerad i Sverige än i jämförelseländerna.
- RGK anses vara ett av de mest öppna skuldkontoren i världen. Marknadsaktörerna anser att informationen från RGK blivit allt bättre sedan mitten av nittio-talet.

- RGK:s direkta kontakter med investerare kan bli mer strukturerade.

Marknadsvård är en viktig del av RGK:s löpande arbete. Ett skäl är att Sverige är en relativt liten marknad. Det ökar behovet av en aktiv emittent som exempelvis stöder likviditeten. Större marknader har högre naturlig likviditet och klarar sig oftast utan emittentens medverkan. I stora statspappersmarknader, som Frankrike och USA, behöver emittenten därför inte stödja och utveckla marknaden på samma sätt eller i samma omfattning som emittenter i mindre länder.

RGK:s arbete för att öka likviditeten

Riksgäldskontorets åtgärder för att öka likviditeten i den svenska statspappersmarknaden har tre fundamentala delar: benchmarklån, återförsäljarsystem och repofaciliteter.

Riksgäldskontorets marknadsvårdsundersökning

Utvärderingen av Riksgäldskontorets marknadsvårdsarbete baseras på två undersökningar: dels en enkät om marknadsvårdsarbete riktad till andra statliga låntagare, dels en intervjuundersökning med aktörer i den svenska statspappersmarknaden.

Enkäten skickades till fem europeiska skuldförvaltare: Belgien, Danmark, Frankrike, Holland och Storbritannien. Detta urval är visserligen litet, men täcker ändå in både små och stora låntagare, samt länder som är med i respektive står utanför EMU.

De olika skuldförvaltarna fick svara på frågor om bland annat repoaktiviteter, låneplaner och kommunikation med marknaden.

Intervjuundersökningen omfattade sammanlagt 16 personer från 12 institutioner. I gruppen ingick traditionella förvaltare, hedgefonder och internationella investmentbanker.

Enkäten skickades till ett litet men representativt urval länder i Europa

	Marknadsstorlek	
	Liten/Medel	Stor
EMU	Belgien Nederländerna	Frankrike
Icke-EMU	Danmark	England

Intervjuerna genomfördes kring ett antal teman, som:

- Likviditet och prisbildning i den svenska marknaden
- Riksgäldskontorets aktiviteter i och kommunikation med marknaden
- Exempel från andra emittenter som RGK bör ta efter.

Ett system med *benchmarklån* innebär att man koncentrerar lånestocken till ett litet antal lån och därigenom ökar förutsättningarna för likvid handel i andrahandsmarknaden.

Återförsäljare fungerar i Sverige dels som intermediärer mellan Riksgäldskontoret och investerarna i auktioner, dels som marknadsгарanter i andrahandsmarknaden.

Repopaciliteten innebär slutligen att RGK kortfristig lånar ut statspapper. Det minskar risken för brist i enskilda statspapper och bidrar till bättre likviditet och prisbildning på andrahandsmarknaden. En repa innebär att RGK tar upp ett kort lån och räntan är därför kopplad till de kortaste marknadsräntorna.

Benchmarklån

Riksgäldskontorets nominella obligationsstock är jämnt fördelad på nio benchmarklån med löptider mellan två och drygt tio år. Emissionerna koncentreras enligt ett vanligt internationellt mönster till vissa löptider, i Sverige två, fem och tio år. Den totala volymen fördelas med hänsyn till durationsmålets krav, förfallostrukturens utveckling och marknadens efterfrågan.

Riksgäldskontorets benchmarkfilosofi följer väl etablerad praxis från många länder. Särskilt bland små och medelstora låntagare dominerar systemet med stora benchmarklån som byggs upp löpande.

Även Riksgäldskontorets metoder för att introducera nya och fasa ut gamla lån genom olika former av byten får gott betyg av investerare och banker: metoderna har använts i flera år, är väl beskrivna och fungerar bra.

Återförsäljarsystem

De flesta statspappersmarknader är organiserade med återförsäljare och marknadsгарanter. Det beror på att orderflödet i statspappershandel kännetecknas av större men mindre frekventa transaktioner än i t.ex. aktiehandel. Därför behövs intermediärer som kan jämnar ut temporära skillnader mellan utbud och efterfrågan.

En annan uppgift för återförsäljarna är att hjälpa till att bredda investerarbasen, både när det gäller antal och kategorier av investerare. Ju större och mer heterogen investerarbasen är, desto större är sannolikheten att det ska finnas motgående intressen, vilket ökar likviditeten i marknaden.

I intervjuundersökningen pekar flera investerare på att antalet återförsäljare i den svenska marknaden minskat kraftigt de senaste fem åren, från tretton till sju stycken, och att detta varit negativt för likviditeten.

Sverige har också i ett internationellt perspektiv få återförsäljare. Länderna i enkätundersökningen har i genomsnitt 15 återförsäljare, varav en stor del är utländska. Danmark saknas i tabellen eftersom de inte hade ett system med återförsäljare när undersökningen genomfördes.

Sverige har få återförsäljare jämfört med referensländer

	Totalt	Utländska
Belgien	16	13
Frankrike	22	11
Nederländerna	13	10
Storbritannien	16	13
Sverige	7	1

Källa: *Nätplatser och OECD [2002a] (utländska återförsäljare).*

Många marknadsaktörer anser att fler återförsäljare skulle vara positivt för likviditeten, förutsatt att de har tillgång till en annan investerarbas än de nuvarande återförsäljarna. Ur det perspektivet vore det bra att kunna lägga ytterligare utländska banker till gruppen av återförsäljare.

Samtidigt visar RGK:s erfarenhet att utländska intermediärer ibland har ett ganska sporadiskt engagemang i marknaden och bara bidrar marginellt till ökad likviditet, ett mönster som också funnits i Danmark. Dessutom kan man notera att även om Riksgäldskontoret bara har en stor internationell investmentbank som återförsäljare (ABN Amro), så fungerar flera andra som ett slags semi-återförsäljare utan att vara formellt bundna av återförsäljaravtal och utan att ha samma direkta kanal till RGK.

Marknadsvårdande repofacilitet

De intervjuade marknadsaktörerna anser överlag att den svenska repomarknaden under lång tid varit mycket bra och att Riksgäldskontorets repofaciliteter bidragit till detta.

Flera av marknadsaktörerna anser dock att repomarknaden periodvis fungerat sämre under det senaste året. En förklaring till detta är att flera aktörer med stora innehav av statspapper av olika skäl inte deltagit i repomarknaden (och därmed inte lånat ut sina innehav).

Jämför man RGK:s marknadsvårdande repofacilitet med referensländernas motsvarigheter ser man två skillnader.

Fler marknadsvårdande repor i Sverige än i referensländerna

	Pris (bps under reporäntan)	Antal/år (2002)	Volym som andel av nominell obligationsstock
Belgien	25	30	0,5%
Danmark	50	85	3,8%
Nederländerna	25	<10	0,5%
Frankrike	10-200	1	0%
Storbritannien	360	15	1,7%
Sverige	60	300	10%

Källa: Riksgäldskontoret. Data gäller i första hand nominella obligationer.

Den första är att RGK:s repofacilitet har en komplicerad struktur. Det finns till exempel maxlimiter per lån, motpart och totalt. Prissättningen är inte fixerad utan varierar beroende på efterfrågan. Nya lån och lån som handlas i det elektroniska handelssystemet tillhandahålls med bättre prissättning och större volymer. För realobligationer och statsskuldväxlar gäller ytterligare andra regler. ▶

- Den andra skillnaden mot referensländerna är att RGK:s repofacilitet utnyttjas betydligt oftare än i andra länder. Det gäller trots att prissättningen i Sverige inte är markant bättre än på andra håll (undantag England). Däremot erbjuder Riksgäldskontoret större volymer och verkar rent allmänt ha en mer positiv inställning till att delta i repomarknaden än en del andra skuldkontor.

Dessutom finns det en koppling mellan marknadens storlek och behovet av repor. Sverige och Danmark är de två länder som gör flest marknadsvårdande repor i enkätundersökningen. I större marknader är den naturliga likviditeten större, och möjligtvis deltar också en större del av innehavarna direkt i repomarknaden.

Det är inte givet att RGK bör sträva efter att minska omfattningen av de marknadsvårdande reporna, t.ex. till samma nivå som i länderna ovan. RGK:s repofacilitet kan tvärtom vara en viktig förklaring till att den svenska statspappersmarknaden är så likvid som den är, trots att den är relativt liten.

RGK anser däremot att det är motiverat att se över och förenkla prissättningen för reporna, i första hand för att få ett mer transparent system, men också för att förenkla administrationen kring reporna.

Åtgärder för att minska osäkerhet

Vid sidan av insatserna för ökad likviditet arbetar Riksgäldskontoret också aktivt för att minska osäkerheten i den svenska statspappersmarknaden. Detta arbete handlar mycket om information och kommunikation.

Emissionsplaner

Riksgäldskontorets framförhållning och information i fråga om emissionsplaner ligger väl i linje andra länders. Prognoser för lånebehovet och implikationer för upplåningen presenteras tre gånger per år med som längst 18 månaders horisont. Vilka lån som kan emitteras följer väl kända regler och hur mycket som emitteras vid varje auktion anges med god framförhållning. Med början i juni 2003 anger RGK också en ungefärlig fördelning av emissionsvolymen på olika lån.

Information om upplåning via auktioner i Sverige och referensländerna

	BE	NL	FR	UK	SE
Planerad lånevolym/år (mån.)	12	12	12	12	12
Auktionsdatum (mån.)	12	12	12	12	6
Aktuella lån (mån.)	12	3	12	12	6
Exakt information (dagar)					
lån	7	90	4	90	7
volym	1	6	4	7	7
Antal auktioner/år (2002)	4	10	21 ¹	6 ¹	22¹

¹ I nominella obligationer.

Danmark saknas i tabellen eftersom de inte emitterar via auktioner

Källa: Riksgäldskontoret, nätplatser.

Man bör notera att det är lite vanskligt att jämföra olika länder på detta rent kvantitativa sätt. Aktörer i de olika marknaderna har erfarenhet och kunskap om respektive marknad som gör att de ofta kan bedöma lån och volymer längre i förväg än vad tabellen indikerar.

Information och kommunikation med marknaden

Deltagarna i intervjuundersökningen anser att RGK är ett av de mest öppna skuldkontoren i världen. Det hänger sannolikt samman med att många viktiga policydokument är offentliga handlingar, till exempel regeringens årliga riktlinjebeslut.

Riksgäldskontorets tertialrapport, *Statsupplåning – prognos och analys*, får gott betyg från framför allt bankerna, och är en bra kanal för att förklara hur Riksgäldskontoret tänker och vad som styr upplåningen. Tertialrapporten fyller en lucka som Riksgäldskontoret haft där andra länder, till exempel Storbritannien och Danmark, haft fylliga årsredovisningar riktade till marknadsaktörerna.

Riksgäldskontorets nätplats anses vara välfylld, men något svår att söka på.

Uppfattningen i marknaden är att Riksgäldskontoret under de senaste åren blivit mer medvetet om kommunikationens betydelse och lyckas väl med ambitionen att vara konsekvent och transparent. En marknadsaktör karakteriserar utvecklingen i Riksgäldskontorets kommunikationspolicy som en resa "från ECB till Fed."

Information från Riksgäldskontoret skapar sällan volatilitet i marknaden. Undantaget gäller Telia-utförsäljningen 2000, då många aktörer anser att RGK borde ha väntat med att ange hur stora volymer som skulle köpas upp tills man var säker på att lämna ett korrekt och slutgiltigt besked.

Direkta kontakter med investerare

I jämförelse med ett par andra länder är Riksgäldskontorets investerarkontakter mindre strukturerade. Till exempel har engelska DMO ett väl etablerat system, med kvartalsvisa möten. Engelsmännen arbetar också med skriftliga så kallade consultation papers inför större förändringar.

Riksgäldskontoret träffar alla återförsäljare enskilt minst en gång per år. På samma sätt skulle man också kunna träffa stora investerare bilateralt årligen. Även consultation papers kan övervägas. En nackdel med dessa är dock att emittenten kan känna sig allt för bunden av (det skriftliga) resultatet.

En annan intressant möjlighet är att man utvecklar verksamheten med seminarier kring olika frågor. Denna idé har fått positiv kritik av personerna i intervjuundersökningen – "man träffas när man har något viktigt att diskutera." De seminarier RGK redan haft kring auktionsmetoder, realobligationer och EMU har också varit uppskattade.

Övriga synpunkter på Riksgäldskontoret

Marknadsaktörerna uppfattar Riksgäldskontoret som lyhört och marknadstillvänt. RGK är alltid berett att lyssna, men går inte alltid på marknadens önskemål, vilket anses vara bra. I och med rörligheten mellan privat och statlig sektor i Sverige finns också goda personliga kontakter mellan Riksgäldskontorets medarbetare och aktörer i marknaden.

Ett par aktörer tycker att Riksgäldskontoret varit för snart att anpassa sig och hjälpa marknaden att hantera mindre störningar i utbud och efterfrågan. De efterlyser en rakare linje med färre ad hoc-insatser. Vissa anser också att realobligationsmarknaden varit lite för mycket av experimentverkstad. Flertalet aktörer tycker dock att Riksgäldskontorets insatser är värdefulla och nödvändiga – ”man vet att Riksgäldskontoret inte lämnar marknaden eller vissa lån åt sitt öde.”

Ett förslag från en av marknadsaktörerna är att inrätta ett råd för statspappersmarknaden med representanter för Riksgäldskontoret, Stockholmsbörsen, återförsäljare och investerare, och diskutera frågor av gemensamt intresse. RGK har tidigare gjort försök med denna typ av råd, dock med svagt resultat. En risk med råd av detta slag är att det inte finns så många gemensamma frågor att diskutera och att det därför blir ett forum för särintressen.

Ett alternativ är återigen att utveckla formen med seminarier kring specifika frågor, dit vi kan bjuda in myndigheter och representanter för olika marknadsaktörer.

*Anders Holmlund
Analyschef*

Referenser och vidare läsning

RGK:s rapport till regeringen

- Arvidsson, T, Holmlund, A och Morell, E, [2003], ”Riksgäldskontorets marknadsvärd i internationellt perspektiv”, rapport, dnr 2003/307, Riksgäldskontoret.

Ett urval referenser

- BIS, [1999], *Market Liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications*, Report of Study Group, Committee on Global Financial System of the Central Banks of the G10 Countries, Bank for International Settlements, Basel.
- IMF & Världsbanken, [2001], *Developing Government Bond Markets – A Handbook*, Washington.
- OECD, [2002a], *Debt Management and Government Securities Markets in the 21st century*, OECD Working Party on Debt Management, Paris.
- OECD, [2002b], *OECD Public Debt Markets – Trends and Recent Structural Changes*, OECD Working Party on Debt Management, Paris.

Andra skuldkontor

- På RGK:s nätplats www.rgk.se finns länkar till andra skuldkontor där arbete med marknadsvärd och -utveckling i dessa länder beskrivs.