

Små låntagares upplåning i EMU

Om Sverige går med i valutaunionen kommer förutsättningarna för upplåningen att förändras. Sverige kan dra nytta av de erfarenheter som andra mindre länder har gjort om vi själva kommer med i euroområdet. Riksgäldskontoret har därför studerat hur Belgien, Finland, Nederländerna och Portugal lånar i den Europeiska valutaunionen.

Den europeiska valutaunionen har gjort att konkurrensen bland låntagare under de senaste åren har intensifierats. Det gäller i stor utsträckning små låntagare och kommer därför att påverka Sveriges upplåning vid en framtida anslutning till den europeiska valutaunionen.

I syfte att undersöka hur små länder lånar i den europeiska valutaunionen har Riksgäldskontoret studerat fyra länder. Belgien, Finland, Nederländerna och Portugal är alla exempel på små länder som lånar i den europeiska valutaunionen. Ett antal intressanta slutsatser kan dras:

- Den övergripande strategin är att låna billigt genom att skapa stora likvida lån.
- Det har blivit allt viktigare för låntagare att skapa uppmärksamhet på en stor marknad. Det har lett till ökade resurser på marknadsföring, stora auktioner och ökat fokus på syndikering.
- Små länder koncentrerar sin upplåning till ett fåtal marknader.
- Små länder koncentrerar sin upplåning till ett fåtal instrument. De flesta lånar huvudsakligen i obligationer och statsskuldväxlar.
- För länder med små lånebehov krävs det strategier för att skapa tillräckligt stora förfall varje år.
- MTS är den plattform för elektronisk handel med obligationer som dominerar den europeiska marknaden.

Strategi

De studerade länderna försöker att låna billigt på den europeiska marknaden genom att skapa stora likvida lån. Då det krävs stora volymer i benchmarkobligationerna

på euromarknaden finns det inte utrymme för länderna i undersökningen att även låna opportunistiskt.

När Belgien bygger upp benchmarkobligationer försöker de att emittera åtminstone 10 miljarder euro i lånet. I Finland och Portugal anses 5 miljarder euro vara tillräckligt för en god likviditet. De hävdar att den nödvändiga volymen har minskat de senaste åren, mycket beroende på ökad transparens tack vare elektroniska system.

Då länderna har relativt små lånebehov är man tvungen att koncentrera upplåningen till få instrument. Upplåningen i obligationer dominerar. Ofta är man även tvungen att koncentrera sin upplåning till färre löptider. Finland emitterar t.ex. en ny 10-årig obligation vart annat år. Tanken är att den ska fungera som benchmark i två år.

Den utländska upplåningen har skurits ned efter inträdet i EMU. Idag lånar de flesta medlemsländerna i euro på den europeiska marknaden.

Investerarbasens förändring

Investerarbasen har ökat kraftigt i storlek efter inträdet i den europeiska valutaunionen. För Finlands del har antalet investerare ökat från 20-25 innan EMU till ca 800 efter. Andelen utländska ägare av ländernas obligationer har också ökat avsevärt. Inte minst eftersom antalet utländska återförsäljare ökat.

Andelen utländska bud i auktionerna har ökat kraftigt. Det går ännu inte att se hur stor den totala påverkan från valutaunionen är på det utländska ägandet. Det visar sig först om några år när obligationsstocken speglar hela perioden efter EMU-inträdet. ▶

Skuldfakta

	Belgien	Finland	Nederländerna	Portugal	Sverige
Total skuld (mdr euro)	266	61,3	195,4	81,5	134,6
Skuldkvot (procent av BNP)	105,4	42,7	52,6	58,0	49,8
Spread mot Tyskland (10 år) ¹	0-5 bps	0-5 bps	0-5 bps	10-15 bps	55-60 bps
Nettolånebehov (mdr euro)	2,5	-4,7	4,1	4,5	2,8
Andel kort upplåning %	12	9	13	2	23
Andel utländsk upplåning %	-	8	-	3,5	28,0

¹ Spreadintervallet är uppskattat utifrån en Cash Adjusted Spread-metod. För Sveriges del är den durationsjusterad.

De fakta som presenteras i artikeln utgår från besök hos de undersökta ländernas skuldkontor samt från den information som presenteras på deras hemsidor. Artikelförfattarna ansvarar för eventuella brister och fel.

► Innan EMU ägdes ungefär 90 procent av de belgiska statsobligationerna av belgiska investerare medan denna siffra nu är 50 procent. Av de obligationer som nyligen har emitterats är motsvarande siffra 20 procent. Då det utländska ägandet ökar finns ett växande behov av att få en bättre bild av vilka som äger obligationerna. Det behövs bättre och mer tillförlitlig statistik. En ökad andel syndikering av den totala obligationsupplåningen löser till viss del det problemet.

Även det nederländska skuldkontoret (DSTA) anser att de behöver mer kunskap om sina investerare. Andelen inhemskt ägande har gått ner efter inträdet i EMU. Tidigare var denna andel omkring 70–80 procent medan den nu är omkring 50 procent.

Små länder satsar allt mer på att synas

För att skapa fokus i en stor marknad har en del skuldkontor i Europa efter anslutningen i valutaunionen lagt allt mer resurser på att synas. För Belgien har förändringarna inneburit att de satsar mer på marknadsföring. Skuldkontoret har en anställd som enbart arbetar med att möta investerare.

Bilden är dock inte entydig. I Nederländerna låter skuldkontoret återförsäljarna sköta marknadsföringen åt dem. De menar att det inte finns någon anledning att ha egna anställda som arbetar med det som bankerna gör bättre.

För att skapa ett större intresse i marknaden koncentreras auktionerna till ett fåtal tillfällen och stora volymer. Länderna i undersökning håller mellan fem och tio auktioner per år.

Alla länder utom Nederländerna har använt sig av syndikering i upplåningen efter inträdet i den europeiska valutaunionen. Det är särskilt vanligt när nya lån introduceras för att snabbt skapa stor volym och därmed likviditet i lånen.

Auktioner

Auktioner är fortfarande den vanligaste formen att sälja statspapper i EMU. De flesta små länder satsar på att auktionera stora volymer statsobligationer vid få tillfällen. Både Belgien och Nederländerna emitterade 25 omkring miljarder euro i obligationer under 2003. En fördel med att koncentrera auktionerna till ett fåtal tillfällen är att det blir större fokus på auktionerna. Större volymer vid auktionerna gör även att det är mindre risk att en investerare tar hela volymen i auktionerna vilket kan skapa inlåsnings effekter.

I Belgien görs ungefär 60 procent av den totala obligationsupplåningen via auktioner. Statsobligationer auktioneras vid fyra till fem tillfällen per år. En vecka innan obligationsemissionerna har man konferenssamtal med återförsäljare om vilka obligationer som bör emitteras.

Samma dag bestäms även vilka obligationer som man kommer att emittera. Belgien emitterar en femårig och tioårig obligation per gång.

Nederländerna har en tap-lösning för att emittera obligationer. Det är inte en vanlig auktion utan de ställer själva priser i det elektroniska handelssystemet MTS. Återförsäljarna lägger därefter bud tills den auktionerade volymen är såld. Skuldkontoret skiljer sig dock från övriga privata aktörer i MTS då det är frågan om en emission och omfattningen av försäljningen i princip är känd i förväg.

Nederländerna emitterar vid totalt tio tap-tillfällen per år. Tap-tillfället är öppet under 30–60 minuter och man har en variabel volym på mellan 2,5 och 3 miljarder euro per tillfälle.

Syndikering

Syndikering har ökat som upplåningsform i små länder i samband med den europeiska valutaunionen. Syndikering innebär att en grupp av banker tillsammans säljer ett emitterat obligationslån.

Det främsta argumentet är att det innebär större uppmärksamhet i marknaden och att det är ett effektivt sätt att nå en bred investerarbas. Ett annat argument är att man inte behöver lägga lika mycket resurser på marknadsföring.

Med syndikering utnyttjas bankernas specialistkompetens och breda kontaktnät. Mycket stora volymer kan säljas på kort tid. Det betyder att ett nytt lån snabbt får god likviditet och blir spritt bland många investerare, både till antal och geografiskt. Den breda investerarbasen skapar förutsättningar för en mycket låg likviditetspremie och därmed i längden låga upplåningskostnader.

Belgien har efter inträdet i den europeiska valutaunionen använt sig av syndikering i upplåningen. Ungefär 40 procent av obligationsvolymen emitteras via syndikering. Framförallt använder man denna upplåningsform när man introducerar nya lån. I Finland emitteras hela 90 procent av volymen genom syndikering. Portugal emitterar ca 40 procent av målvolymen direkt genom syndikering när ett lån introduceras.

Svårt att kombinera auktioner och syndikering

För att välja ut ledarbanker i en syndikering utgår många länder från en sammanvägd bedömning av marknadsandelar i primär- och sekundärmarknaden. Den kompletteras sedan med en kvalitativ värdering av bankernas insatser och mer diskretionära bedömningar.

Länder med den typen av urvalsprocess har haft problem med överbud i auktionerna. Genom att ta marknadsandelar i auktionerna ökar chansen att få vara med i framtida syndikeringar. Det som återförsäljare bjuder över i auktionerna räknar de därför med att få tillbaka i syndi-

keringen. Problemet är att bara de som ingår i syndikatet får tillbaka sina pengar. Det kan i sin tur leda till att antalet återförsäljare minskar vilket innebär problem för marknaden på sikt.

Nederländerna har valt att inte syndikera av bland annat den anledningen. De menar att nackdelarna med syndikering är så pass stora att de valt att helt avstå från den försäljningsformen.

Nederländerna diskuterar för närvarande en ny modell för att emittera statspapper. Den modell som diskuteras, "Dutch Direct Auction", påminner om en syndikering med den skillnaden att det inte utses några ledarbanker och att skuldkontoret själv håller i orderboken. Alla återförsäljare får skicka in bud för kunders räkning på lika villkor.

Den främsta anledningen till en ny auktionsform är att förbättra möjligheten för Nederländerna att nå en bred investerarbaser. Detta har, som diskuterades ovan, blivit allt viktigare efter inträdet i den europeiska valutaunionen då andelen utländskt ägande och antalet låntagare har ökat.

Strategier för att säkra upplåningen

I takt med att statsskuden har minskat i de undersökta länderna har även lånebehovet minskat. För att skapa stora och likvida lån krävs det att finansieringsbehovet är stort. Annars finns det inte utrymme att emittera sådana volymer som ger likvida lån varje år. För att säkra lånebehovet har länderna olika strategier.

De flesta arbetar med en förfalloprofil för att försäkra sig om tillräckligt stora förfall varje år. Lånen läggs ut så att förfallen fördelas så jämnt som möjligt varje år. I takt med att Nederländernas statsskuld under de senaste åren har sjunkit har lånebehovet minskat. För att säkra upplåningen försöker man att jämna ut förfalloprofilen så att ungefär lika mycket förfaller varje år. Även i Belgien har den strategin blivit allt viktigare.

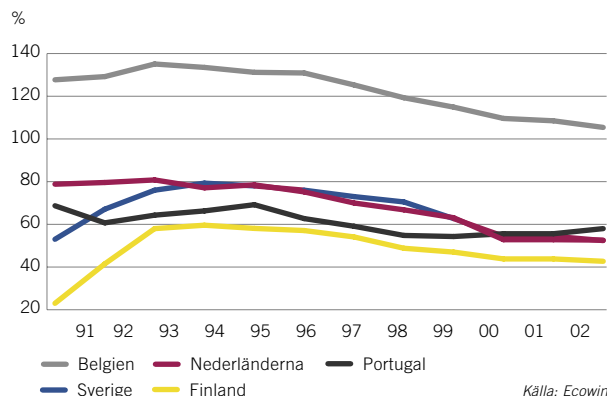
Belgien har ett uppköpsprogram och ett bytesprogram när det gäller obligationer som har tolv månader eller mindre till förfall. Uppköp och byten syftar liksom i andra länder till att jämna ut kassaflöden genom att sprida ut återbetalningen av obligationer. Dessa program kan även användas för att öka likviditeten i benchmarklån genom att det skapar ett finansieringsbehov.

Även de andra länderna har uppköpsprogram för att på så sätt säkra lånebehovet. Som nämnts ovan emitterar Finland en ny tioåring vart annat år. För att jämna ut lånebehovet mellan åren arbetar de mycket aktivt med byten och återköp.

Elektronisk plattform

Den elektroniska plattform som dominerar interbankhandeln i Europa är MTS. Användningen av ett gemensamt elektro-

Statsskuld i procent av BNP



niskt system på den europeiska statspappersmarknaden har lett till att konkurrensen mellan låntagare har skärpts ytterligare. Marknaden blir mer transparent vilket gör det lättare att jämföra olika länder. Investerare kan nu lättare handla statsobligationer från olika länder.

I Euro MTS handlas statsobligationer från länder i valutaunionen som har utestående volymer på över 5 miljarder euro. I de lokala MTS handlas statsobligationer och statsskuldväxlar i de enskilda länderna. En tendens är att mindre länder går ihop och bildar gemensamma elektroniska marknadsplatser. MTS Belgien och MTS Finland har en gemensam marknadsplats i Belgien som heter MTS Associated Markets S.A. I Nederländerna heter marknadsplatsen MTS Amsterdam.

Kort finansiering

Andelen kort finansiering har minskat något i de undersökta länderna efter inträdet i EMU. Anledningen är främst att man är tvungen att koncentrera upplåningen till obligationer för att kunna skapa stora likvida lån. Kort finansiering utgör mellan 10 och 20 procent av den totala upplåningen. Statsskuldväxelmärknaden är framförallt koncentrerad till tre-, sex-, nio- och tolv månadersväxlar.

Penningmarknaden är betydligt mer likvid på den europeiska marknaden om man jämför med länder utanför EMU. Det leder till fler motparter. Inom EMU lånar och placerar skuldkontor också i större utsträckning hos varandra.

I övrigt används den korta finansieringen för att parera fluktuationer i lånebehovet och för att sprida ut förfall jämnare under året.

Eric Morell, analytiker
Thomas Wigren, analytiker

Referenser

Belgian Debt Agency (DSA), <http://www.treasury.fgov.be/interthes/default.htm>
Dutch State Treasury Agency (DSTA), <http://www.dutchstate.nl/>
Finnish State Treasury, <http://www.valtiokonttori.fi/>
Portuguese Government Debt Agency (IGCP), <http://www.igcp.pt/>