

# Riksgäldskontorets marknadsvård i internationellt perspektiv

Tord Arvidsson, Anders Holmlund och Eric Morell





<b>1.</b>	<b>Inledning</b>	<b>3</b>
1.1	Enkät till andra statliga låntagare	3
1.2	Intervjuer med aktörer i den svenska marknaden	4
1.3	Rapportens disposition	4
<b>2.</b>	<b>Vad är marknadsvård?</b>	<b>4</b>
2.1	Kännetecken på en välutvecklad statspappersmarknad	5
2.2	Litteratur om marknadsvård	5
<b>3.</b>	<b>Den svenska marknadens likviditet</b>	<b>6</b>
<b>4.</b>	<b>Återförsäljarsystem och marknadsgaranter</b>	<b>8</b>
4.1	Skäl till återförsäljarsystem	8
4.2	Återförsäljarna på den svenska marknaden	9
4.3	Marknadsaktörernas uppfattning om återförsäljarsystemet	10
4.4	Marknadsorganisation i andra länder	10
4.5	Sammanfattning	12
<b>5.</b>	<b>Benchmarklån och emissionsmönster</b>	<b>12</b>
5.1	Benchmarklån på statspappersmarknaden	12
5.2	Riksgäldskontorets benchmarksystem	13
5.3	Marknadsaktörernas uppfattning om den svenska benchmarkkurvan	13
5.4	Benchmarksystem i andra länder	14
5.5	Sammanfattning	14
<b>6.</b>	<b>Marknadsvårdande repor</b>	<b>15</b>
6.1	Repomarknadens funktion och statliga emittenters roll	15
6.2	Den svenska repomarknaden och Riksgäldskontorets roll	16
6.3	Marknadsaktörernas uppfattning om repomarknaden	17
6.4	Andra statliga låntagares repofaciliteter	17
6.5	Utvärdering och analys	20
<b>7.</b>	<b>Information till och kommunikation med marknaden</b>	<b>22</b>
7.1	Syfte med marknadskommunikation	22
7.2	Riksgäldskontorets information och kommunikation	22
7.3	Informationskanaler	23
7.4	Marknadsaktörernas uppfattning	24
7.5	Jämförelse med andra statliga låntagare	25
7.6	Utvärdering och analys	26
<b>8.</b>	<b>Sammanfattande kommentarer</b>	<b>27</b>
	<b>Referenser</b>	<b>29</b>
	<b>Appendix A.1: Enkätfrågor till utländska skuldförvaltare</b>	<b>30</b>
	<b>Appendix A2: Diskussionsunderlag till marknadsaktörer</b>	<b>33</b>



## 1. Inledning

Riksgäldskontorets marknadsvård syftar till att öka likviditeten och minska osäkerheten i den svenska statspappersmarknaden. Begreppet marknadsvård täcker in större delen av Riksgäldskontorets löpande arbete med skulden i svenska kronor. Eftersom denna del av skulden inte förvaltas på traditionellt sätt (baserat på räntebedömningar), kan man säga att marknadsvården är det som gör Riksgäldskontoret till en *aktiv* förvaltare även av den inhemska skulden.

Riksgäldskontoret bedömer att marknadsvården ger stora besparingar i form av lägre upplåningskostnader. Det beror på att högre likviditet och mindre osäkerhet bör leda till lägre räntor. Att exakt kvantifiera dessa besparingar är dock inte möjligt. Riksgäldskontoret har därför efter synpunkter från regeringen och RRV valt att göra en fördjupad  *kvalitativ utvärdering* av hur viktiga delar av marknadsvården är organiserad. I denna rapport redovisar Riksgäldskontoret resultatet av utvärderingen.

### 1.1 Enkät till andra statliga låntagare

Det är enkelt att göra en lång lista på alla insatser Riksgäldskontoret gör under ett år och som kan betraktas som marknadsvård. Det blir emellertid bara en katalog av åtgärder, och säger egentligen ingenting om kvaliteten eller det rimliga i det Riksgäldskontoret gör.

För att få en uppfattning om kvaliteten kan man istället jämföra Riksgäldskontorets marknadsvård med vad andra statliga låntagare gör på samma område. En viktig bas för utvärderingen av Riksgäldskontorets marknadsvård har därför varit att samla in information om andra länder med hjälp av en enkätundersökning.

Enkäten skickades till fem statliga låntagare: Belgien, Danmark, Frankrike, Nederländerna och Storbritannien. Bland dessa länder finns två marknader som är betydligt större än den svenska, Frankrike och Storbritannien. Frankrike är en del av euromarknaden, medan Storbritannien står utanför. De övriga marknaderna är av samma storleksordning som den svenska. Danmark representerar en liten marknad utanför EMU.

Självfallet har alla länder olika förutsättningar, vilket gör att rena jämförelser kan vara svåra att göra. Till exempel är franska statspapper tillsammans med tyska de mest handlade i Europa, varför det franska skuldkontoret inte behöver ägna lika mycket kraft åt att stötta likviditeten som exempelvis Riksgäldskontoret. Likväl finns många intressanta iakttagelser att göra.

## 1.2 Intervjuer med aktörer i den svenska marknaden

Den andra viktiga delen i Riksgäldskontorets utvärdering av marknadsvården är en intervjuundersökning med större svenska förvaltare samt ett par internationella investmentbanker. Att intervjua dem som äger och handlar svenska statspapper ger värdefull information om hur marknadsvården uppfattas och bör inriktas. De internationella investmentbankerna tillför dessutom ett intressant perspektiv eftersom de har erfarenhet från flera statspappersmarknader.

Intervjuerna genomfördes kring fem frågor. Särskilt efterlystes jämförelser med andra länder och synpunkter på vad Riksgäldskontoret kan förbättra. Sammanlagt intervjuades 16 personer från 12 institutioner.

Undersökningarna har gett ett stort material att arbeta med. Fortfarande kan man inte sätta ett objektiva betyg på Riksgäldskontorets marknadsvård eller rangordna oss mot andra emittenter. Däremot går det nu att diskutera och värdera Riksgäldskontorets insatser på ett mer nyanserat sätt än tidigare. Genom att väga samman investerarens synpunkter med praxis från andra länder kan vi bilda oss en uppfattning om var Riksgäldskontoret gör ett bra arbete och på vilka områden vi kan bli bättre.

## 1.3 Rapportens disposition

Rapporten inleds med en diskussion om vad marknadsvård egentligen är. I detta avsnitt görs även en kort utblick till vad som skrivits på området. I avsnitt 3 diskuteras ett viktigt mål för marknadsvården, likviditet, och den svenska statspappersmarknadens likviditet jämförs med likviditeten i andra länder. Därefter följer en fördjupad analys av fyra viktiga områden för marknadsvården: återförsäljarsystem, benchmarklån, repofaciliteter och marknadskommunikation. Rapporten avslutas med några sammanfattande kommentarer i avsnitt 8.

I appendix till rapporten finns dels den enkät som skickades till andra statliga skuldförvaltare, dels de diskussionspunkter som var utgångspunkt för intervjuer med marknadsaktörer.

## 2. Vad är marknadsvård?

Marknadsvård är inget entydigt definierat begrepp. Begreppet används ofta lite oprecist för att beteckna alla möjliga åtgärder som ett skuldkontor ägnar sig åt i sin inhemska marknad och som inte baseras på en uppfattning om räntenivå eller andra marknadsvariabler. Ett försök till en mer stringent definition är att marknadsvård är de åtgärder emittenten vidtar för att *öka likviditeten* och *minska osäkerheten* i statspappersmarknaden.

Hög likviditet är viktigt för att de som köper statspapper ska känna sig säkra på att de kommer att kunna sälja dem till marknadsmässiga priser i framtiden. Ju bättre likviditet, desto mindre (il-)likviditetspremie, vilket

betyder lägre upplåningskostnader för emittenten. Vad som definierar likviditet diskuteras vidare i nästa kapitel.

Minskad osäkerhet har flera dimensioner. Det handlar till exempel om att investerarna ska känna sig trygga om att emittenten inte kommer att lämna hela marknaden eller enskilda lån vind för våg och att viktig information presenteras med tillräcklig framförhållning.

Att minska osäkerheten handlar också om att marknadsaktörerna ska känna sig säkra på att emittenten inte kommer att utnyttja sin position eller eventuella informationsövertag till att lura marknaden. Marknadsvård handlar därmed om att *skapa förtroende* för statspappersmarknaden och staten som låntagare.

En sista men viktig aspekt på minskad osäkerhet är säkra och effektiva system för handel, auktioner samt clearing och avveckling av statspappersaffärer. På många sätt går därmed begreppen marknadsvård och *marknadsutveckling* hand i hand. När det gäller utvecklingen av marknadsinfrastruktur har statsskuldsförvaltaren ofta ett begränsat *direkt* inflytande, eftersom utvecklingen påverkas av många andra aktörers beslut. Staten kan dock ofta spela en pådrivande roll.

## 2.1 Kännetecknen på en välutvecklad statspappersmarknad

Även om begreppet marknadsvård inte är väldefinierat råder en bred samsämmighet om vad som kännetecknar en välutvecklad statspappersmarknad (vilket kan sägas vara målet för marknadsvård). OECD sammanfattar detta i några ”best practices” för effektiva och likvida primär- och sekundärmarknader (OECD [2002a, s. 12-13]). Där nämns till exempel:

- Upplåning baserad på regelbundna auktioner.
- Uppbyggande av en avkastningskurva med stora utestående volymer i benchmarkobligationer.
- Återförsäljarsystem och marknadsgaranter i andrahandsmarknaden.
- Transparent upplåningspolitik.
- Säkra system för clearing och avveckling.
- Välutvecklade repo- och derivatmarknader i anslutning till avistamarknaden i statspapper.

## 2.2 Litteratur om marknadsvård

Det finns ingen omfattande litteratur på ämnet ”statliga emittenters marknadsvård”. Det mesta som är skrivet finns i olika OECD-publikationer, samt förmodligen i olika länders årsredovisningar eller

interna rapporter. IMF och Världsbanken har gemensamt publicerat boken *Developing Government Bond Markets – A Handbook* (IMF & Världsbanken [2001]), som tar upp ett brett spektrum av frågor kring marknadsvård och -utveckling.

Det finns också diverse rapporter från till exempel BIS, Federal Reserve och Bank of Canada, som berör statliga emittenters agerande och dess effekter på framför allt statspappersmarknadens likviditet. Flera av dessa går ut på att definiera, mäta och jämföra likviditet i olika marknader och är skrivna inom ramen för forskningsområdet marknadens mikrostruktur (där litteraturen är omfattande). Hur statliga emittenter bör agera för att stärka likviditeten berörs däremot ofta bara marginellt i dessa rapporter. Ett undantag är BIS [1999].

Niemeyer [1997] har i en bilaga till den statsskuldspolitiska utredningen analyserat Riksgäldskontorets roll som marknadsvårdare. Niemeyer konstaterade då att den svenska marknaden kännetecknades av relativt stort djup, men också av relativt få aktörer, stora spreadar och hög volatilitet. För att komma till rätta med det föreslog utredningen att såväl Riksgäldskontorets upplåningspolitik som den svenska statspappersmarknaden så mycket som möjligt skulle utformas efter internationellt mönster. Ett börshandlat futureskontrakt och breddning av investerarbasen mot privatpersoner fanns också bland förslagen (Niemeyer [1997, s. 296]).

### **3. Den svenska marknadens likviditet**

Som tidigare nämnts är ett av målen med marknadsvård att uppnå hög likviditet i andrahandsmarknaden. Emittenten kan till viss del påverka likviditeten, till exempel genom att koncentrera sin upplåning till ett fåtal lån och vara aktiv i repomarknaden. Likviditeten påverkas dock även av faktorer som emittenten inte råder över, till exempel marknadsförhållanden och slutplaceringarnas vilja att handla med sina innehav.

En naturlig fråga i detta sammanhang är vad som menas med likviditet. Tyvärr är det inte helt lätt att svara på. En allmän definition skulle kunna vara att aktörerna på en marknad snabbt kan köpa eller sälja stora poster utan att priset påverkas nämnvärt. Vad som är en stor volym och en liten prispåverkan är dock inte givet. En annan definition skulle kunna vara en marknad med små transaktionskostnader.

I litteraturen förekommer ett antal mått för att uppskatta likviditeten. Ett vanligt mått är skillnaden mellan bästa köp- och säljpris, vilket brukar kallas ”spread”. I den svenska statspappersmarknaden handlar man på ränta; spreaden blir då skillnaden mellan bästa köp- och säljränta. Spreaden mäts i baspunkter, dvs. hundra delar procent.

Ett annat mått är djupet i marknaden, vilket är den volym som kan omsättas på det bästa köp- eller säljpriset. Ett mått som är besläktat med detta



är den tid det tar innan marknaden återgår till sitt ursprungsläge efter att en stor order drivit priset på marknaden.

Omsättning och omsättningshastighet på den utestående stocken är ytterligare två mått. Omsättningshastighet uttrycks ofta som hur många gånger den utestående stocken omsätts under ett år.

Omsättningen används ofta som ett mått på likviditet. I en amerikansk undersökning (Fleming [2001]) konstateras dock att korrelationen mellan omsättningen och andra mått för likviditet är relativt dålig, varför omsättningens värde som likviditetsmått skulle vara begränsat. Samma undersökning indikerar också att spreaden (på pris) skulle vara den relativt sett bästa variabeln.

Förutom att det kan vara svårt att bestämma vilket eller vilka likviditetsmått som är relevanta är tillgången på data ofta mycket begränsad. Statspappersmarknaden är en relativt sluten marknad med ett fåtal aktörer. Avslutsstatistik redovisas sällan öppet. I Sverige och de flesta andra länder är det bara aktörerna själva som känner till exakta priser och volymer. De priser som visas av återförsäljarna på skärmar är endast indikativa; ett fast pris får man först vid direktkontakt med återförsäljaren. I interbankhandeln ställer bankerna bindande priser mot varandra, men de priserna hålls hemliga mot övriga aktörer. Ett steg mot mer öppen redovisning av priser kommer att tas i början av 2003 då priset på den tioåriga obligationen i interbankhandeln kommer att redovisas öppet via informationsleverantörer som till exempel Reuters.

I USA är tillgången på data betydligt bättre. Förutom de priser som ställs i marknaden finns det också data över verkliga avslut med volym och pris. De studier som gjorts på likviditet i räntemarknader har också i första hand gjorts på den amerikanska marknaden.

Den statistik som finns på den svenska obligationsmarknaden är aggregerad omsättning på dagsnivå fördelat på interbank, svenska kunder och utländska kunder, samt skärmnoteringar för högsta, lägsta och sista ränta under dagen för respektive obligation. Det går även att uppskatta spreadar genom att titta på skärmnoteringar, men eftersom den verkliga spreaden kan skilja sig från skärmens är det svårt att göra några djupare analyser vad gäller likviditet.

Frågar man aktörer på den svenska marknaden vad de tycker om likviditeten svarar de flesta att den är bra för en liten marknad. Ett sätt att jämföra aktiviteten mellan olika marknader är att titta på omsättningshastigheten av den utestående stocken. Bland de länder som ingått i Riksgäldskontorets enkätundersökning placerar sig Frankrike i en klass för sig: den franska obligationsstocken omsätts ca 36 gånger under ett år (se tabell 3.1). Därefter kommer Sverige med en omsättningshastighet på ca 10, Storbritannien med ca 9 och därefter Belgien, Nederländerna och Danmark på

strax under 5. Omsättningen i den svenska obligationsmarknaden är således relativt hög.

Tabell 3.1: Omsättningshastighet och skillnad mellan köp-/säljräntor i olika länder

	Omsättningshastighet	Spread i baspunkter 10-årig obligation
Belgien	3,2	4,0
Danmark	4,2	1,3
Frankrike	36,1	0,2
Nederländerna	3,6	0,5
Storbritannien	8,8	0,5
Sverige	10,5	2,0

Källa: Enkät svar, egen bearbetning.

Ser man på spreadar mellan köp- och säljränta för en tioårig statsobligation har Frankrike den bästa likviditeten även enligt det måttet. Spreaden i Sverige ligger på två baspunkter, vilket är klart bland de högre. En förklaring till den relativt höga spreaden i Sverige kan vara att det är dålig konkurrens bland återförsäljarna, eftersom de är färre än i andra länder. Samtidigt är den svenska marknaden koncentrerad, med få aktörer, och det kan därför vara svårt att finna motgående intressen för den som ställer pris.

När man jämför spreadar är det viktigt att komma ihåg att den faktiska spreaden kan skilja sig från det som visas på skärmen. I Sverige är spreaden på skärm ca två baspunkter, men den faktiska spreaden som kunder får när de kontaktar en återförsäljare är oftast mindre, ca en baspunkt. Detsamma gäller i andra länder: den belgiska spreaden är förmodligen väsentligt lägre än fyra baspunkter. Man ska också komma ihåg att priserna kan gälla för olika volymer, vilket ytterligare försvårar direkta jämförelser.

## 4. Återförsäljarsystem och marknadsgaranter

### 4.1 Skäl till återförsäljarsystem

Det finns huvudsakligen två sätt att organisera värdepappershandel. Det finns dels orderdrivna marknader, en princip som framför allt tillämpas på aktiemarknaden, dels marknader med återförsäljare (marknadsgaranter), som dominerar räntemarknaden. I stort sett samtliga länder i världen använder sig av återförsäljare på statspappersmarknaden och modellen är således inte ovanlig.

Återförsäljarna kan både fungera som intermediär (primary dealer) mellan låntagare och investerare i primärmarknaden och som marknadsgarant (market maker) i sekundärmarknaden. Primary dealer-rollen förutsätter i allmänhet ett avtal mellan emittenten och återförsäljaren, medan en aktör kan agera som marknadsgarant i sekundärmarknaden utan emittentens

godkännande. Återförsäljarnas betydelse för statspappersmarknaden kan beskrivas ur en rad olika aspekter:

För det första bidrar de till att jämna ut orderflöden. Emittenten publicerar ofta auktionsplaner långt i förväg och är därför beroende av att kunna emittera stora volymer statspapper vid specifika tillfällen oberoende av marknadsförhållanden. Eftersom återförsäljare i många länder är tvingade att lägga bud i auktionerna minskar risken att inte kunna emittera planerad volym.

Marknadsgaranternas ställer sin balansräkning till förfogande och tar emot flöden som inte matchas. I motsats till ett orderdrivet system tävlar marknadsgaranter om orderflödet, vilket anses öka effektiviteten på marknaden. Utan en effektiv marknadsgarantfunktion skulle omsättningen minska och slutinvestorer bli mindre villiga att ta positioner på den svenska marknaden. Detta är extra viktigt under oroliga marknadsförhållanden och i marknader med låg likviditet.

I takt med att de finansiella marknaderna blir allt mer avreglerade ökar behovet av återförsäljare. Inte minst utvecklingen av europeiska valutaunionen har gjort att konkurrensen bland låntagare under de senaste åren har intensifierats. Efterfrågan på återförsäljare med internationell och diversifierad kundstruktur har ökat.

## **4.2 Återförsäljarna på den svenska marknaden**

Riksgäldskontoret har sju återförsäljare på den svenska marknaden. Det är betydligt färre än vad de flesta andra låntagare i Europa har. Genom återförsäljarna kan Riksgäldskontoret påverka marknadens funktion och hjälpa till att förbättra likviditeten.

I arbetet med skuldvard, likviditet och repor på den svenska marknaden anlitar Riksgäldskontoret i första hand återförsäljarna som motparter. I primärmarknaden är återförsäljarna tvingade att lägga bud i auktionerna, vilket minskar risken att Riksgäldskontoret ska behöva skära eller ställa in en auktion. Återförsäljarna är tvingade att uppnå en minsta marknadsandel under varje kalenderkvartal.

I sekundärmarknaden ska återförsäljarna bidra till god likviditet. Återförsäljarna fungerar även som marknadsgaranter i det elektroniska handelssystemet. Dessutom har de åtagit sig att ställa köp- och säljräntor i systemet med en högsta spread två baspunkter. Man har även förbundit sig att uppnå en minsta marknadsandel på 2,5 procent i såväl det elektroniska handelssystemet som kundmarknaden.

Om återförsäljarna fullgör sina åtaganden i primär- och sekundärmarknaden får de provision. Provisionen består i en fast del samt en rörlig del som är kopplad till återförsäljarnas andel i primärmarknaden och sekundär-

marknaden. Framför allt är provisionen kopplad till handeln i referenslånen i det elektroniska handelssystemet.

Förutom sina skyldigheter i primär- och sekundärmarknaden ska återförsäljarna vidta åtgärder för att attrahera nya kunder till den svenska statspappersmarknaden och rapportera det till Riksgäldskontoret. Återförsäljarna har även skyldighet att rapportera viss statistik såsom omsättning fördelat på investerarkategori.

### **4.3 Marknadsaktörernas uppfattning om återförsäljarsystemet**

Även om vissa menar att det finns förutsättningar för en orderdriven marknad anser de flesta investerarna i Riksgäldskontorets undersökning att det svenska återförsäljarsystemet fungerar väl. Många menar att det egentligen inte finns några alternativ till ett återförsäljarsystem och att återförsäljarna fungerar som smörjmedel och bidrar till likviditeten på den svenska marknaden.

Trots positiva omdömen anser man att återförsäljarkollektivet är för smalt. Eftersom återförsäljarna under de senaste åren blivit allt färre har kundbasen minskat. Fler återförsäljare med stor och annorlunda kundbas skulle vara positivt för marknadens utveckling. En svårighet med att locka in fler marknadsgaranter är den svenska marknadens litenhet och stabilitet. Många investerare hävdar att med större upplåningsvolymmer kommer det att bli mer attraktivt att vara återförsäljare i svenska statspapper.

### **4.4 Marknadsorganisation i andra länder**

Återförsäljarsystemet är som diskuterades tidigare inte ovanligt. Det enda land i Riksgäldskontorets undersökning som inte använder sig av återförsäljare är Danmark. Systemen skiljer sig dock åt mellan olika länder vad gäller antalet återförsäljare, antalet utländska återförsäljare, återförsäljarnas åtaganden samt huruvida låntagare betalar provision till återförsäljarna.

För det första visar en undersökning av OECD att det genomsnittliga antalet återförsäljare per marknad är 15 stycken. Andelen utländska återförsäljare är nästan 65 procent. Sverige har betydligt färre både vad gäller totala antalet återförsäljare (7) och andelen utländska återförsäljare (28 procent).

Tabell 4.1: Antal återförsäljare i olika länder (december 2000)

	Totalt	Utländska återförsäljare
Belgien	16	13
Finland	10	9
Frankrike	19	11
Grekland	11	5
Irland	6	3
Italien	16	9
Nederländerna	13	10
Portugal	12	8
Spanien	18	8
Storbritannien	17	12
Österrike	28	19
Sverige (dec-2002)	7	2

Källa: OECD [2002a]

För det andra har den gemensamma valutan gjort att antalet utländska återförsäljare ökat i EMU-länderna. Undersökningen visar att de har ökat antalet utländska återförsäljare med nästan 70 procent. Sverige skiljer sig från övriga länder på denna punkt: här har andelen utländska återförsäljare snarast minskat.

Tabell 4.2: Antal utländska återförsäljare i olika EMU-länder

	1998	1999	2000
Belgien	12	12	12
Finland	5	4	9
Frankrike	10	11	11
Irland	1	0	0
Italien	1	6	6
Luxemburg	0	0	0
Nederländerna	8	8	9
Portugal	6	8	8
Spanien	0	5	9
Österrike	19	17	18

Källa: ECB [2001]

För det tredje kan man konstatera att inget av de undersökta länderna i Riksgäldskontorets undersökning betalar *direkta* provisioner. Däremot förekommer indirekta ersättningar, till exempel i form av extra tilldelning efter auktioner.<sup>1</sup> Dessutom är det inte ovanligt att återförsäljare prioriteras i andra transaktioner, som syndikering av valutalån och derivataffärer.

<sup>1</sup> Återförsäljarna får möjlighet att köpa en extra post på auktionens genomsnittsränta ett par dagar efter auktionen. Om räntorna fallit innebär det en riskfri vinst. Varje återförsäljare får köpa i proportion till hur stor andel de tilldelats i de senaste auktionerna.

Tabell 4.3: Provisioner till återförsäljare

<b>Direkta provisioner</b>	
Belgien	Nej
Danmark	Nej
Frankrike	Nej, men möjlighet till extra tilldelning efter auktionen
Nederländerna	Nej, men möjlighet till extra tilldelning efter auktionen
Storbritannien	Nej

Källa: Enkätundersökning

#### 4.5 Sammanfattning

I detta avsnitt har vi försökt beskriva återförsäljarnas betydelse för statspappersmarknaden och deras kopplingar till övriga intressenter i marknaden. Ett antal slutsatser kan dras:

- Även om det finns undantag anser de flesta investerare att återförsäljarna är bra för statspappersmarknaden. Återförsäljarna bidrar till att jämna ut orderflöden och minskar exekveringsrisken för emittenten.
- Återförsäljarna tävlar om orderflödet vilket leder till ökad effektivitet i marknaden. Utan marknadsgaranter minskar likviditeten i marknaden.
- En viktig funktion för återförsäljarna är att diversifiera investerarbasen på statspappersmarknaden. Genom utländska återförsäljare kan låntagare nå nya kategorier av investerare. Andelen utländska återförsäljare har generellt ökat i EMU-länderna.
- Inget land i Riksgäldskontorets undersökning betalar provisioner till återförsäljare.

## 5. Benchmarklån och emissionsmönster

### 5.1 Benchmarklån på statspappersmarknaden

De flesta låntagare på statspappersmarknaden väljer att koncentrera skulden till s.k. benchmarklån (IMF & Världsbanken [2001, s. 121]). För att skapa ett system med benchmarklån kan låntagarna emittera in i existerande lån, byta mellan lån samt köpa tillbaka gamla lån.

När skuldstocken koncentreras till ett litet antal lån med samma struktur förbättras utbytbarheten mellan lån. Det skapar förutsättningar för aktiv handel. Stora volymer i varje lån minskar också risken för s.k. squeeze-situationer, där ett visst lån är svårt att få tag i och därför onormalt dyrt i andrahandshandeln. Det blir även större omsättning i enskilda lån och därmed en mer rättvisande prisbild. Ett system med benchmarklån

minskar därför likviditetspremien och innebär i förlängningen sänkta kostnaderna för upplåningen.

Det finns också samhällsekonomiska vinster av ett system med benchmarklån. En väl prissatt avkastningskurva (benchmarklån med olika löptider) fungerar som bas för prissättning obligationer från andra inhemska låntagare. Det skapar också förutsättningar för utveckling av derivatmarknader.

## **5.2 Riksgäldskontorets benchmarksystem**

Riksgäldskontoret har sedan många år ett system med benchmarkobligationer. Den långa nominella skulden är för närvarande koncentrerad till nio benchmarklån. Antalet benchmarklån har under de senaste åren minskats för att skapa större volymer och bättre prissättning.

Emissionsbesluten baseras framför allt på marknadsvårdshänsyn för den inhemska obligationsmarknaden eftersom upprätthållandet av en jämn avkastningskurva kräver emissioner i specifika löptider. Sedan introduktionen av det elektroniska handelssystemet har emissionspolitiken utformats i syfte att understödja likviditeten i det elektroniska handelssystemet. Riksgäldskontoret emitterar därför framför allt i löptiderna två, fem och tio år, vilka är de löptider som handlas i det elektroniska handelssystemet. I första hand emitterar Riksgäldskontoret fem- och tioårsobligationer eftersom det är dessa löptider som efterfrågas mest.

Riksgäldskontoret har de senaste åren introducerat nya lån med ungefär ett års mellanrum. Nya lån byggs snabbt upp genom byten mot äldre lån. Efter det bygger Riksgäldskontoret upp stocken genom att successivt emittera in i dessa lån.

Riksgäldskontoret har även en policy för att fasa ut lån som ska förfalla. När lånen blir kortare än ett år byts de in mot statsskuldväxlar.

## **5.3 Marknadsaktörernas uppfattning om den svenska benchmarkkurvan**

Aktörerna på den svenska marknaden tycker i allmänhet att det svenska benchmarksystemet fungerar väl. Investerarna beskriver den svenska benchmarkkurvans betydelse ur olika aspekter:

Den svenska benchmarkkurvan är jämn och man finner färre felprissättningar än i många andra länder i Europa. En faktor bakom detta är den väl utvecklade repomarknaden. Emissionspolicyn där Riksgäldskontoret emitterar in i prioriterade lån och erhåller en jämn förfalloprofil fungerar också bra.

Alla lån på avkastningskurvan är likvida, trots att vissa lån prioriteras i emissionerna. Detta ses som positivt; många investerare menar att man bör ha så få icke-benchmarks som möjligt.

#### **5.4 Benchmarksystem i andra länder**

Modellen med benchmark på statspappersmarknaden där man fokuserar på ett fåtal lån i emissionerna finns i samtliga länder i Riksgäldskontorets enkätundersökning. Minskade lånebehov i många europeiska länder har sannolikt skyndat på utvecklingen att koncentrera likviditeten till ett fåtal lån. I många länder koncentreras emissionerna till tre- och sexmånaders statsskuldväxlar samt statsobligationer med ett, två, fem, tio och trettio års löptid.

Länderna har även rutiner för introduktion av nya lån. De flesta länder emitterar en eller fler nya obligationer per år. Oftast sker introduktion av ett nytt lån i auktionsform följt av antingen on tap-försäljning eller byten. En del länder, såsom Belgien, föredrar att introducera nya lån via syndikering.

Merparten av länderna i enkätundersökningen har standardrutiner för att fasa ut lån som ska förfalla. Många länder använder sig dock, till skillnad från Sverige, av rena uppköp.

De flesta länder använder sig av byten och uppköp. För vissa länder är dock inte dessa aktiviteter enbart en fråga om en facilitet för illikvida lån utan kan även bero på finansieringspolicy och marknadshänsyn. En undersökning av ECB visar att uppköp och byten har ökat under senare år. Den vanligaste orsaken är att man vill strukturera om skulden för att öka likviditeten i marknaden.

#### **5.5 Sammanfattning**

System med benchmarklån fyller en viktig funktion på statspappersmarknaden genom att det förbättrar prissättningen och ökar likviditeten. De flesta länder använder sig av benchmarklån i sin inhemska skuld. För att bygga upp en benchmarkkurva emitterar låntagarna in i nya lån samt köper upp redan existerande lån.

Benchmarksystemen i Europa skiljer sig något beträffande vilka löptider som låntagaren har valt att fokusera på. Många länder har dock valt att koncentrera sina emissioner till tre- och sexmånaders statsskuldväxlar samt statsobligationer med ett, två, fem, tio och trettio års löptid.

Man kan konstatera att benchmarkmodellen är ett av kriterierna för en välutvecklad obligationsmarknad samt att det svenska benchmarksystemet håller sig väl framme i jämförelse med andra länder.



## 6. Marknadsvårdande repor

### 6.1 Repomarknadens funktion och statliga emittenters roll

En väl fungerande repomarknad är en viktig del i en utvecklad statspappersmarknad.<sup>2</sup> På repomarknaden kan marknadsaktörerna dels finansiera innehav av statspapper genom att repa ut dem, dels låna statspapper de inte äger. Det sistnämnda gör det möjligt att ”gå kort” i statspapper.<sup>3</sup> Möjligheten att gå kort är i sin tur viktigt för likviditet och prisbildning i marknaden, eftersom man då kan arbeta med mer sofistikerade affärsstrategier.

För marknadsgaranter innebär repomarknaden ett billigt sätt att finansiera handelslagret, som därmed kan göras större. Ett större handelslager underlättar för marknadsgaranterna att ställa bättre priser för större volymer, vilket är samma sak som ökad likviditet.

I idealfallet fungerar en repomarknad även utan emittentens inblandning. Stora innehavare av statspapper, till exempel pensionsfonder, har incitament att låna ut sitt innehav i repomarknaden, eftersom repor i egenskap av ”säkrade lån” innebär billig finansiering. Genom att repa ut delar av innehavet och placera pengarna i exempelvis depositmarknaden kan förvaltare öka sin avkastning.

I praktiken finns dock ett antal faktorer som gör att innehavare inte fullt ut deltar i repomarknaden. Exempel på sådana faktorer är resursprioriteringar och bristande systemstöd. Ibland uppstår därför brist i vissa statspapper. Den statliga låntagaren, som ju är den enda som kan skapa nya statspapper, kan då bistå marknaden genom att erbjuda speciella repofaciliteter. På så sätt ökas volymen statspapper temporärt. Utan denna typ av repofaciliteter kan det bli så stor brist på vissa statspapper att likviditeten helt försvinner (marknadsgaranterna kan inte visa säljkurser). De repor som emittenten tillhandahåller minskar, eller till och med eliminerar, denna risk.

Repofaciliteter från emittenten erbjuds i princip alltid till någon form av straffränta, på samma sätt som när banker tvingas låna hos centralbanken i dagslånesystemet. Straffräntan uttrycks som en räntedifferens mot marknadens ordinarie reporänta. Dessutom är faciliteten ofta begränsad till en viss volym.

Centrala frågor är hur stora dessa räntedifferenser och volymer ska vara. En hög räntedifferens och små volymer gör faciliteten dyr att använda och minskar därmed den likviditetshöjande effekten. Om räntedifferensen i

---

<sup>2</sup> Repa är en förkortning av ”repurchase agreement” och innebär att man säljer ett värdepapper och samtidigt ingår ett avtal om att köpa tillbaka det vid en bestämd tidpunkt och till en bestämd kurs. En omvänd repa innebär köp och avtal om framtida försäljning. I detta avsnitt används begreppen repa och repoaffär för att beteckna båda typerna.

<sup>3</sup> Att ”gå kort” innebär att man säljer något man inte äger. Jämför med blankning på aktiemarknaden.

stället är för låg och volymerna stora minskar incitamenten för innehavare av statspapper att delta i repomarknaden. Emittenten kan då få en för dominerande roll. En alltför låg räntedifferens och stora volymer riskerar alltså att förstöra repomarknadens naturliga mekanismer.

Vid sidan av *marknadsvårdande* repor arbetar en del statliga låntagare också med repor som ett instrument för daglig *likviditetshantering*. Det innebär en mer kontinuerlig tillförsel av statspapper, eftersom emittenten oftast har lånebehov även på kort sikt. I och med att denna typ av repor är intressanta för både emittenten och marknaden, är de mer marknadsmässigt prissatta än de marknadsvårdande reporna.

## 6.2 Den svenska repomarknaden och Riksgäldskontorets roll

Utvecklingen av den svenska repomarknaden började ta fart i början av 1990-talet. Drivkraften var framförallt utländska aktörer som ville repo-finansiera innehav av statspapper för att spekulera i fallande räntor efter det att den fasta växelkursen övergavs 1992.

Riksbanken började erbjuda en repofacilitet i statspapper 1992, för att stödja repomarknaden. Syftet var att det alltid skulle finnas tillgång på statspapper, men priset sattes så pass högt att marknadsaktörerna skulle utnyttja faciliteten bara när ett paper inte gick att finna någon annanstans. Priset i repofaciliteten var 70 baspunkter under reporäntan för statsobligationer och 60 baspunkter för statsskuldväxlar. Den garanterade volymen per återförsäljare och lån var 100 miljoner kronor för statsobligationer och 200 miljoner för statsskuldväxlar. Riksgäldskontoret har sedan 1997 successivt tagit över ansvaret för repositioneringen.

Riksgäldskontoret deltar i repomarknaden av två skäl. Det ena är av affärsmässiga skäl i den dagliga likviditetshantering. När Riksgäldskontoret har lånebehov repar Riksgäldskontoret ut statspapper. Priset ska ligga i närheten av marknadspriset, men troligen är det ofta något högre.

Det andra skälet till att delta i repomarknaden är av marknadsvårdande skäl. Riksgäldskontoret kan låna ut statspapper även om det inte finns lånebehov, men då görs det till ett pris som är väsentligt dyrare än marknadspriset, i dagsläget 60 baspunkter under reporäntan för nominella obligationer. Den garanterade volymen i repofaciliteten är 500 miljoner kronor per lån och återförsäljare.

Under 2002 gjorde Riksgäldskontoret knappt 2 000 repor i nominella statsobligationer, till ett sammanlagt belopp om ca 500 miljarder. Av dessa var omkring 800 marknadsvårdande repor, motsvarande ett belopp om ca 200 miljarder. Omsättningen på den svenska repomarknaden var 2002 omkring 1 500 miljarder kronor per månad i statsobligationer. Riksgäldskontorets andel var således totalt tre procent och de marknadsvårdande reporna stod för en procentenhet. Andelen kan tyckas obetydlig, men

vetskapen på marknaden att man alltid kan få tag på statsobligationer, om än till en kostnad på 60 baspunkter under reporäntan, gör att marknadsaktörerna exempelvis vågar gå kort i ett instrument. Denna vetskap underlättar till exempel för återförsäljarna att ställa tvåvägspriser och har därmed stor betydelse för likviditeten på hela obligationsmarknaden.

### 6.3 Marknadsaktörernas uppfattning om repomarknaden

Flera av investerarna i Riksgäldskontorets intervjuundersökning tycker att den svenska repomarknaden relativt sin storlek tillhör de bättre i Europa. Reporna i Sverige görs oftast på kortare löptider, upp till två veckor, medan det i andra länder är vanligare med längre repor. En anledning till att korta löptider dominerar kan vara att det är en relativt liten marknad med få aktörer, vilket gör det svårt att hitta motgående intressen för längre löptider. Den väl fungerande repomarknaden anses vara en viktig förklaring till att likviditeten även i avistamarknaden är relativt bra i ett internationellt perspektiv.

Repomarknaden anses ha försämrats under 2002. Orsaken till detta tros vara att flera stora placerare slutat att repa ut statspapper, vilket till exempel kan bero på att de förändrat sin organisation, fokuserat mer på aktier, har resursbrist eller saknar tillräckligt systemstöd. Värt att notera är dock att problemen inte är nya; samma problem diskuterades redan 1997 av Riksbanken.

Riksgäldskontorets marknadsvårdande repofacilitet anses vara en viktig anledning till att repomarknaden trots allt fungerar så bra som den gör. Marknadsaktörerna tycker också att Riksgäldskontoret måste avväga hur aktiv man vill vara i repomarknaden. Kortsiktigt kan likviditeten bli bättre av att emittenten är aktiv, men på lång sikt kanske det är bättre om emittenten inte är så aktiv eftersom det stör de naturliga marknadsmekanismerna.

### 6.4 Andra statliga låntagares repofaciliteter

Alla länder i Riksgäldskontoret enkät arbetar med repor. I tabellen på sidan 19 sammanfattas villkoren för och omfattningen av olika staters aktiviteter i repomarknaden.

Till att börja med kan man konstatera att det bara är Storbritannien och Sverige som i större utsträckning använder repor för *kortfristig finansiering*. Nederländerna och Frankrike använder också repomarknaden för att hantera sin likviditet, men då bara för att placera överskott. Belgien har en mindre portfölj av uppköpta statsobligationer med kort löptid som de kan repa ut. Det sker dock endast i liten omfattning.

Även beträffande marknadsvårdande repor finns stora skillnader. Mest restriktivt är det franska skuldkontoret, AFT. AFT är i princip bara berett

att repa ut obligationer för att undvika leveransproblem i marknaden, och gör det bara i undantagsfall. Volymen är då också begränsad till omkring 100 miljoner euro.

Holländska skuldkontoret och Danmarks Nationalbank erbjuder båda löpande repofaciliteter i de lån som för tillfället emitteras (s.k. on the run-lån). I Danmark är volymen maximerad till två miljarder danska kronor per lån, medan holländska skuldkontoret repar ut skillnaden mellan tio miljarder euro och den utestående volymen i respektive lån.

Storbritannien och Belgien har slutligen stående repofaciliteter i alla lån. Brittiska DMO har inte satt någon explicit gräns på hur mycket de repar ut i sin marknadsvårdande facilitet. I Belgien är maxgränsen 200 miljoner euro per lån.

Ser man till *prissättningen* på de marknadsvårdande reporna är det framför allt Storbritannien som avviker. DMO tar 360 baspunkter på årsbasis för marknadsvårdande repor. I övriga länder är kostnaden i storleksordningen 25–50 baspunkter. Man ska dock komma ihåg att Storbritannien är det land som arbetar mest aktivt med repor för likviditetshanteringen, vilket oftast innebär att DMO tillför material i repomarknaden på helt marknadsmässiga villkor.

Man kan också ana en koppling mellan priset på marknadsvårdande repor och marknadens storlek. Statspappersmarknaderna i Frankrike och Storbritannien är så stora att inblandning från emittenten inte är lika nödvändigt. Priset kan då sättas betydligt högre än i mindre marknader.

Danmark är det land i enkätundersökningen som gör flest marknadsvårdande repotransaktioner på ett år: 85 stycken. Också om man mäter den totala volymen marknadsvårdande repor relativt obligationsstockens storlek ligger Danmark högst i enkäten på 3,8 procent. Inget land i enkäten kommer dock i närheten av Sverige när det gäller omfattningen av marknadsvårdande repor, vilket diskuteras nedan.

## Tabell 6.1: Statliga låntagares repofaciliteter

(Alla belopp i miljarder lokal valuta)

	Belgien	Danmark	Frankrike	Nederländerna	Storbritannien	Sverige
<b>Användningsområde</b>						
Likviditetshantering	Begränsat	Nej	Nej 1)	Nej 1)	Ja	Ja
Marknadsvård	Ja	Ja 2)	Undantagsvis	Emissionslån	Ja	Ja
<b>Prissättning (baspunkter under reporänta)</b>						
Likviditetshantering	Marknad	-	-	-	Marknad	15-25
Marknadsvård	25	50	10-200	25	360	60
<b>Volymbegränsning</b>						
Likviditetshantering (totalt)	0.5	-	-	-	Likv.situation	10
Marknadsvård (per lån)	0.2	2	0.1	10 minus utestående	Nej	7
<b>Antal / år</b>						
Likviditetshantering	ca 50	-	-	-	4,500	1,000
Marknadsvård	30 3)	85	1	<10	15	300
<b>Volym / år</b>						
Likviditetshantering	n/a	-	-	-	590	200
Marknadsvård	0.85	15	0.1	0.1	3.5	50
Marknadsvård / Obligationsstock	0.5%	3.8%	0.0%	0.1%	1.7%	10.0%

1) Endast för placeringar

2) Delvis via Den Sociale Pensionsfond, som förvaltas av centralbanken. Skuldförvaltaren tillhandahåller endast repor i de lån som för tillfället emitteras.

3) Hälften av de 63 repor som gjordes för både obligationer och statsskuldväxlar under 2001

## 6.5 Utvärdering och analys

Riksgäldskontorets aktiviteter i repomarknaden skiljer sig från övriga länders på två viktiga punkter. För det första gör Riksgäldskontoret betydligt fler marknadsvårdande repor än något annat land. För det andra är Riksgäldskontorets repofacilitet mer invecklad vad gäller prissättning och volymbegränsningar än andra länders.

### *Omfattning av marknadsvårdande repor*

Under 2002 gjorde Riksgäldskontoret mer än 800 marknadsvårdande repor. Detta är i och för sig en kraftig ökning från tidigare år, men även om man utgår från den kanske mer normala volymen under 2001, knappt 300, är det mer än tre gånger så mycket som i något annat land. Under 2001 motsvarade volymen av Riksgäldskontorets marknadsvårdande repor tio procent av den utestående nominella obligationsstocken. Motsvarande siffra för de andra länderna i enkätundersökningen är ett par procent. Det finns flera möjliga förklaringar till denna skillnad.

För det första ska man komma ihåg att behovet av repor är större i Sverige än i andra länder eftersom futureskontrakt saknas. Det leder till ett större behov av repomarknad eftersom enda sättet att ta korta positioner är att sälja något man inte äger och sedan använda repomarknaden för att kunna fullgöra leverans. I de andra länderna kan korta positioner tas genom försäljning av futureskontrakt, vilket inte innebär leveranskrav (förrän kontraktet stänger)<sup>4</sup>. Det större beroende av repor i Sverige bör allt annat lika också leda till att Riksgäldskontorets repofacilitet utnyttjas oftare.

En annan möjlig förklaring är att Riksgäldskontoret marknadsvårdande repofacilitet är för generöst prissatt. Den hypotesen stöds dock inte av den, visserligen begränsade, jämförelsen med andra länder, som visar att bara Storbritannien har en dyrare facilitet. Däremot erbjuder Riksgäldskontoret relativt stora volymer. Dessutom tycks Riksgäldskontoret rent allmänt ha en mer positiv inställning till att bistå marknaden med repor än en del andra statliga skuldförvaltare.

Slutligen kan det vara så att den svenska repomarknaden vid sidan av Riksgäldskontoret helt enkelt fungerar sämre än i andra länder. Det strider i så fall starkt mot den allmänna bilden bland många marknadsaktörer, att Sverige haft en mycket bra repomarknad jämfört med andra länder. Å andra sidan kan den allmänna bilden vara ett resultat av att Riksgäldskontoret hela tiden funnits där med en tämligen ambitiös marknadsvårdande facilitet.

---

<sup>4</sup> Detta gäller även i Danmark, trots att Danmark inte har ett eget futureskontrakt. Tack vare den stabila räntedifferensen och växelkursen mot euroområdet, kan futureskontrakt på tyska och franska statspapper användas för positionstagning och riskhantering.

Om den sistnämnda förklaringen stämmer är Riksgäldskontoret repofacilitet i någon mening för generös. Genom att strama åt prissättning och volymer skulle man locka ut andra aktörer i marknaden. På lång sikt skulle det troligen vara bra för marknaden, men det är också viktigt att inse att det på kort sikt skulle innebära kostnader i form av sämre likviditet.

#### *Utformning av repofaciliteten*

Riksgäldskontoret har ett mer ambitiöst utformat, eller om man så vill, mer komplicerat system för prissättning och volymer i de repor som erbjuds marknaden. I Sverige finns till exempel maxlimiter per lån, motpart och totalt. Prissättningen i likviditetsrepor är inte fixerad utan varierar mellan 15 och 25 baspunkter beroende på efterfrågan från marknaden. 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.

De svenska repofaciliteterna ger därigenom ett svåröverskådligt intryck. Man kan jämföra med till exempel Danmark och Nederländerna som har mycket klara regler för hur mycket som repas ut och till vilket pris.

En förklaring till att Riksgäldskontorets repofacilitet är så komplex är att den tillkommit under lång tid. Dessutom har den utformats först av Riksbanken, sedan av Riksgäldskontoret. Olika delar har lagts till eller gjorts om i takt med att nya behov framförts från marknaden. En del begränsningar har också lagts till för att förhindra att Riksgäldskontoret blir alltför dominerande. Man kan säga att Riksgäldskontoret velat tillhandahålla repor till relativt marknadsmässiga priser, men samtidigt undvika att ta för stor andel av repomarknaden.

Möjligen har Riksgäldskontoret gått ett steg för långt i utbyggnaden av repofaciliteten. Ett enklare system skulle öka transparensen i repomarknaden, och dessutom vara enklare att hantera administrativt.

#### *Sammanfattning*

Riksgäldskontorets repoaktiviteter bedöms vara en viktig förklaring till att den svenska statspappersmarknaden trots sin relativa litenhet kännetecknats av hög likviditet. Det är därför långt ifrån självklart att man ska strama åt faciliteten. Däremot kan man sätta vissa frågetecken för repofacilitetens komplicerade utformning. Ett enklare och mer enhetligt system skulle kunna öka transparensen, förenkla hanteringen och bidra till repomarknadens långsiktiga utveckling. Repofacilitetens utformning bör därför utredas.

## **7. Information till och kommunikation med marknaden**

### **7.1 Syfte med marknadskommunikation**

En tydlig kommunikation från den statliga låntagaren minskar osäkerheten om vilka förutsättningar som gäller för statspappersmarknaden. Mindre osäkerhet leder till mindre riskpremier och bör därmed sänka de långsiktiga upplåningskostnaderna.

Information om lånebehov och emissionsplaner är förmodligen den viktigaste delen i statliga låntagares kommunikation. Genom att lämna information om detta på ett konsekvent sätt, med relativt lång framförhållning och samtidigt till alla aktörer, undviker emittenten att överraska marknaden.

Vid sidan av denna information är det även viktigt att emittenten förklarar för marknaden vilka ramar och riktlinjer som styr verksamheten, samt hur man resonerar inför olika beslut. Ju mer marknadsaktörerna vet om detta, desto lättare är det för dem att förstå och förutse emittentens agerande.

Slutligen handlar kommunikation inte bara om information från emittenten. Lika viktigt är att emittenten är mottaglig för och effektivt fångar in synpunkter från marknaden avseende upplåningspolitik och marknadsförhållanden.

### **7.2 Riksgäldskontorets information och kommunikation**

#### *Planerat lånebehov*

Riksgäldskontoret publicerar i juni månad en prognos för lånebehovet under det kommande kalenderåret. Nya prognoser publiceras sedan i oktober och februari. Framförhållningen varierar således mellan sex och arton månader. Förutom lånebehovet anges hur det ska finansieras, fördelat på nominella obligationer, realobligationer och valutalån. Fördelning på enskilda lån anges inte. Däremot finns det en uttalad policy att emittera nominella obligationer i två-, fem- och tioårssegmenten, samt reala kuponglån.

#### *Annonsering av villkor och resultat för auktioner*

Riksgäldskontoret annonserar vilket lån som ska emitteras en vecka före varje auktionen. Annonseringen sker via Riksgäldskontorets hemsida, Reuters och Stockholmsbörsens hemsida. En indikativ volym för auktionerna publiceras normalt ca två månader i förväg på Riksgäldskontorets hemsida.

Auktionsresultatet redovisas tio minuter efter att auktionen stängts. Resultatet går ut via det elektroniska auktionssystemet till återförsäljarna.



Informationen går samtidigt också ut automatiskt via Reuters och Stockholmsbörsens hemsida.

#### *Marknadens synpunkter inför auktioner*

Före varje auktioner hämtar Riksgäldskontoret in synpunkter från återförsäljarna. Syftet är främst att få en uppfattning om vilket eller vilka lån som är mest efterfrågade av marknaden. Generellt sett väger återförsäljarnas synpunkter tyngre vid realobligationsauktioner än vid nominella auktioner. Anledningen är att marknaden för nominella obligationer är en betydligt mer mogen och effektiv marknad än den reala, varför Riksgäldskontoret lättare kan följa en i förväg utstakad emissionsplan. För realobligationer finns flexibiliteten att ändra både volymen och val av lån, medan det för nominella auktioner endast är fråga om valet av lån.

### **7.3 Informationskanaler**

#### *Hemsida*

På Riksgäldskontorets hemsida publiceras all betydelsefull information om Riksgäldskontorets verksamhet. Hemsidan har en bredare målgrupp än bara investerare, till exempel journalister, studenter och andra myndigheter. Bland den viktigare informationen för investerare kan nämnas auktionsvillkor, auktionsresultat, rapporter som Riksgäldskontoret publicerar, villkor för Riksgäldskontorets repofacilitet, produktinformation och prospekt. Andra målgrupper efterfrågar främst statistik och nyckeltal om statsskulden.

#### *Statsupplåningsrapporten*

Förutom hemsidan är Statsupplåningsrapporten Riksgäldskontorets viktigaste informationskanal. Den utkommer tre gånger per år och innehåller de två stående avsnitten om statens lånebehov och finansiering. Därutöver publiceras artiklar som beskriver Riksgäldskontorets arbetssätt och frågor som är aktuella i förvaltningen av statsskulden.

#### *Möten med återförsäljare*

Riksgäldskontoret har i princip dagliga informella kontakter med alla återförsäljare. Återförsäljarna är Riksgäldskontorets viktigaste informationskälla om vad som händer i marknaden. Riksgäldskontoret har även möten med återförsäljarna av mer formell karaktär. De är en del i den årliga processen för att utvärdera återförsäljarnas prestation. De variabler som ligger till grund för utvärderingen är bland annat deltagande i auktionerna och andel i andrahandsmarknaden.

### *Kontakter med investerare och journalister*

Riksgäldskontoret har när det funnits anledning att diskutera någon fråga bjudit in investerare och återförsäljare till seminarier. Ämnen för dessa seminarier har till exempel varit auktionsmetoder och realobligationer.

Riksgäldkontoret bjuder regelmässigt in pressen i samband med presentation av riktlinjeförslaget. Pressträffar kan också hållas i samband med publicering av statsupplåningsrapporten eller när andra större nyheter i statsskuldsförvaltningen ska presenteras. Därutöver står Riksgäldskontorets medarbetare löpande till förfogande för frågor från journalister.

## **7.4 Marknadsaktörernas uppfattning**

### *Allmänt*

Det allmänna intrycket efter att ha tillfrågat olika marknadsaktörer är att informationen från Riksgäldskontoret håller hög kvalitet. Flera marknadsaktörer tycker att Riksgäldskontoret har blivit öppnare och mer tillgängligt än tidigare. De tycker också att informationen har blivit mer förutsägbar de senaste åren och att Riksgäldskontoret lyssnar mer till marknadsaktörernas synpunkter nu än tidigare.

Marknadsaktörernas uppfattning är också att Riksgäldskontoret de senaste åren blivit mer medvetet om kommunikationens betydelse. En liknelse som görs är med centralbanker som försöker signalera kommande förändringar långt i förväg.

Den kritik som främst riktas mot Riksgäldskontorets informationsgivning gäller hanteringen vid återköpen av obligationer när pengar från utförsäljningen av Telia kom in våren 2000. Riksgäldskontoret gick då ut och ändrade tidigare besked om uppköpsvolymen, vilket skapade stora rörelser i marknaden och skadade förtroendet för marknaden. Det hade varit bättre att vänta med att lämna besked tills slutgiltig information om köpesumman hade kommit fram.

### *Informationskanaler*

Flera av de intervjuade tycker att Statsupplåningsrapporten är mycket bra. Däremot har den kanske ännu inte fått det genomslag som kommunikationskanal som Riksgäldskontoret avsåg. Vanligt är, liksom med alla liknande rapporter, att någon analytiker läser hela och gör en egen kortare analys, som skickas till kunder, handlare och andra berörda.

Informationen på Riksgäldskontorets hemsida anses hålla hög kvalitet, men många anser att hemsidan kan vara svår att navigera.

## 7.5 Jämförelse med andra statliga låntagare

Information om lånebehov och emissionsplaner följer i stort sett samma mönster i Sverige och de fem länderna i Riksgäldskontoret enkätundersökning. Nedan beskrivs med vilken framförhållning olika länder lämnar information om olika aspekter av den planerade upplåningen. Jämförelsen baseras på informationen kring nominell obligationsupplåning. Notera dock att Danmark inte arbetar med auktioner, utan säljer löpande i andrahandsmarknaden. En del frågor är därför inte tillämpliga på Danmark.

Samtliga länder anger den *totala emissionsvolymen* med ett års framförhållning. Detta är naturligt eftersom den totala upplåningen baseras på statsbudgeten, som fastställs årligen. I Belgien och Danmark kan den planerade emissionsvolymen uppdateras en eller ett par gånger per år. Andra länder, till exempel Frankrike, ändrar mycket sällan planerna för långa obligationer, men däremot för växlar. Storbritannien anger i sin årliga finansieringsplan ett par alternativa scenarier, som visar hur ett annorlunda lånebehov skulle slå igenom i emissionsplanerna.

När det gäller hur långt i förväg den *ungefärliga inriktningen på emissionerna* anges finns vissa skillnader. Storbritannien och Frankrike anger båda i sina årliga låneplaner hur den totala volymen ska fördelas på olika löptidsintervall. Brittiska DMO anger volymer för korta, medellånga och långa nominella obligationer. Franska AFT anger separata volymer för medellånga och långa obligationer. I båda länderna anges fördelningen exakt. I de angivna löptidsintervallen finns dock ofta ett antal lån att välja mellan. Marknadsaktörerna vet därför inte exakt i vilka lån den utestående volymen kommer att påverkas.

I Danmark är situationen den omvända. Där anger Nationalbanken redan ett år i förväg vilka lån som kommer att säljas och vilka lån som kan bli föremål för uppköp. Däremot sägs ingenting om hur emissioner och uppköp kommer att fördelas mellan lånen. Dessutom emitterar Danmark som sagt inte via auktioner, utan via löpande försäljning i andrahandsmarknaden.

Holländska skuldkontoret går inte ut med någon ungefärlig fördelning, utan lämnar ett exakt besked om vilka lån som ska säljas en gång i kvartalet.

Belgien har relativt få auktioner i statsobligationer. På årsbasis anges vilka löptider som är prioriterade, men därefter dröjer det till sju bankdagar innan auktionen innan man meddelar exakt vilket eller vilka lån som ska emitteras.

De *exakta villkoren* för varje auktion, dvs. vilket lån som säljs och utbudens volym, anges oftast bara några (bank-)dagar innan auktionen. I Belgien har marknadsaktörerna all information en dag innan auktionen, i Frankrike fyra dagar och i Storbritannien fem dagar innan auktionen. Nederländerna

kan betraktas som ett undantag. Där anges en målvolym samtidigt som det annonseras vilka lån som ska säljas på respektive auktionsdatum, vilket alltså sker varje kvartal.

#### *Övrig kommunikation med marknaden i andra länder*

Kommunikation med marknaden har i stort sett samma mål och följer liknande mönster i de länder som ingått i Riksgäldskontorets enkätundersökning. Verksamhet och strategier beskrivs i årsredovisningar och kvartalsrapporter, samt i en del fall i rena policydokument eller mer tekniskt inriktade specialrapporter. Även Internet är en viktig del i kommunikationen för alla skuldkontor.

De flesta skuldkontor tycks ha mer kontakt med återförsäljare än med slutinvesterare. Investerarmöten sker i första hand i samband med s.k. road shows (då det kan antas att man i första hand träffar utländska investerare), samt mer informellt, till exempel på arrangemang hos återförsäljare.

Storbritannien har dock en mer strukturerad modell för sina investerarmöten. Fyra gånger per år, innan emissionsplanerna för påföljande kvartal presenteras, hålls stormöte dels med investerare, dels med återförsäljare. Efter varje möte publiceras minnesanteckningar på skuldkontorets hemsida.

Brittiska skuldkontoret arbetar också med skriftliga enkäter riktade till marknadsaktörerna, s.k. consultation papers, inför större förändringar. Exempel på frågor som varit föremål för consultation papers är bytesauktioner och hur realobligationer ska vara konstruerade.

## **7.6 Utvärdering och analys**

Riksgäldskontorets information om lånebehov och emissionsplaner följer i stort sett samma mönster som i andra länder.

När det gäller information om total lånevolym ligger Riksgäldskontoret bra till. Även om volymen inte är helt fixerad så presenteras en genomarbetad prognos för lånebehov och obligationsupplåning tre gånger per år, med en horisont på upp till arton månader. Längre än så bör prognosen inte vara, eftersom det finns en avvägning mellan framförhållning och precision.

Riksgäldskontoret skulle kunna ha längre framförhållning vad gäller information om upplåningens ungefärliga fördelning på olika löptider. Men även om marknaden numer vet vilka tre lån som kan emitteras, vet de fortfarande inte i vilka proportioner. Indirekt styrs detta av Riksgäldens durationsmål. Durationsmålet påverkas dock av flera andra delar i statskulden, vilket gör det svårt för marknadsaktörerna att härleda en fördelning mellan korta och långa obligationer.

En möjlig förbättring skulle därför vara att man med längre framförhållning, till exempel i tertialrapporten, angav en ungefärlig fördelning på olika löptider. Marknadsaktörerna efterfrågar inte spontant en sådan förändring, men på direkt fråga säger de att behovet av längre framförhållning ökar när emissionsvolymerna blir större.

Kommunikation med marknadsaktörer sker också på mycket likartat sätt i Sverige och de övriga länderna. Riksgäldskontorets informationsarbete får gott betyg och Riksgäldskontoret anses som sagt vara ett av de öppnaste i världen. Ett skäl till det är förmodligen den tradition av öppenhet som präglar hela den offentliga förvaltningen i Sverige. Alla skrivelser mellan regeringen och Riksgäldskontoret, till exempel riktlinjeförslag och regleringsbrev, är offentliga handlingar.

Riksgäldskontorets direkta kontakter med investerare är dock något sporadiska och nästan enbart informella. Här finns viss inspiration att hämta från engelska DMO. Även den seminarieform Riksgäldskontoret använt vid ett par tillfällen kan utvecklas och användas oftare.

## **8. Sammanfattande kommentarer**

Den svenska statspappersmarknaden och Riksgäldskontorets marknadsvård står sig väl i en jämförelse med andra europeiska länder. Även marknadsaktörerna ger Riksgäldskontoret gott betyg som marknadsvårdare.

Den svenska statspappersmarknaden anses ha hög likviditet relativt sin storlek. Den goda likviditeten beror naturligtvis på fler faktorer än Riksgäldskontorets insatser, men systemet med benchmarklån, återförsäljare och en väl utbyggd repofacilitet är viktiga delar.

Två av Riksgäldskontorets starkaste sidor är information och öppenhet. Flera marknadsaktörer talar om Riksgäldskontoret som det mest öppna skuldkontoret i världen, vilket förstås hänger samman med den svenska offentlighetsprincipen. Riksgäldskontoret har också lagt ner mycket arbete på att utveckla information och kommunikation de senaste åren. Hemsidan och Statsupplåningsrapporten är viktiga delar i detta fortgående arbete.

En del i kommunikationen med marknaden som dock kan förbättras är kontakten med slutinvesterare. I dag sker den nästan uteslutande i informella sammanhang. En idé är att utveckla den seminarieform som Riksgäldskontoret ibland använt för att diskutera specifika frågor.

Riksgäldskontorets marknadsvårdande repor utnyttjas betydligt oftare än motsvarande faciliteter i de länder som ingår i undersökningen. Riksgäldskontoret har också en betydligt mer invecklad prissättning. Detta kan vara en av förklaringarna till Sveriges relativt höga likviditet, men det kan också

vara en onödig komplexitet. Utformningen av de marknadsvårdande reporna bör därför utredas ytterligare.

## 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.

ECB, [2001], "The Euro Bond Market", rapport, Europeiska Centralbanken.

Fleming, M.J., [2001], "Measuring Treasury Market Liquidity", Staff Report nr 133, Federal Reserve Bank of New York.

IMF & Världsbanken, [2001], *Developing Government Bond Markets – A Handbook*, Washington.

Niemeyer, J., [1997], "Riksgäldskontorets roll som marknadsvårdare", i *Statsskuldspolitiken* (SOU 1997:66), bilaga 1.

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.

Ragnartz, C & Östberg, J, [1997], "Den svenska repomarknaden", *Penning- och valutapolitik*, nr 3/4 1997, s. 5-25.

## Appendix A.1: Enkätfrågor till utländska skuldförvaltare

Följande enkät skickades till de statliga skuldförvaltarna i Belgien, Danmark, Frankrike, Nederländerna och Storbritannien. Samtliga svar är diarieförda under dnr 2002/1923.

---

### Questionnaire on Market Maintenance

1. Please describe the **repo facilities in Government securities offered by Government authorities** in your market. If there are differences between different groups of instruments, please describe them!
  - a) Which Government authority offers repos in Government securities? Central bank and / or debt agency?
  - b) When are repos offered? (At all times, only when Government has a short term funding need, special occasions etc?)
  - c) How are the repos priced relative to GC?
  - d) How large volumes of Government securities is offered to the market through repos?
  - e) Are there upper or lower limits on the maturity of repo transactions?
  - f) How many repo transactions are done each year by the central bank / debt agency? What is the approximate total volume (measured in terms of nominal value of the repo transaction)?
  - g) What percentage of the total volume of repos in Government securities is done through central bank / debt agency?
  - h) Has the repo facilities been subject to recent changes or discussions? Please describe changes and reasoning behind them!



### **Communication with market participants**

2. How often do you communicate your borrowing strategy and issuance plans to the market? For what period? Through what channels? Are there any differences between instruments?
3. How reluctant are you to change a previously announced issuance plan? For instance, how is a lower than expected borrowing need handled?
4. Do you have regular meetings with market intermediaries? With end investors? Please describe!
5. Do you consider suggestions from the market regarding your activities in the primary and secondary market? Please give examples of requests that have been accepted, as well as ones that you have declined.

### **Other**

6. Do you have a standard routine to introduce and build up liquidity in new bonds?
7. Do you have a standard routine to phase out bonds that approach maturity?
8. Do you offer buy-backs and switches? In what situations?
9. Do you pay any commissions to market makers of Government securities?

10. Please describe other measures you take / have taken to support liquidity of your bonds or enhance the functionality of your market?

**General market information**

11. For different instruments and maturities, what is the
    - a) Typical size of a trading lot?
    - b) Bid-ask spread?
    - c) Daily turnover?
  
  12. What is the size of your debt (nominal and relative to GDP) and the percentage of different types of instruments?
-

## Appendix A2: Diskussionsunderlag till marknadsaktörer

Följande diskussionspunkter skickades ut till tolv aktörer på den svenska marknaden. Av dessa var sex traditionella förvaltare, tre hedgefonder och tre investmentbanker. Diskussionsunderlaget är diariefört under dnr 2003/318.

---

### Marknadsvård på den svenska statspappersmarknaden

Ett viktigt mål för Riksgäldskontoret är att vårda och utveckla den svenska statspappersmarknaden. Med marknadsvård menas olika åtgärder som kontoret gör för att öka likviditeten, förbättra prisbildning, stärka förtroendet och minska osäkerheten i den svenska statspappersmarknaden. Konkreta exempel är att ha en transparent upplåningspolitik, bistå marknaden med repor, ha en tydlig informationsgivning samt att bidra till utvecklingen av den tekniska infrastrukturen på marknaden.

Vi vill nu utvärdera vårt arbete på detta område. Det kanske viktigaste informationen i en sådan utvärdering är synpunkter från de som äger och handlar svenska statsobligationer. Förhoppningen är att vi ska få in synpunkter både på det som fungerar bra och det som fungerar dåligt.

#### Frågor / Diskussionspunkter

##### 1. Marknadens funktionssätt

Vad är er allmänna uppfattning om den svenska marknadens funktion vad gäller likviditet, prisbildning, repomarknadens funktion, teknisk infrastruktur (e-handel, clearing & settlement, auktionssystem) etc.?

##### 2. Riksgäldskontoret aktiviteter i marknaden

Vad är er uppfattning om Riksgäldskontoret repofaciliteter och on tap-byten (realobligationer)? Hur fungerar Riksgäldskontoret strategi vad gäller introduktion av nya och inbyten av gamla lån? Synpunkter på Riksgäldskontoret hantering av extraordinära händelser (Telia-utförsäljningen, AP-fondsöverföringarna, KAF/IGN).

### **3. Information från Riksgäldskontoret**

Hur väl fungerar Riksgäldskontoret information till marknaden? Lyckas Riksgäldskontoret med sin målsättning att agera konsekvent, förutsägbart och öppet? Vad anser ni om Riksgäldskontoret två viktigaste informationskanaler: hemsidan och Statsupplåning – Prognos och Analys?

### **4. Tillgänglighet**

Hur fungerar återkopplingen från investerare? Är det svårt att komma i kontakt med Riksgäldskontoret? Hur mottagligt är Riksgäldskontoret för synpunkter och förslag till förändringar från marknaden?

### **5. Benchmarking**

Finns det goda exempel från andra länder som Riksgäldskontoret bör ta efter? Är vi bättre eller sämre än andra länder på några områden vad gäller marknadsvård?

Eventuella frågor besvaras av:

Anders Holmlund, analyschef, telefon 08-613 45 76.

Eric Morell, analytiker, telefon 08-613 47 71.

---