

Behöver den svenska räntemarknaden reformeras?

PEHR WISSÉN är chef för Institutet för Finansforskning (SIFR) samt adjungerad professor i finansiell ekonomi vid Handelshögskolan i Stockholm. Han har en mångårig erfarenhet av att arbeta på den svenska räntemarknaden.
pehr.wissen@sifr.org

Den svenska staten, bostadsinstitutet samt företag finansierar sig genom att ge ut räntebärande obligationer och certifikat. Det finns en organiserad marknad där dessa värdepapper handlas. Den kallas för räntemarknaden. Detta är en för samhällsekonomin viktig marknad. Räntemarknaden kan organiseras på olika sätt. Den ska vara effektiv i bemärkelsen att det ska vara billigt att köpa och sälja, och den ska vara transparent i bemärkelsen att alla ska kunna se priser och avslut. Det har hävdats att det finns en motsättning mellan effektivitet och transparens. I denna artikel diskuteras hur olika sätt att organisera marknaden påverkar avvägningen mellan effektivitet och transparens.

De svenska räntemarknaderna har haft en oförändrad struktur sedan de startade på 1980-talet. De har fungerat genom två större finanskriser – en inhemsk och en internationell – och har klarat problemen förhållandevis bra. Trots detta finns det skäl att fundera på hur de borde fungera de kommande åren. I dag är räntemarknaderna de stora aktörernas marknad. De stora aktörerna har god information om vad som händer och handlar till de bästa priserna. Mindre aktörer har en sämre inblick i vad som händer i marknaden och får därför inte lika bra priser som de stora aktörerna. Om man ändrade sättet att handla skulle man – kanske – kunna ge alla aktörer snabbare och mer detaljerad information om vad som händer i marknaden och – kanske – även lägre transaktionskostnader. Detta skulle kunna vara till fördel för hela samhällsekonomin, då det skulle leda till en bättre prisbildning i bemärkelsen att en mer transparent marknad minskar möjligheterna till prisdiskriminering mellan exempelvis stora och små aktörer, vilket kan leda till en bättre fördelning av sparande och investeringar.

De etablerade aktörerna på marknaden hävdar att en förändring av sättet att handla skulle riskera att leda till sämre likviditet, möjligtvis riskera att skapa instabilitet och i själva verket vara till skada för samhällsekonomin.

I denna artikel ska jag försöka förklara de olika argumenten och föreslå att vi bör utreda för- och nackdelarna med att byta sätt att handla i den svenska räntemarknaden.

1. Likviditet och genomlysning

En väl fungerande finansiell marknad kännetecknas av god likviditet och av genomlysning. God likviditet innebär att det går att snabbt, till låga kostnader och till i förväg kända priser, köpa eller sälja rimligt stora belopp

Jag vill tacka Tom Andersson, som var delaktig i en tidigare version av denna artikel, samt Ulf Wissén, Peter Danielsson, Håkan Thorsell, Hans Beyer, Peter Englund och Bengt Edholm för konstruktiva synpunkter som på olika sätt har varit till stor hjälp.

av ett värdepapper. Genomlysning innebär att alla aktörer har kännedom om de transaktioner som görs, idealiskt om såväl pris som volym. Få marknader är perfekt likvida och helt genomlysta. De finansiella marknaderna brukar emellertid framhållas som exempel på marknader som kommer nära idealet.

Finansiella marknader kan organiseras på olika sätt i syfte att skapa likviditet och genomlysning. När marknaderna skapades i Sverige, i början av 1980-talet, valde bankerna och övriga aktörer att skapa *market-maker*-marknader, dvs marknader med marknadsgaranter.¹ På dessa marknader handlar investerare, låntagare och spekulanter med marknadsgaranter (*dealers*). När marknadsgaranter själva innehar ett varulager av de värdepapper de handlar kallas de för *dealers*. Om de inte själva håller några värdepapper utan endast förmedlar papper mellan köpare och säljare kallas de *brokers*, eller mäklare på svenska.

Alternativet till en marknad där man handlar med en marknadsgarant, såsom en bank eller fondkommissionär, som motpart är börshandel. Där gör alla aktörer – låntagare, investerare och spekulanter – sina transaktioner med en börs.

Det finns åtminstone tre utmaningar för det nuvarande svenska systemet med marknadsgaranter. Den första består i att genomlysningen i systemet skulle kunna ökas.² Genomlysning innebär att marknadens aktörer ska redovisa information om sina affärer både före och efter att affärerna är genomförda (*pre-trade* och *post-trade transparency*). De stora aktörerna på den svenska räntemarknaden hävdar att detta skulle skada marknadsgaranterna, så att det skulle bli omöjligt att bedriva handel med en rimlig grad av likviditet.³ Det finns, enligt argumentationen, en motsättning mellan likviditet och genomlysning i en marknad med marknadsgaranter.

Ett första syfte med denna artikel är att försöka förklara hur det kommer sig att man kan hävda att det finns en sådan motsättning. Den andra – och delvis relaterade – utmaningen består i att försöka hitta ett handelssystem som ger stora och små aktörer rimligt likartade förutsättningar att arbeta.

Den tredje utmaningen består i att de nya regelverken – framför allt Basel 3 – lägger höga kapitalkrav på bankernas handelslager. Systemet är ännu inte helt infört men förefaller leda till att bankerna minskar sina handelslager. Detta försvårar handel med ett system med marknadsgaranter.

Jag ska hävda att dagens system fungerar mycket väl för de stora aktörerna – de stora bankerna, såväl i deras roll som låntagare och investerare som i deras roll som marknadsgaranter, försäkringsbolagen, AP-fonderna och de icke-bankägda marknadsgaranterna. Det är viktigt och bra att så är

¹ Se Nyberg m fl (2006).

² År 2011 kom ett förslag från EU-kommissionen att revidera det sk MIFID-direktivet (*Markets in Financial Instruments Directive*, Directive 2004/39/EC). Revideringen gick bl a ut på att öka transparensen i räntemarknaderna.

³ Remissvaren finns inte publicerade samlat. De återfinns på respektive remissinstans hemsida, exempelvis Finansinspektionen, Riksgäldskontoret, Fondhandlarförbundet och Bankförbundet.

fallet. Jag är dock inte övertygad om att de mindre och medelstora aktörerna möter en lika bra marknad som de stora. De små och medelstora består av stiftelser, fonder av olika slag och icke-finansiella aktörer som har kassor att förvalta. De får inte lika bra priser av marknadsgaranterna som de stora får. Det är i och för sig inget konstigt med det. Jag misstänker dock, delvis baserat på erfarenheter från andra länder, att ett system som präglas av en högre grad av genomlysning skulle leda till att denna grupp aktörer skulle få handla till priser som dels blir allmänt kända och troligtvis även ligger närmare de priser de stora aktörerna får. Från en samhällsekonomisk utgångspunkt vore det bra om mer transparens leder till mindre prisdiskriminering, då det kan leda till mer välgrundade sparande- och investeringsbeslut.

Jag ska därför referera erfarenheter från USA som antyder att en ökad genomlysning i systemet kan gynna de små och medelstora aktörerna.⁴ Av detta följer inte nödvändigtvis att Sverige omedelbart ska kasta dagens system över bord. Det förefaller mig dock välmotiverat med en utförlig studie och en debatt kring frågan om man borde öka genomlysningen i det svenska systemet och om man samtidigt skulle överväga att övergå till börshandel.

Som utgångspunkt beskrivs hur själva marknadsplatsen fungerar och speciellt hur en marknadsgarant arbetar. I det sammanhanget väcks även några frågor kring den nuvarande marknadens funktionssätt, bl a genom att belysa erfarenheter från införandet av det sk TRACE-systemet på den amerikanska företagsobligationsmarknaden.⁵ Avslutningsvis förs en diskussion kring för- och nackdelar med olika utformningar av marknadsplatsen, och jag redogör för frågor som förtjänar ytterligare belysning.

2. Marknadsplatsen – struktur och funktionssätt

Handel med redan utgivna ränteinstrument sker på vad som kallas andrahands- eller sekundärmarknaden. Den dominerande delen av all räntehandel i Sverige sker via marknadsgaranter. Denna handelsmodell bygger på att det finns en eller flera aktörer som har åtagit sig att vid varje tidpunkt handla i räntepapper. Genom att marknadsgaranterna alltid står redo att ställa köp- och säljkurser säkerställs att det också alltid finns en viss likviditet på marknaden. Varje marknadsgarant kan sägas utgöra en egen marknadsplats dit investerare kan vända sig för att köpa och sälja värdepapper.

På statspappersmarknaden har Riksgäldens auktoriserade återförsäljare ett åtagande att vara marknadsgaranter. Handeln sker huvudsakligen via telefon. Marknadsgaranterna visar upp indikativa köp- och säljkurser via elektroniska system (på skärm), men själva affärerna görs mestadels upp telefonledes. Det går till så att investerarna ringer upp marknadsgaranten och begär att få köp- och säljkurser. Dessa kurser är bindande under en kort

⁴ Se t ex Bessembinder och Maxwell (2008).

⁵ TRACE står för *Trade Reporting and Compliance Engine* och är ett amerikanskt system för att samla in och återrapportera transaktioner som görs i obligationsmarknaden.

tidsperiod. Ibland kontaktar investerarna flera marknadsgaranter för att se vem som erbjuder de bästa priserna och ibland nöjer de sig med priser från en enda aktör.

Viss elektronisk handel förekommer men då främst marknadsgaranterna sinsemellan. Dels finns ett elektroniskt handelssystem som tillhandahålls av NASDAQ OMX och som enbart är öppet för handel mellan de auktoriserade återförsäljarna.⁶ Dels sker viss handel genom stora internationella mäklarhus som har system där placerare (anonymt) kan förmedla sitt köp- och säljintresse och göra avslut. Mäklarhuset tar i detta fall inga egna positioner utan agerar enbart som förmedlare av affärer.

De flesta av marknadsgaranterna på statspappersmarknaden är även marknadsgaranter för bostadsinstitutens och bankernas räntepapper. Företagsobligationer är i Sverige ett tillgångsslag som investerare ofta håller till förfall, och handeln på andrahandsmarknaden är därför begränsad. För företagsobligationer finns inget formellt utvecklat återförsäljar- eller marknadsgarantssystem. Det finns institut som agerar som marknadsgaranter, men det sker på informell basis och inte via avtal med utgivarna av värdepapper – emittenterna. Här är det i stället vanligt förekommande att institutet enbart har en mäklande roll, som förmedlare av affärer mellan köpare och säljare utan att själv vara part i någon transaktion.

Handelsstrukturen på derivatmarknaden liknar övriga räntemarknaden. En viktig skillnad mellan derivatmarknaden och resten av räntemarknaden är dock att utvecklingen av vissa standardiserade derivatkontrakt sker genom att NASDAQ OMX agerar som *central motpart*. Det innebär att NASDAQ OMX efter varje affär som har gjorts upp mellan två parter delar upp transaktionen i två och själv går in som motpart gentemot både säljaren och köparen. Genom att det på så sätt alltid bara finns en motpart underlättas investerarnas motpartsriskhantering. Det är fullt tänkbart med motsvarande system även i den icke-derivatrelaterade räntehandeln.⁷

3. Genomlysning av handeln

Graden av genomlysning har stor betydelse för hur en marknad fungerar. I fråga om sådan information som avser själva handeln brukar man göra skillnad på genomlysning *före* respektive *efter* handel. Information före handel visar det aktuella köp- och säljintresset hos investerarna, dvs det utbud och den efterfrågan som för närvarande finns i marknaden. Information efter handel ger uppgifter om genomförda affärer och ger således en bild av bl a prisläget och omsättningen i marknaden.

Vad gäller genomlysning *före* handel finns viss information att tillgå på

⁶ I detta system sker handel med 2-, 5- och 10-åriga statsobligationer enligt standardiserade villkor avseende handelsposternas storlek (200 miljoner kr) och *spreadar* (2 räntepunkter).

⁷ Detta diskuteras exempelvis i Finansinspektionen (2007). Där framförs att central motpartsclearing potentiellt skulle kunna öka benägenheten hos investerare att verka på marknaden, framför allt utländska investerare som inte har lika god kännedom om marknadsgaranterna i den svenska marknaden.

den svenska räntemarknaden. Som beskrevs ovan visar marknadsgaranterna via databaserade informationssystem upp de *indikativa* köp- och säljkurser (dvs icke-bindande bud) man är redo att handla till. Konkret går det till så att marknadsgaranterna lägger in sina priser i ett elektroniskt informationssystem som omedelbart sprids vidare till olika distributörer (Thomson Reuters/Bloombergs). Denna typ av information är dock inte tillgänglig för alla typer av ränteinstrument utan finns främst för stats- och bostadsobligationer samt vissa standardiserade derivatkontrakt.

När det gäller genomlysning *efter* handel rapporteras och offentliggörs avslut i stats- och bostadsobligationer. Detta sker dock med viss fördröjning och på aggregerad nivå. I slutet av varje handelsdag rapporteras uppgifter om högsta och lägsta avslutspris, vägt snittpris samt volym för varje instrumenttyp. Rapporteringen sker till NASDAQ OMX, som sedan sprider informationen vidare. Offentliggörandet av denna information följer av krav i Finansinspektionens föreskrifter. För företagsobligationer publiceras emellertid ingen avslutsinformation alls, trots att föreskrifterna även omfattar dessa.

4. Betydelsen av likvida marknader och handelsmodellens roll

Andrahandsmarknadens huvudsakliga funktion är att producera *likviditet*. Ett exempel på hur samhället gynnas av likvida andrahandsmarknader är att stater kan minska sina kostnader för upplåning genom att se till att statspappersmarknaden är likvid. På en likvid marknad är upplåningskostnaden lägre än på en mindre likvid marknad.

Formerna för hur handeln bedrivs och är organiserad har avgörande betydelse för likviditeten. Att en marknad organiseras som en marknadsgarantmarknad motiveras vanligen utifrån två huvudsakliga skäl, båda relaterade till likviditet.

Det första är att antalet investerare i marknaden är för få och deras handelsaktivitet för låg för att i sig kunna säkerställa en god likviditet. Därför krävs att särskilda ”likviditetsproducenter”, dvs marknadsgaranter, går in och tillhandahåller den nödvändiga likviditeten.

Det andra skäl som brukar framhållas är att det på en marknadsgarantmarknad i regel går att köpa och sälja stora volymer värdepapper utan större påverkan på priset. Detta brukar betecknas som att marknaden är ”djup”. Detta efterfrågas av stora och professionella investerare och det är också därför handeln där dessa investerare dominerar ofta är organiserad enligt marknadsgarantmodell.

Det huvudsakliga alternativet till en marknadsgaranthandel är en *orderdriven marknad* eller en *börs*. På en sådan skapas likviditeten ur investerarnas köp- och säljintressen, vilka uttrycks i form av order som presenteras och matchas i marknaden (oftast via ett elektroniskt handelssystem). Order som inte omedelbart leder till avslut utgör under normala omständigheter

marknadens utbud av likviditet. Grunden för en orderdriven marknad är att investerarnas order ska vara tillräckliga för att generera en god likviditet. Men även i denna typ av marknad kan det finnas behov av att producera likviditet med hjälp av marknadsgaranter. Skillnaden här är att handeln sker på en centraliserad marknadsplats där marknadsgaranten är en av många aktörer. En orderdriven marknad anses allmänt ha de bästa förutsättningarna för att skapa ”bredd” i marknaden, dvs små skillnader mellan köp- och säljkurser.⁸

Det finns ett intresse av att likviditeten är robust över tiden. Det är angeläget att likviditeten i räntemarknaden kan upprätthållas även i turbulenta tider. Marknaden för finansiering av bostadsutlåning är ett bra exempel på varför detta är viktigt. När en husägares lån förfaller måste det kunna omsättas. Om marknaden fungerar illa kan det leda till att det periodvis är orimligt dyrt att låna för att omfinansiera ett bolån. Detta kan i sin tur få allvarliga konsekvenser för det enskilda hushållet. Intresset att vidmakthålla likviditeten härrör således ur behovet av att upprätthålla stabiliteten i det finansiella systemet. I detta avseende kan marknadsgarandhandeln ha en fördel över en orderdriven marknad. I och med att marknadsgaranterna (oftast) är formellt bundna att ställa köp- och säljkurser kan handeln upprätthållas även vid marknadsoro – när det ”naturliga” utbudet av likviditet från slutinvesterarna på endera köp- eller säljsidan är svagt eller obefintligt. Här bör det dock tilläggas att marknadsgaranternas möjligheter att möta alla köp- och säljorder är styrda av hur mycket deras balansräkningar tål i termer av riskexponeringar. Under den senaste krisen blev detta en reell restriktion. I slutändan är det alltså marknadsgarantens finansiella kapacitet som är styrande för huruvida handeln kan upprätthållas eller inte. Ett möjligt sätt att agera för en marknadsgarant som inte längre kan eller vill ta på sig nya exponeringar kan vara att ställa väldigt oattraktiva priser till sina kunder. Aktörerna brukar tala om att ”prisa ut sig”. I formell mening kan man därmed uppfylla sitt åtagande men gör ingen egentlig nytta för marknaden. Effekterna av de nya regelverken – Basel 3 – på marknadsgaranternas vilja att hålla varulager är i detta sammanhang en viktig fråga. Det är för tidigt att säga hur mycket effekten av regelverken påverkar marknadens effektivitet, men med största säkerhet är effekten negativ.

5. Hur likviditet produceras – den svenska marknadsgarantsmodellen

Utifrån den beskrivning som har gjorts ovan kan den svenska räntehandeln sägas präglas av fyra distinkta kännetecken:

- Majoriteten av all handel sker i stora poster, s k blockhandel.
- Handeln upprätthålls av marknadsgaranter som är relativt få till antalet.

⁸ Se t ex Niemeyer (2000) för en beskrivning av olika handelsmodeller och deras egenskaper.

- Marknaden domineras av ett fåtal mycket stora utgivare av värdepapper – emittenter.
- Investeringarna på marknaden är i regel stora och professionella aktörer.

I syfte att närmare illustrera hur marknadsgarant handeln fungerar ges i det följande en beskrivning av hur en typisk transaktion kan se ut på den svenska räntemarknaden.

6. Ett exempel på en transaktion på den svenska räntemarknaden

Exemplet är påhittat men använder verkliga marknadsräntor och skulle mycket väl ha kunnat inträffa. Låt oss tänka oss att den stora pensionsfonden APX den 2 maj 2012 beslutar sig för att med omedelbar verkan förändra innehavet av svenska bostadsobligationer i sin portfölj. Man tror att oron i Europa kommer att leda till att de svenska obligationsräntorna kommer att falla under sommaren. Därför vill man sälja sina korta svenska obligationer och i stället köpa längre obligationer. APX har en stor portfölj, så om man vill åstadkomma en snabb förändring i portföljens riskprofil måste man sälja ett stort belopp. Alternativet vore att sälja innehavet successivt och i mindre poster, vilket skulle medföra att APX får bära risk som man inte vill ha under en längre period.

APX kontaktar Stora Svenska Banken (SSB), som är marknadsgarant och erbjuder handel i stora poster. APX ber SSB om ett pris på en miljard i den tvååriga svenska bostadsobligationen Spintab 166. För APX talar man inte om huruvida man vill köpa eller sälja utan ber om vad som kallas ett tvåvägspris. SSB erbjuder priserna 2,06–2,08, vilket betyder att SSB är beredda att köpa en miljard Spintab 166 till räntan 2,08 och att sälja en miljard till räntan 2,06.

En miljard är ett stort belopp. Det är inte något som SSB kan förväntas ha i sin portfölj för den händelse att någon vill köpa. Det är heller inte något SSB kan förväntas vilja ha i sin portfölj för den händelse att någon vill sälja. Marknadsgarantens roll är inte att ta stora egna positioner under långa perioder utan att vara en mellanhand. SSB måste därför efter att en transaktion är genomförd leta upp slutliga köpare eller säljare i marknaden. Innan de hittar en slutkund använder marknadsgaranten sin egen portfölj för att härbärgera pappren.

I mitt exempel vill APX alltså *sälja* en miljard svenska kronor Spintab 166. APX har fått ett tvåvägspris på en post om en miljard. De tycker att priset är acceptabelt och avslöjar för SSB att de vill sälja. Därmed blir SSB innehavare av en miljard tvååriga bostadsobligationer. Handlaren på SSB meddelar kundhandlarna i handlarummet vad han har köpt. Det är nu kundhandlarnas problem att försöka sälja bostadsobligationerna till kunderna. Detta är av flera skäl inte alldeles enkelt. En central förutsättning för att kunna få avsättning för obligationerna är att man har ett brett nätverk av potentiella investerare som kan tänkas vara intresserade av att köpa obligationen. Detta är något som marknadsgaranten, till skillnad från slutinvesteringarna, ofta har.

Trots detta tar det i regel viss tid innan en försäljning är genomförd. Detta gäller särskilt om det handlar om stora positioner. Dels är själva processen att leta potentiella köpare tids- och resurskrävande i sig, dels kan det krävas att man hittar flera investerare innan hela positionen är såld.⁹

Ett obligationsinnehav på 1 miljard är också förknippat med betydande risker för SSB. Den första och mest uppenbara risken är *ränterisken*. Om räntan på tvååriga bostadsobligationer skulle gå upp en procentenhet, 100 räntepunkter, skulle värdet av innehavet falla med 20 660 000 kr. Detta skulle dyka upp som en förlust i resultaträkningen för SSB. En plötslig räntepuppgång på en hel procentenhet är inte så trolig, men 10 räntepunkter skulle kosta 2 066 000 kr och sådant kan hända.

Därutöver finns det också *kreditrisk* i innehavet. Om Spintabs kreditvärdighet försämras går räntan upp och obligationen faller i värde.

Om SSB finansierar innehavet av en tvåårig obligation med tremånadersupplåning kan finansieringskostnaden gå upp eller ned under obligationens löptid medan avkastningen är konstant. Den osäkerhet i avkastning som är resultatet av olika löptid på lån och placering brukar kallas för *likviditetsrisk*.

Enligt rådande regelverk måste SSB hålla en viss mängd kapital för att kunna bära dessa risker och kapital är en knapp resurs för banken. Av bl a dessa skäl vill marknadsgaranten normalt sett inte bära så stora risker. Den enklaste åtgärden för att eliminera risken vore att sälja obligationen vidare. Som redan har beskrivits går det dock i regel inte att sälja en så stor post på ett bräde i den svenska marknaden. Det kan ta både en och två veckor beroende på marknadsläget.

När det inte går att sälja obligationen söker marknadsgaranten efter något annat han kan sälja, något som är så korrelerat med bostadsobligationen som möjligt. I det aktuella exemplet är det realistiskt att tänka sig att SSB skulle ha sålt en miljard svenska tvååriga ränteswappar (med marknadens jargong säger aktörerna att de "betalar i swappen"). Räntan på dem var 1,943 vid tillfället. Räntan på ränteswappen rör sig nästan likadant över tiden som räntan för den tvååriga bostadsobligationen. Om räntan går upp 10 punkter stiger värdet av ränteswappen med 2 000 000 kr.

SSB har fått ned sin ränterisk från 2 066 000 kr för en tio punkters ränterörelse till 66 000 kr. Den återstående risken förklaras av att obligationen och swappen har olika stora kuponger. SSB kan göra sig av med den risken också men i exemplet behåller vi den. Att sälja ränteswappen går i normala marknader blixtnabbt. SSB kan således göra sig av med en betydande del av risken mycket snabbt.

⁹ Om APX omvänt vill köpa en miljard bostadsobligationer och SSB inte har en så stor volym, vad gör banken då? Jo, då ställer den ändå priset och vänder sig till Spintab och frågar om man kan få köpa en miljard av obligation 166 av Spintab. Ofta går det bra. Om det inte går bra har Spintab en överenskommelse att SSB får göra repor med Spintab. Det innebär att SSB omedelbart får obligationerna och kan leverera dem till kunden. Man köper dem dock bara för en kortare tidsperiod. Efter en vecka eller två måste man leverera dem tillbaka till Spintab igen. Då har man dock vunnit tid så att man kan leta upp obligationerna i marknaden bland sina kunder.

Trots detta befinner sig SSB i en utsatt situation. Det beror på att man har en miljard i bostadsobligationer. Om hela marknaden får reda på att SSB just har köpt en miljard av denna speciella bostadsobligation och att de har för avsikt att sälja den ut i marknaden, har banken ryggen mot väggen. Informationen går att använda mot banken. De som ska köpa obligationen kan kräva högre räntor då de vet att banken behöver sälja. Andra aktörer som tänker sälja bostadsobligationer får plötsligt väldigt bråttom att sälja i syfte att försöka hinna sälja innan SSB. Risker att räntan på Spintab 166 går upp är stor. Om så sker blir lönsamheten i affären lägre för banken och kan bli till en förlust.

Att detta kan bli ett problem för SSB trots att man ”skyddat sig” med ränteswappen beror på att räntan på obligationen och swappen inte nödvändigtvis rör sig på samma sätt. Det är t o m troligt att räntan på bostadsobligationen går upp medan swapräntan förblir oförändrad i ett läge då marknaden går emot SSB i vetskapen om att den sitter på ett stort innehav som banken egentligen inte vill ha. I denna situation blir förlusterna stora för SSB.

Således har marknadsgaranten ett intresse av att inte alltför mycket information om transaktionen sprids i marknaden. Om så sker kan informationen användas mot marknadsgaranten, det blir svårt eller omöjligt att tjäna pengar på att vara marknadsgarant och marknaden kan inte längre fungera på samma sätt som den har gjort.

7. Erfarenheter av ökad genomlysning från andra marknader

Utvecklingen internationellt tycks gå mot en ökad genomlysning. Detta hänger samman med ökad elektronisk handel, vilken i sig är förknippad med en hög grad av genomlysning. Men det finns också exempel där man, på privat initiativ eller till följd av regleringar, har ökat genomlysningen på marknader där handeln alltjämt bedrivs på motsvarande sätt som på den svenska marknaden, dvs i form av bilateral telefonhandel utanför en centraliserad marknadsplats.

En kritisk fråga är huruvida mer genomlysning förbättrar eller försämrar marknadsfunktionen. Exemplet ovan illustrerar problemet och antyder att mer genomlysning skulle kunna försämma marknadsfunktionen. Om marknaden vet att en *market maker* sitter med en stor position är den förväntade avkastningen för marknadsgaranten låg.

Frågan är vad vi vet om exempel där man har framtvingat ökad genomlysning i *market maker*-marknader. Ett sådant exempel är USA där man 2002 införde det som kallas TRACE (*Trade Reporting and Compliance Engine*) och som innebar en väsentlig ökning av genomlysningen *efter handel* på den amerikanska företagsobligationsmarknaden – en marknad som likt den svenska räntemarknaden i hög grad förlitar sig på marknadsgaranthandel. Även om det finns olika åsikter om effekterna av systemet är den domine-

rande uppfattningen att den ökade genomlysningen i flera avseenden har varit positiv för marknadens funktionssätt.

I TRACE inrapporteras transaktionsinformation om i stort sett alla obligationer som har getts ut av privata emittenter i USA. Systemet tar således sikte på den handel som sker bilateralt och utanför centraliserade handelsplatser, via så kallade *dealers*. Det är dessa *dealers* som är rapporteringsskyldiga: De ska för varje enskild transaktion som de är involverade i lämna uppgifter om bl a tidpunkt, storlek, pris och om de som har varit köpare eller säljare.

All information som rapporteras in i TRACE offentliggörs inte. Uppgifter om en *dealer* har köpt eller sålt redovisas inte och affärernas storlek publiceras enbart om transaktionen understiger ett visst belopp. När systemet infördes publicerades denna information enbart för en minoritet av de obligationer som ingår i systemet och dessutom skedde det med 75 minuters fördröjning från affärstillfället. Sedan dess har genomlysningen i flera steg utökats – genom att kretsen av obligationer som omfattas av offentliggörande har vidgats och genom att rapporteringstiden har förkortats. I dag offentliggörs informationen inom 15 minuter och avser i princip alla obligationer som omfattas av TRACE-reglerna.

Genom att man successivt har ökat genomlysningen har det varit möjligt att på ett bra sätt analysera konsekvenserna av TRACE (vilket också var ett av skälen bakom det stegvisa införandet). Av de akademiska studier som har utvärderat TRACE konstaterar de flesta att effekterna på marknaden har varit mestadels positiva.

Den mesta forskningen fokuserar på systemets effekter på *transaktionskostnader* (oftast mätt i termer av *spreadar*). Här visar de flesta resultat att kostnaderna har minskat betydligt, i vissa fall ned till hälften, och att denna kostnadsminskning har varit som störst för mindre transaktioner. Eftersom de mindre transaktionerna oftare kan tillskrivas mindre investerare är en slutsats att TRACE särskilt har gynnat denna grupp. Den slutsatsen stöds också av andra forskningsresultat som visar att prisspridningen (mellan olika investerargrupper) i marknaden har minskat, vilket är en indikation på att *dealers* helt enkelt inte har kunnat prisdiskriminera mellan sina kunder och motparter i samma omfattning med TRACE på plats. Vissa forskare pekar också på att det t o m har gått att notera en viss minskning av transaktionskostnader för obligationer som *inte* omfattas av TRACE. Denna positiva bieffekt förklaras med att den ökade informationen har förbättrat möjligheterna att värdera och prissätta obligationer generellt sett.

Det finns även studier som visar på att TRACE har förbättrat *konkurrenssituationen* på marknaden. Att transaktionskostnaderna och prisspridningen minskat kan i sig ses som ett bevis för detta. Den forskning som har försökt analysera detta finner också att koncentrationen av transaktioner till de största *dealers* har minskat påtagligt.

Ett centralt argument mot att införa ökad genomlysning är att det minskar marknadsgaranternas vilja att genomföra större affärer. Samtidigt visar statistik över handeln att den sammantagna aktiviteten i marknaden inte

har minskat sedan TRACE infördes. Slutsatsen av detta är alltså att handeln på marknaden har kunnat upprätthållas även om handelsmönstren inte ser ut på samma sätt som tidigare. Andra forskningsrapporter bekräftar att handelsaktiviteten inte har påverkats i någon större utsträckning av TRACE. I något enskilt fall har en minskad handelsaktivitet kunnat noteras och i det fallet har det rört sig om papper som hade låg omsättning i utgångsläget.

Den forskning som tillskriver TRACE positiva effekter på marknaden har fått en del kritik för att inte ta tillräcklig hänsyn till en rad andra viktiga förändringar som ägde rum under den period som systemet implementerades. Utvecklingen av marknaden för kreditderivat är ett exempel på en faktor som sannolikt kan förklara en stor del av den förbättrade likviditeten i marknaden.¹⁰

8. Kan den svenska räntemarknadens funktionssätt förbättras?

Trots två svåra finanskriser och en omvälvande internationalisering har strukturen på den svenska räntemarknaden i stort inte förändrats alls på 30 år. Åtminstone de större aktörerna i det svenska systemet förefaller också vara nöjda med hur handeln i den svenska räntemarknaden fungerar. Finns det då något skäl att fråga sig om något går att förbättra i denna harmoniska värld?

Utifrån genomgången ovan finns det åtminstone två frågor som är värda att ställa. Den första frågan är om ökad genomlysning av marknaden vore samhällsekonomiskt önskvärd. Trenden internationellt tycks gå mot en ökad genomlysning av räntehandeln. Till viss del är den trenden regleringsdriven. Inom EU förs det diskussioner om att införa regler om fullständig genomlysning av räntehandeln både före och efter handel.¹¹ Sådana regler har tidigare enbart funnits för aktiehandeln.

När detta förslag var ute på remiss uttryckte de viktigaste intressenterna på den svenska marknaden att sådana regler var oförenliga med den svenska marknadsstrukturen och att de riskerade att slå sönder en väl fungerande marknad. De menade att en ökad genomlysning skulle göra det svårare att vara marknadsgarant av skäl som har förklarats tidigare i denna uppsats. Exempelvis skriver Riksgäldskontoret (2011, s 1) att det är ”... viktigt att tydligt undanta den professionella handeln från långtgående insynskrav. I annat fall skulle förutsättningarna för marknadsgaranternas verksamhet försämrats, vilket skulle skada likviditeten i andrahandsmarknaden och höja statens lånekostnader”. Genomlysning ses således som ett hot mot marknadsgaranternas förutsättningar att skapa likviditet i marknaden.

Exemplet från den amerikanska marknaden för företagsobligationer som vi redogjorde för tidigare väcker dock frågor huruvida det verkligen

¹⁰ Den beskrivning av forskningsresultaten kring TRACE som görs här baseras på sammanställningar gjorda av Bessembinder och Maxwell (2008).

¹¹ Regelverket kallas alltså *Markets in Financial Instruments Directive* (MiFID).

måste vara på detta sätt. Om vi tillåter oss att göra en grovt förenklad sammanfattning av resultaten från de amerikanska studierna så vore den att likviditeten upprätthölls, de mindre aktörerna fick det bättre, de större fick det varken bättre eller sämre och marknadsgaranterna fick förändra sitt sätt att arbeta.

Det finns i detta sammanhang två poänger med TRACE-erfarenheten. Den första är att det gick bättre att införa genomlysningskraven än vad många befarade i förväg. Marknaden kunde hantera förändringen. Den andra poängen är att TRACE-erfarenheten kanske har viss relevans även för Sverige. Det är förvisso ett enskilt exempel från ett annat land och från en annan sorts marknad. I det perspektivet är det svårt att veta i vilken mån lärdomarna låter sig översättas till den svenska marknaden för stats- och bostadsobligationer. Likväl anser jag att det är tankeväckande och värt vidare fundering: Skulle det gå att skapa mer genomlysning i Sverige och ändå behålla systemet med marknadsgaranter? Kanske skulle man få överge blockhandeln. Kanske skulle man få handla poster på 100 miljoner i stället för 1 miljard. Men vore det ett stort problem? Handel med småposter görs möjligtvis enklare på en börs än i telefonhandel.

Den andra fråga man kan ställa är vad som skulle hända om Sverige skulle gå över till en orderdriven börshandel. Att upprätthålla hög genomlysning är enkelt vid börshandel. Det är enkelt att visa upp orderbokens avslutsinformation. Marknadsgaranterna skulle fortfarande kunna handla. De skulle få jobba mot en central orderbok och ställa köp- och säljkurser.

Detta är också något som görs redan i dag. På aktiemarknaden utförs denna funktion i allt högre utsträckning av de sk högfrekvenshandlarna. De ställer simultant köp- och säljkurser och tjänar pengar på mellanskillnaden (*spreaden*). Eftersom handeln sker maskinellt går handeln väldigt fort och gör dessutom att *spreadarna* kan hållas låga. I allt väsentligt agerar alltså dessa handlare som marknadsgaranter.

Orderdriven börshandel har fördelar i ett stabilitetsperspektiv på så sätt att den ger förutsättningar för en större genomlysning. En fördel med detta är att det sannolikt ger de mindre aktörerna i marknaden en mer korrekt prissättning. Det finns dock problem med att byta handelssätt.

Det första är att det alltid är förknippat med risker att ändra något och att dagens svenska system fungerar rimligt väl. Man ska inte ändra ett vinnande lag. Det finns kostnader förknippade med förändringar och vi vet inte hur stora intäkterna är.

Det andra problemet är att vi inte vet hur orderdriven börshandel skulle fungera i en kris. Vad händer när det bara finns säljare i orderboken? Ökar risken för att Riksbanken (och andra myndigheter) ska bli marknadsgarant *of last resort* och därmed utsätta svenska skattebetalare för risker?

En ytterligare aspekt som måste beaktas är att vi här pratar om marknader som i viss mån kan betraktas som systembärande. Att den svenska marknaden för stats- och bostadsobligationer fungerar väl är en grundläggande förutsättning för en fungerande samhällsekonomi. Man måste ställa höga

krav på att veta vad man gör innan man gör förändringar i dessa marknader. I denna mening haltar också parallellen med TRACE-systemet eftersom reformerna där avsåg marknaden för företagsobligationer. Den är förvisso en viktig samhällsekonomisk institution i USA, men inte alls av samma relativa betydelse som hela den svenska räntemarknaden har för svensk ekonomi. Kort sagt, det är stora samhälleliga värden som står på spel och därför bör allt reformarbete präglas av försiktighet och stor noggrannhet.

Enligt min mening ger de amerikanska erfarenheterna med TRACE goda argument för att ställa sig frågan huruvida den svenska räntehandeln borde förändras i riktning mot mer transparens och en orderdriven handel. Till detta kommer effekterna av Basel 3. Det förefaller rimligt att tro att de nya regelverken försvårar för det traditionella systemet med marknadsgaranter, och en internationell debatt om detta pågår (se t ex Tett 2014). Som genomgången ovan har visat finns det dock starka argument såväl för som emot en förändring. Grundat på vad vi vet i dag har åtminstone jag svårt att ta ställning till om en förändring vore av godo eller inte när alla faktorer har vägts in på ett korrekt sätt. Då vi talar om en mycket viktig samhällsfunktion är det värt att göra en grundlig genomgång av för- och nackdelarna med att förändra dagens modell för handel i den svenska obligationsmarknaden.

REFERENSER

Bessembinder, H och W Maxwell (2008), "Transparency and the Corporate Bond Market", *Journal of Economic Perspectives*, vol 22, s 217–234.

Finansinspektionen (2007), "Statsobligationsmarknaden – behovet av reglering och tillsyn", rapport 2007:14, Finansinspektionen, Stockholm.

Niemeyer, J (2000), "Finanssektorns framtid", bilaga 12 i SOU 2000:11, *Värdepappershandel i Sverige*, betänkande från Finansmarknadsutredningen.

Nyberg, L, S Viotti och P Wissén (2006), *Penningmarknaden*, SNS förlag, Stockholm.

Riksgärdskontoret (2011), "Europeiska kommissionens förslag till förordning och direktiv om marknader för finansiella instrument", remissvar, dnr 2011/1962, Riksgärdskontoret, Stockholm.

Tett, G (2014), "Markets Are Parched for Liquidity Despite a Flood of Cash", *Financial Times*, 16 oktober 2014.