

DANMARKS NATIONALBANK

14. DECEMBER 2017 — NR. 26

Ny primary dealer-model fortsætter i 2018

- Statens primary dealer-model med skærpede krav og betaling har styrket det danske statspapirmarked. På den baggrund fortsætter modellen med betaling i 2018.
- Modellen har bidraget til et mere likvidt statspapirmarked og dermed til lavere finansieringsomkostninger for den danske stat.
- Likviditeten er øget gennem lavere spænd mellem købs- og salgspriser og ved, at flere banker deltager aktivt i handlen med danske statspapirer.

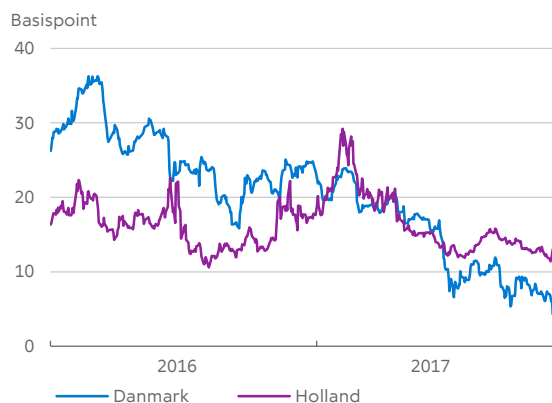
Den nye primary dealer-model, der blev indført i 2017, har bidraget til et mere likvidt statspapirmarked og dermed lavere finansieringsomkostninger for staten. Derfor fortsætter modellen i 2018 med vedtagelse af finansloven med en samlet betaling til statens 11 primary dealere på højst 25 mio. kr. Beløbet er uændret fra 2017.

Primary dealer-modellen har været en succes

Erfaringerne fra den nye primary dealer-model er gode. Markedet for danske statspapirer er blevet mere likvidt, og det har bidraget til lavere finansieringsomkostninger for den danske stat. Det afspejler sig bl.a. i, at det 10-årige rentespænd til Tyskland er faldet, siden modellen blev annonceret i begyndelsen af 2017. Spændet var ved udgangen af november lavere end det hollandske, jf. figur 1. Holland har normalt det laveste spænd til Tyskland blandt eurolande.

Indsnævring af 10-årigt rentespænd til Tyskland

Figur 1



Anm.: Par-rentespænd.
Kilde: Nordea Analytics.

Der er flere forklaringer bag indsnævringen af rentespændet, men en del af indsnævringen vurderes at afspejle et mere velfungerende statsobligationsmarked, hvor der er større prisgennemsigtighed og lavere handelsomkostninger for investorerne. Hvis modellen antages at have reduceret finansieringsomkostningerne med blot 1 basispoint, svarer det til en besparelse på ca. 50 mio. kr. fra udstedelsen af statspapirer i 2017¹. Det skal holdes op imod den samlede årlige bevilling til primary dealerne på 25 mio. kr. i 2017. Herudover har der været positiv respons fra markedsdeltagere og de vigtigste investorer, der melder, at markedet er mere velfungerende, og at der er flere aktive banker at handle med. Derudover har et likvidt statspapirmarked en positivt afsmittende effekt på det øvrige danske obligationsmarked, der benytter statskurven som prisreference.

Større prisgennemsigtighed og højere omsætning

På interdealer-markedet, hvor primary dealerne stiller priser over for hinanden, er forskellen mellem købs- og salgspriser (bud-udbuds-spændet) tydeligt indsnævret. Siden modellen blev annonceret, er spændet på 10-årige statspapirer faldet fra omkring 0,3 kurspoint til under 0,1 kurspoint, jf. figur 2. Det er på niveau med de mest likvide statspapirmarkeder i Europa. En tilsvarende indsnævring er også set for de øvrige danske statspapirer. Det øger prisgennemsigtigheden og gør det billigere at handle danske statspapirer.

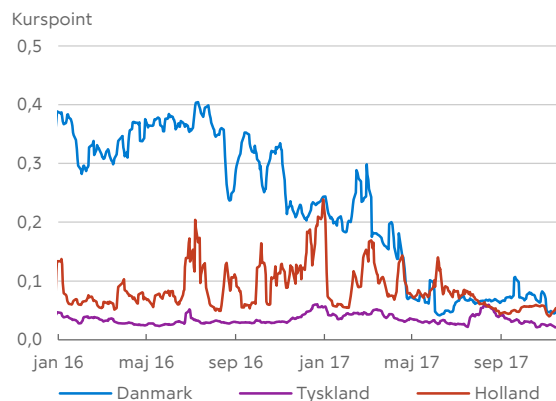
Samtidig er omsætningen på interdealer-markedet steget, jf. figur 3. Det skyldes bl.a., at det er blevet væsentligt billigere at afdække kundeforhold på markedet, fordi prisstillelsen er blevet skarpere.

Flere banker deltager aktivt i handlen med statspapirer

Formålet med primary dealer-modellen er at øge bankernes engagement i handlen med danske statspapirer, især blandt midtergruppen af banker. Omsætningen i danske statspapirer var over en årrække blevet stadig mere koncentreret på nogle få aktive primary dealere. Siden modellen blev indført, har omsætningen været spredt ud på flere

Indsnævring af bud-udbuds-spænd for 10-årig dansk statsobligation

Figur 2

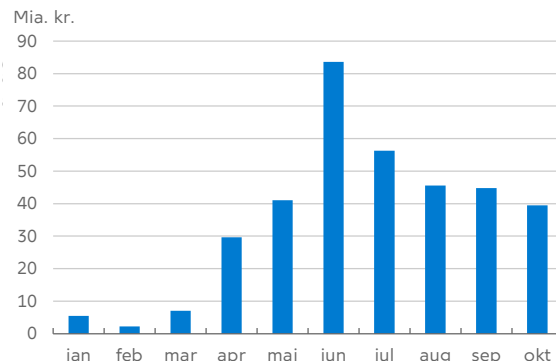


Anm.: 5-dages glidende gennemsnit af bud-udbuds-spænd på 10-årige statsobligationer.

Kilde: MTS Denmark, MTS Holland og Tradeweb Tyskland.

Øget omsætning på interdealer-markedet

Figur 3



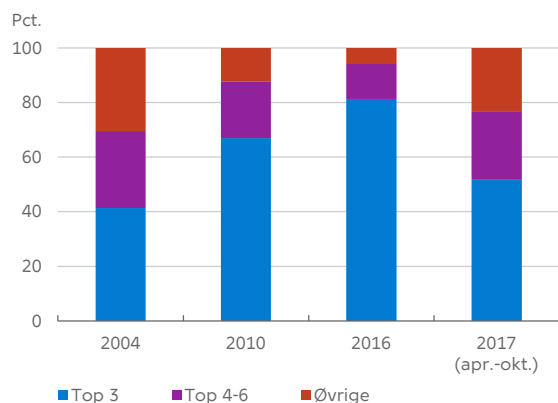
Anm.: Omsætning på interdealer-markedet for danske statsobligationer.

Kilde: MTS Denmark.

1 Staten har udstedt 66 mia. kr. i 2017 med en gennemsnitlig løbetid på 7,5 år. Antages finansieringsrenterne at falde med 0,01 pct., er besparelsen 50 mio. kr. (66 mia. kr. * 7,5 år * 0,01 pct.)

Handlen er blevet spredt ud på flere primary dealere

Figur 4



Anm.: Andel af samlet omsætning på interdealer-markedet for danske statsobligationer.
Kilde: MTS Denmark.

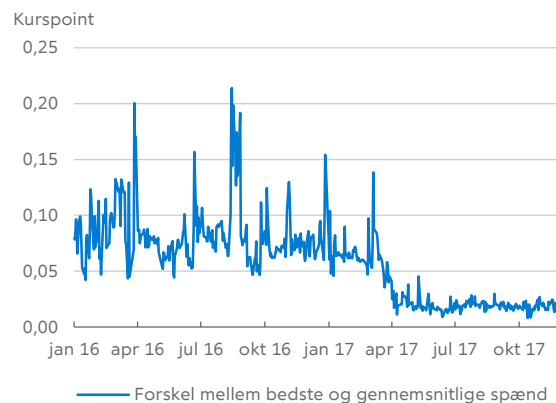
primary dealere, jf. figur 4. Det kan bl.a. afspejle, at flere banker stiller snævre priser, og at bankerne nu stiller priser, der er tættere på hinanden, jf. figur 5. Når handlen varetages af en bred gruppe af aktive banker, er det med til at skærpe konkurrencen om at servicere investorerne og sikre en robust distributionskanal for staten.

Modellen justeres i 2018

Det er positivt, at elementet med at differentiere aflønningen efter bankernes prisstillelse har givet konkurrence om at stille gode priser. Prisstillelsen er imidlertid blevet så skarp, at flere banker har haft vanskeligt ved at overholde modellens minimumskrav til prisstillelse. De fastlægges i dag på baggrund af priserne fra de tre banker, der stiller de snævraste bud-udbuds-spænd. Det vurderes, at det er hensigtsmæssigt at lempe kravene lidt ved at fastsætte nedre grænser for de bud-udbuds-spænd, bankerne skal stille for at opfylde kravene i 2018, jf. boks 1. Hensigten er, at staten kan opretholde en bred kreds af primary dealere. Kravene til prisstillelse vil fortsat være skrappe, end før den nye primary dealer-model blev introduceret, og på et niveau, der ikke er set siden finanskrisen i 2008. Samtidig nedsættes aflønningen til opfyldelse af minimumskravene fra 20 til 10 pct. Der vil stadig være et incitament for bankerne til at konkurrere om at stille gode priser, da 40 pct. af modellens aflønning fordeles ved, at prisstillelsen ud over minimumskravene rangeres.

Bankernes prisstillelse er kommet tættere på hinanden

Figur 5



Anm.: Forskellen mellem bedste og gennemsnitlige 10-årige bud-udbuds-spænd.
Kilde: MTS Denmark.

Betaling til statens primary dealere

Boks 1

Staten har indgået aftaler med 11 primary dealere i danske statsobligationer om løbende at stille priser (market making) samt at distribuere og markedsføre danske statsobligationer. Aflønningen er i 2018 fastsat til maksimalt 25 mio. kr. For at modtage betaling skal primary dealerne opfylde minimumskrav til prisstillelsen (priser, mængder og tid) hver måned. Forskellen mellem købs- og salgspri- ser (bud-udbuds-spændet) må maksimalt være 1,5 gange gennemsnittet af de tre bedste primary dealers bud-udbuds-spænd, dog med en nedre grænse. Aflønningen sker efter følgende kriterier:

Opfyldelse af minimumskrav til prisstillelse (ens beløb for alle):

10 pct. (2,5 mio. kr. årligt)

Rangering efter prisstillelse (fordeles efter placering):

40 pct. (10 mio. kr. årligt)

Omsætning med kunder (fordeles efter andel):

50 pct. (12,5 mio. kr. årligt)

Mens modellen har haft stor effekt på priseniveauet og omsætningen på interdealer-markedet, har der endnu ikke været samme effekt på omsætningen med slutinvestorerne på statspapier-markedet. Derfor øges modellens aflønning til kundeomsætning i 2018 fra 40 til 50 pct., jf. boks 1. Den samlede bevilling til primary dealerne er uændret.

OM ANALYSE



Som en konsekvens af Nationalbankens rolle i samfundet udarbejdes analyser af økonomiske og finansielle forhold.

Analyserne udkommer løbende og omfatter bl.a. vurderinger af den aktuelle konjunktursituation og den finansielle stabilitet.

DANMARKS NATIONALBANK
HAVNEGADE 5
1093 KØBENHAVN K
WWW.NATIONALBANKEN.DK

Redaktionen er afsluttet
10. december 2017

Jens Bang-Andersen
Risk Manager

BANK OG MARKED



**DANMARKS
NATIONALBANK**