

DANMARKS NATIONALBANK

JANUAR 2017 — NR. 2

Skærpede krav og betaling skal styrke det danske statspapirmarked

- Staten introducerer på forsøgsbasis en årlig betaling på op til 25 mio. kr. til banker, der løbende stiller priser på og fungerer som distributionskanal for danske statsobligationer. Samtidigt skærpes kravene til bankerne.
- Det forventes at bidrage til et mere likvidt statspapirmarked og dermed lavere finansieringsomkostninger for den danske stat.
- Likviditeten skal øges gennem lavere spænd mellem købs- og salgspriser og ved, at flere banker deltager aktivt i handlen med danske statspapirer.

Staten introducerer fra 1. april 2017 betaling til banker, der løbende stiller priser på og fungerer som distributionskanal for danske statsobligationer, de såkaldte primary dealere, jf. boks 1. Betalingen vil samlet være på maksimalt 25 mio. kr. årligt. De banker, der yder den største indsats, modtager den største betaling.

Formålet er at forbedre likviditeten på det danske statspapirmarked. Når likviditeten er høj, er det lettere for investorer at omsætte aktiverne igen. Det reducerer investorernes krav til afkast. Højere likvi-

Primary dealerne hjælper med at sælge danske statsobligationer

Boks 1

Statens finansieringsbehov dækkes ved at sælge obligationer gennem 11 danske og internationale banker – de såkaldte primary dealere. Bankerne bruger deres salgsnetværk til at sælge obligationerne videre til danske og udenlandske investorer. På denne måde opnår staten adgang til et bredt distributionsnetværk.

Bankerne og staten har en fælles interesse i, at markedet for danske statspapirer fungerer så godt som muligt. På et meget likvidt marked kan bankerne nemmere afsætte obligationerne til investorer, og staten kan opnå den billigst mulige finansiering. For at sikre likviditeten er primary dealerne forpligtet til løbende at stille købs- og salgspriser for danske statspapirer.

ditet bidrager derfor til lavere renter og dermed til billigere finansiering for staten.

Den samlede årlige betaling på op til 25 mio. kr. fordeles til primary dealerne efter to overordnede kriterier: Prisstillelse på interdealer-markedet og omsætning med kunder, jf. boks 2. Samtidigt skærpes kravene til at være primary dealer.

Primary dealere er påvirket af globale tendenser

Handlen på de internationale finansmarkeder er under forandring. I forlængelse af finanskrisen har mange banker tilpasset deres forretningsmodel bl.a. som følge af ny finansiel regulering og den teknologiske udvikling. En væsentlig ændring er, at bankerne er blevet mere selektive i brugen af deres balance. Udviklingen mærkes også på det danske statspapirmarked, hvor flere primary dealere har reduceret omsætningen af danske statspapirer.

I Danmark blev likviditeten forringet i 2015, hvor staten midlertidigt stoppede salget af statspapirer for at støtte fastkurspolitikken. Siden salget af statsobligationer blev genoptaget, er likviditeten gradvist forbedret, men den var i 2016 fortsat lavere end før udstedelsesstoppet.

Betaling til primary dealere

I andre lande modtager primary dealere typisk compensation for løbende at stille priser på statsobligationer og fungere som distributionskanal. Betalingen sker bl.a. som salærer i forbindelse med udstedelser (syndikerede lån) eller ved, at primary dealere, der aftager obligationer på auktioner, tildeles rettighed til at kunne købe flere obligationer i de efterfølgende dage på samme vilkår som ved auktionerne (non-comp optioner). I Sverige kompenseres primary dealerne desuden direkte efter aftaler, der minder om de nye danske primary dealer-aftaler.

Herhjemme har bankerne tidligere modtaget compensation, men kun i forbindelse med optagelse af udenlandske lån. Staten betalte i 2008-14 i gennemsnit salærer for 25 mio. kr. årligt. I 2015 og 2016 havde den danske stat ikke behov for at optage udenlandske lån til at understøtte valutareserven, og dermed modtog primary dealerne ikke betaling.

Tilsigtede effekter af de nye aftaler med betaling

Danske statspapirer er først og fremmest attraktive for investorer, fordi den danske stat har en meget høj kreditværdighed. Men investorerne lægger samtidig vægt på, at papirerne er så likvide, at de hurtigt

Fordeling af betaling til primary dealerne Boks 2

Primary dealernes forpligtelser og rettigheder er specificeret i aftaler med den danske stat. Pr. 1. april opdateres aftalerne, så de også beskriver vilkårene for betaling. Betalingen på de op til 25 mio. kr. fordeles på statens 11 primary dealere efter:

- Opfyldelse af en række minimumskrav til prisstillelse.
- Rangering efter prisstillelse.
- Omsætningen med kunder.

I de nye aftaler strammes kravene, så hver primary dealer i højere grad måles i forhold til de bedste prisstillere. Samtidig belønnes de bedste prisstillere, så der er større incitament til at stille så skarpe priser som muligt. Primary dealerne modtager betaling på baggrund af deres omsætning med kunder, for at belønne dem, der er i stand til at tiltrække investorer.

og uden væsentlige omkostninger kan købe og sælge papirerne. Det kan de generelt på det danske statspapirmarked, men der er plads til forbedringer. De nye aftaler tilsigter at forbedre likviditeten på tre områder: Indsnævring af bud-udbudsspændet, hurtigere tilretning af markedet efter episoder med markedsuro og flere aktive primary dealere.

Indsnævring af bud-udbudsspændet

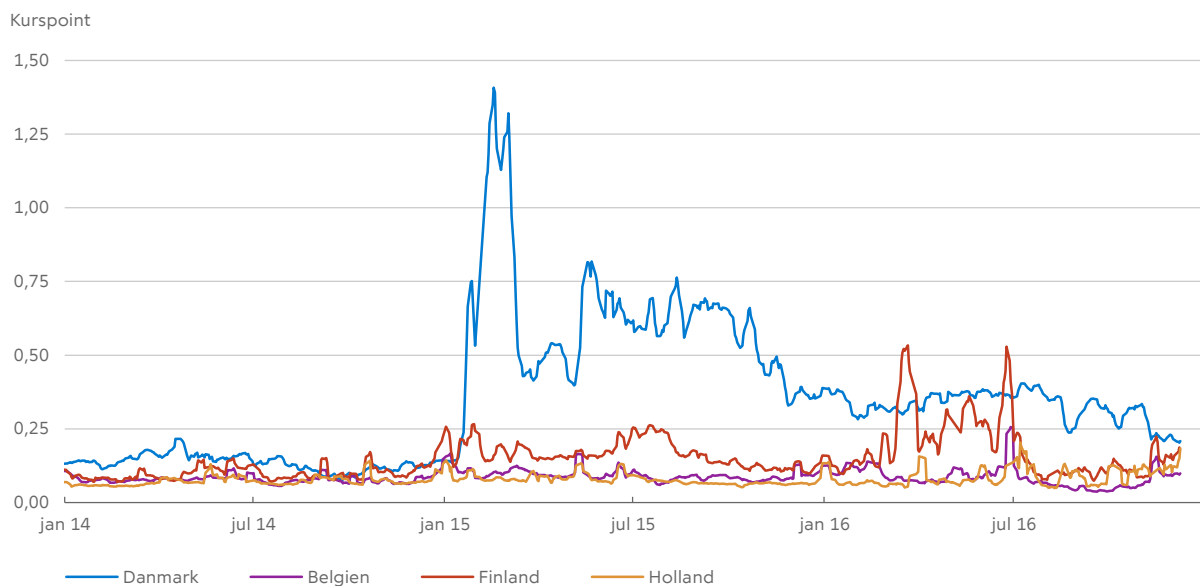
På den fælles elektroniske handelsplatform, hvor bankerne handler danske statspapirer med hinanden, er der en række indikationer på, at pristransparensen og markedslikviditeten er mindre end tidligere. Spændet mellem købs- og salgspriser (bud- og udbudsspændet) er fx fortsat højere end i sammenlignelige lande, jf. figur 1. Det indebærer øget usikkerhed om den aktuelle markedspris og højere omkostninger ved at købe og sælge danske statspapirer. De nye aftaler giver et økonomisk incitament til at stille de tætteste bud-udbudspriser, hvorved usikkerheden omkring markedsprisen mindskes. En øget pristransparens bidrager til, at det bliver mindre risikabelt for hver enkelt primary dealer at stille løbende priser og være midlertidig modpart, både over for hinanden og over for investorerne. Skarpere priser gør det lettere og billigere at handle, reducerer investorernes afkastkrav og bidrager til lavere finansieringsomkostninger for staten.

Hurtigere tilretning efter episoder med markedsuro

Når der kommer uro på de finansielle markeder, udvides spændet mellem bud- og udbudspriser hurtigt

Bud-udbudsspændet var højere end i sammenlignelige lande i 2015-16

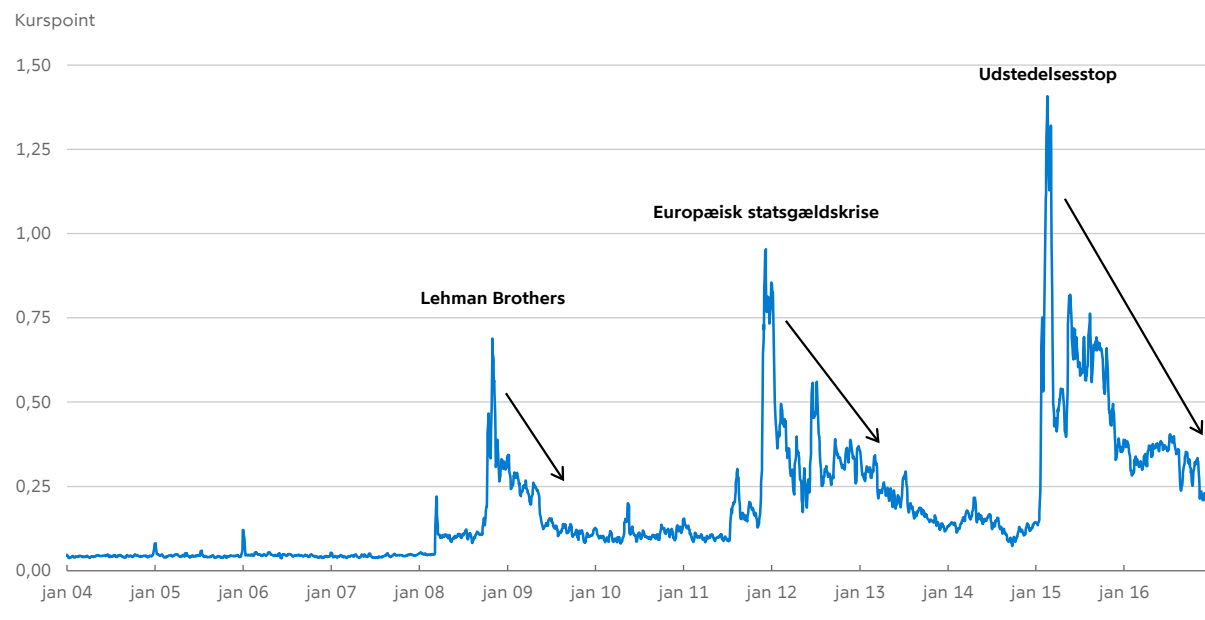
Figur 1



Anm.: Bud-udbudsspænd for 10-årige statsobligationer på interdealer-marked. Fem dages glidende gennemsnit.
Kilde: MTS Denmark.

Bud-udbudsspændet tilpasses langsomt efter perioder med markedsuro

Figur 2



Anm.: Bud-udbudsspænd for 10-årig statsobligation på det danske interdealer-marked, MTS Denmark. Fem dages glidende gennemsnit.
Kilde: MTS Denmark.

og markant, mens det tager meget længere tid at komme tilbage på et normalt niveau, jf. figur 2.

For at forbedre dynamikken er kravene vedrørende den løbende prisstillelse strammet i de nye aftaler. Grænsen for det maksimale bud-udbudsspænd beregnes ud fra de tre bedste prisstillere, mens den tidligere tog udgangspunkt i gennemsnittet for alle prisstillere. Det skal medvirke til, at de øvrige banker i højere grad følger med, når en eller flere banker går forrest og mindsker bud-udbudsspændet.

Flere aktive primary dealere

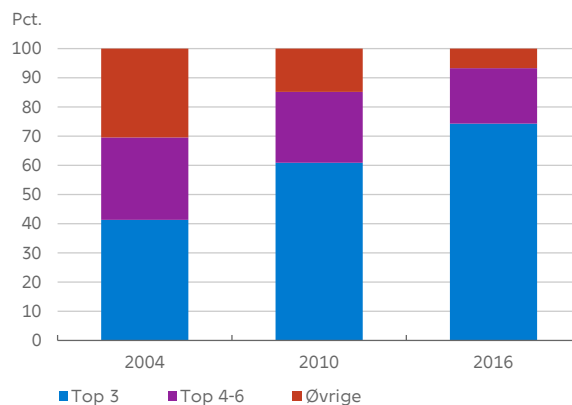
Omsætningen i danske statspapirer er i stigende grad blevet koncentreret på få aktive primary dealere, jf. figur 3. Det er ikke hensigtsmæssigt for staten og investorer, som dermed bliver mere afhængig af enkelte banker. De nye aftaler fokuserer især på, at få bankerne i top 4-6 til at blive mere aktive. Aftalerne er derfor indrettet, så især bankerne i denne gruppe får et klart økonomisk incitament til at øge deres engagement. Det skal skærpe konkurrencen om at servicere investorer, sikre en bredere distributionskanal af danske statspapirer og bidrage til, at slutinvestorerne får de bedst mulige vilkår.

Evaluering afgør om de nye aftaler skal fortsætte

De nye primary dealer-aftaler med betaling vil blive evalueret med udgangspunkt i, om spændet mellem bud- og udbudspriserne er blevet tættere, om flere banker deltager aktivt i handlen med danske statspapirer, og om markedet tilpasser sig hurtigere efter episoder med uro. Det skal udmønte sig i bedre likviditet for slutinvestorerne. Evalueringen baseres derfor også på, om investorerne oplever en forbedring af statspapirmarkedet. På baggrund af evalueringen vil det blive besluttet, om de nye primary dealer-aftaler skal fortsætte eller tilpasses efter 2017.

Koncentrationen på primary dealere er blevet større

Figur 3



Anm.: Andel af samlet omsætning på det danske interdealermarked.

Kilde: MTS Denmark.

