

## Markedslikviditeten på det danske obligationsmarked

19. august 2016

I løbet af de seneste år er det blevet tydeligt, at likviditeten på det danske obligationsmarked er nedadgående. Udviklingen er bekymrende i og med, at det danske realkreditmarked og dermed boligejerne og virksomhederne er afhængige af et velfungerende obligationsmarked for at opnå den mest effektive finansiering. Yderligere har det også stor betydning for de danske finansielle institutioner, at der er høj likviditet i realkreditmarkedet i og med, at realkreditobligationer udgør en central del af likviditetsreserverne i den finansielle sektor.

Kontakt Morten Frederiksen  
Direkte +45 3370 1104  
mof@finansraadet.dk

Journalnr. 413/09

Dok. nr. 554509-v1

Den faldende markedslikviditet er også en udfordring internationalt. Flere og flere aktører er begyndt at gøre opmærksom på, at det kan være skadeligt for den generelle økonomiske udvikling, hvis der ikke sker en forbedring af markedslikviditeten. Høj likviditet er vigtigt, da det sikrer, at der kan handles store mængder finansielle aktiver med en minimal markedspåvirkning. Dette giver investorerne en sikkerhed for kontinuerlige fair markedspriser.

Børsmæglerforeningen og Finansrådet har vurderet, at en række af de kvantitative analyser, der beskriver udviklingen i markedslikviditeten, mangler en mere kvalitativ beskrivelse af, hvordan aktørerne, der dagligt køber og sælger obligationer oplever markedsudviklingen. Derudover kan det også konstateres, at de kvantitative analyser er ufuldstændige, hvilket først og fremmest kan tilskrives et manglende datagrundlag (eksempelvis er det ikke muligt at opgøre omfanget af ordrer, der enten ikke eller kun delvist er blevet eksekveret).

Børsmæglerforeningen og Finansrådet har på den baggrund gennemført en række interviews af store institutionelle investorer på det danske obligationsmarked omkring deres oplevelse af likviditeten i markedet, og hvordan udviklingen her har været de seneste 10 år.

Konklusion på disse drøftelser er, at investorerne oplever faldende likviditet på det danske obligationsmarked og udtrykker bekymring over udviklingen på særligt realkreditmarkedet. Dette underbygges f.eks. af, at investorerne vurderer, at det i dag tager væsentlig længere tid at gennemføre de nødvendige handler, og samtidig er markedspåvirkningen ved handlerne blevet større. Dette har medført, at investorerne kræver et højere spænd mellem købs- og salgspriser, og at nogle investorer delvist prissætter efter en køb og hold strategi.

For at øge likviditeten på obligationsmarkedet og sikre, at likviditeten ikke falder yderligere, har Børsmæglerforeningen og Finansrådet en række konkrete forslag, hvor de væsentligste er følgende:

Side 2

- Hensigtsmæssigheden i det store antal af serier i det danske realkreditsystem kan overvejes
- Refinansieringsloven bør ændres så obligationsserier bedre kan genbruges
- Øget brug af CCP clearing af repo-forretningerne mellem institutter samt for clearing ved kundeorienterede repo-forretninger for det enkelte institut, hvor det er muligt
- Forbedret likviditet for statsobligationer
- Tilpasninger i den europæiske implementering af den langsigtede likviditetsmål, NSFR, der forbedrer markedslikviditeten.
- Tilpasninger i den europæiske implementering af de nye kapitalkrav for markedsrisiko, FRTB, der forbedrer markedslikviditeten.
- Sikre at likviditetskalibreringerne i MiFID2/MiFIR er udformet på en sådan måde, at alene faktuelte likvide obligationer omfattes, samt at den tvungne "market making" forpligtelse i MiFID2/MiFIR er udformet på en sådan måde, at market makeren ikke udsættes for u hensigtsmæssige risici
- Sikre, at markedsmissbrugsforordningen implementeres således, at de nye regler alene bruges i forhold til transaktioner, der adskiller sig fra almindelig handel. På den vis påvirkes markedslikviditeten ikke negativt.
- Overveje om likviditeten på det danske obligationsmarked kunne forbedres ved at etablere betaling for market making f.eks. med inspiration fra tilsvarende ordninger i Sverige.

Journalnr. 413/09

Dok. nr. 554509-v1

De enkelte forslag er nærmere beskrevet under punkt 4.

### **1.1 Hvorfor er høj likviditet på de finansielle markeder vigtigt?**

Helt generelt understøtter høj likviditet og lav volatilitet et effektivt finansielt system. Det medfører, at købere og sælgere kan være sikre på at kunne handle på de finansielle markeder til fair priser og i de mængder, der er nødvendige, for at styre deres risici.

Journalnr. 413/09

Dok. nr. 554509-v1

Både nationalt og internationalt er der bekymring over udviklingen i likviditeten på de finansielle markeder. I begyndelsen af året har Erhvervs- og Vækstministeriet i deres høringssvar til EU-Kommissionens høring om effekterne af den finansielle regulering (Call for Evidence) udtrykt bekymring for, at de vedtagne reguleringstiltag for den finansielle sektor har haft den utilsigtede konsekvens, at markedslikviditeten er faldende.

Blandt andet på baggrund af de modtagne input til "Call for Evidence" har EU-Kommissionen besluttet at igangsætte og finansiere udarbejdelsen af en dybdegående analyse af udviklingen markedslikviditeten på obligationsmarkederne i Europa samt en analyse af årsagerne til denne udvikling. Fokus i denne analyse bliver dog primært på virksomhedsobligationer.

Bank of International Settlements (BIS) "Committee on the Global Financial System" har også offentliggjort en analyse af likviditetsudviklingen. I analysen konkluderes det, at verdens obligationsmarkeder er under forandring i disse år. Market makerne har reduceret kapacitet til at holde obligationer (mere herom senere), og samtidig er der en stigende efterspørgsel blandt investorerne efter market making-aktiviteter for at sikre et likvidt marked. BIS konkluderer herudover, at der er opstået et skisma mellem på den ene side at reducere risikotagningen i den finansielle sektor (dvs. reduktion i fx market making aktiviteter) samtidig med, at man for at sikre finansiell stabilitet har brug for en høj og stabil markedslikviditet.

I dansk sammenhæng har udviklingen i markedslikviditeten ekstra stor betydning på grund af det danske realkreditsystem.

Et væsentligt element i det danske realkreditsystem er, at når den enkelte boligejer optager et realkreditlån, så sælges der en tilsvarende mængde realkreditobligationer på markedet for at finansiere lånet. Dette sikrer boligejeren markedsrenter på deres boliglån og dermed en effektiv boligfinansiering, der er til gavn for hele samfundsøkonomien. Den danske boligfinansieringsmodel er derfor afhængig af, at der findes et velfungerende marked for køb og salg af realkreditobligationer.

Udover boligejerne har realkreditsystemet også stor betydning for de danske virksomheders finansieringsmuligheder. Et velfungerende realkreditmarked er derfor også meget væsentligt for de danske virksomheder.

Det danske realkreditmarked har heldigvis vist sin styrke gennem mange år – også under den finansielle krise – men i løbet af de sidste år er der begyndende tegn på, at markedslikviditet på obligationsmarkedet er faldende, mens volatiliteten er stigende. Faldende likviditet og høj volatilitet

er ikke godt for realkreditmarkedet. Det skyldes, at høj og stabil likviditet på et obligationsmarked sikrer, at man altid kan købe og sælge obligationer til en fair pris, selv når der er uro på de finansielle markeder og dermed disponere sine risici.

Side 4

I et velfungerende marked med høj likviditet påvirkes markedsprisen således ikke af, at f.eks. en enkelt investor ønsker at sælge en stor beholdning af obligationer. Er der lav likviditet på markedet, kan et sådant salg give et større prisudsving. En investor er derfor meget opmærksom på likviditeten for de obligationer, han køber. Er der udsigt til lav likviditet, vil investoren kræve en præmie som compensation for mulige prisudsving ved et efterfølgende salg. Det medfører, at renten på obligationerne og dermed boligrenten bliver højere end ellers.

Journalnr. 413/09

Dok. nr. 554509-v1

### **1.2 Hvorfor er marked makere vigtige for dansk realkredit**

Bankernes marked makere spiller en betydelig rolle for et velfungerende dansk realkreditmarked. En del af forklaringen på marked makerens betydelige rolle er den før omtalte brug af match-funding i det danske realkreditsystem. Det medfører, at den enkelte boligejer sælger obligationer på markedet, når de optager et realkreditlån. De store professionelle institutionelle investorer ønsker dog ikke at aftage realkreditobligationer i de små mængder, som den enkelte boligejer sælger. Marked makeren agerer derfor som mellemlid ved at opkøbe obligationerne for egne midler fra den enkelte boligejer og herefter samle dem i blokke af passende størrelse for de institutionelle investorer. For at opfylde denne rolle vil marked makeren derfor være nødt til i visse situationer at holde og tage positioner.

Det danske marked er således kendetegnet ved at være prisdrevet, hvor de institutionelle investorer er langt den største investorgruppe.

Marked markerne har stor betydning i det sekundære marked. Her sikrer de, at investorerne er i stand til at omsætte relativt store mængder realkreditobligationer til en fair pris uden stor markedspåvirkning. F.eks. er den historisk høje likviditet i de danske realkreditobligationer blandt andet blevet drevet af, at en investor prompte har kunnet sælge en obligation til en marked maker til en fair pris, hvor marked makeren handler for egne midler. En marked maker kan dog også reagere på egen hånd for at styre sine positioner, herunder det eventuelle lager der er opbygget, og på den vis være beredt til at imødekomme kundens efterspørgsel eller udbud. Dette kan f.eks. være via handel med andre marked makere eller andre investorer. Det er netop det, der adskiller en marked maker fra en broker, som "blot" matcher køber og sælger uden at tage egne positioner.

Øgede regulatoriske krav som f.eks. skærpede kapitalkrav og likviditetskrav, der rammer marked making-aktiviteter, vil derfor øge omkostningerne ved at være marked maker i og med, at den enkelte marked maker tager og holder positioner. I den forbindelse kan marked making blive særligt hårdt ramt af skærpede krav, da indtjeningen på den enkelte forretning (forskul mellem købs- og salgspriser) er relativ lav, og indtjeningen skabes via den høje omsætning. Yderligere er der tale om lavrisikoforret-

ninger, hvilket medfører, at ikke-risikostregerede kapitalkrav, som en gearingsration, vil ramme denne form for forretninger ekstra hårdt.

Side 5

Uden (et vist antal) marked makere, der er i stand til at holde en vis position, vil den effektive prisfastsættelse stoppe, hvorved likviditeten i realkreditobligationsmarkedet vil mindskes. Yderligere vil forskellen mellem købs- og salgspriser øges, og priserne/kurserne kan svinge mere (måske var det den effekt vi så i foråret 2015 med de meget pludselige ændringer i de lange renter).

Journalnr. 413/09

Dok. nr. 554509-v1

### **1.3 Nationalbankens undersøgelse af markedslivviditeten for realkreditobligationer**

Som tidligere beskrevet, understøtter høj likviditet et effektivt finansielt system. Blandt andet på den baggrund følger Nationalbanken løbende udviklingen i markedslivviditeten på obligationsmarkederne i Danmark. I Finansiell stabilitet, 2. halvår 2015, offentliggjorde Nationalbanken en analyse af udviklingen i markedslivviditeten for realkreditobligationer.

Nationalbankens vurdering af likviditeten på obligationsmarkedet tager udgangspunkt i, hvor stor en mængde obligationer, der kan handles til en given pris. I et meget likvidt marked påvirker gennemførelsen af en stor handel således stort set ikke prisen. Nationalbanken har for at belyse dette element empirisk beregnet prispåvirkninger mellem to handler, der ligger tæt på hinanden tidsmæssigt. Målet skal således ses som en indikator for markedslivviditeten og kan ikke fange alle dimensioner af likviditet. Indikatoren tager f.eks. ikke højde for ny information, der kan ændre prisen mellem to handler, og afspejler ikke ændringer i tids- og ressourcetilbruget ved en handel samt hvilken handelsstørrelse, det er muligt at gennemføre.

Analysen fra Nationalbanken viser, at prispåvirkningen ved handler fortsat er på et lavt niveau. Dog har der siden slutningen af 2014 været større volatilitet i målet, hvilket indikerer, at likviditeten er blevet mindre robust.

Yderligere viste Nationalbankens analyse, at prispåvirkningen afhænger af seriestørrelsen. De mindre obligationsserier har således en lavere likviditet – dvs. større prispåvirkning ved handler.

Herudover viste en dataindsamling fra Nationalbanken, at samlet set har bankerne reduceret deres beholdning af obligationer til brug for marked making fra omkring 230 mia. kr. i 2014 til omkring 130 mia. kr. i 2015. Nationalbanken fremfører i den forbindelse, at et øget fokus på omkostningerne ved at holde kapital og likviditet kan betyde, at bankerne ikke længere vurderer, at indtjeningen ved marked making er tilstrækkelig.

## **2. Investorenes oplevelse af markedslivviditet**

Overordnet vurderer Børsmæglerforeningen og Finansrådet, at en række af de kvantitative analyser, der beskriver udviklingen i markedslivviditeten, mangler en mere kvalitativ beskrivelse af, hvordan aktørerne, der

dagligt køber og sælger obligationer, oplever markedsudviklingen. På den baggrund har Børsmæglerforeningen og Finansrådet i løbet af foråret 2016 afholdt bilaterale møder med 6 store institutionelle investorer på det danske obligationsmarked for at få en bedre forståelse for, hvordan investorerne oplever likviditeten på det danske obligationsmarked.

Side 6

Der har været afholdt møder med Nykredit Asset Management, Danske Capital, Nordea Investment Management, ATP, Sampension og PFA Pension. Til brug for møderne er anvendt en spørgeramme, der kan ses i bilag 1.

Journalnr. 413/09

Dok. nr. 554509-v1

Nedenfor beskrives hovedtendenserne fra seks interviews. Vi har vurderet, at dette er en fair beskrivelse, da der generelt var stor overensstemmelse mellem investorenes opfattelser af markedslikviditeten. De enkelte asset managers og pensionskasser kan dog ikke nødvendigvis tages til indtægt for samtlige udsagn, men generelt er det vores vurdering, at nedenstående beskrivelse giver en fair bredt dækkende beskrivelse af den oplevede likviditet på det danske obligationsmarkedet samt udviklinger heri over de seneste år fra et investorsynspunkt.

Et generelt indtryk fra samtalerne er, at alle investorerne oplever faldende likviditet på obligationsmarkedet og udtrykker bekymring over udviklingen på særligt realkreditmarkedet.

## **2.1 Investorenes oplevelse af markedsforholdene på obligationsmarkedet**

Generelt oplever alle investorerne, at den likviditet, som de oplever dagligt ved købt og salg af danske obligationer, er faldet i løbet af de seneste år. Det bliver fremført, at investorerne oplever en ny virkelighed, der medfører, at de skal bruge betydeligt flere ressourcer på at gennemføre deres handler i dag.

Som en illustration heraf vurderer investorerne, at for 10 år siden var det muligt at gennemføre en handel på 500 mio. kr. med en prispåvirkning af markedet på omkring 0,02-0,04 kurspoint for de 3-årige inkonverterbare flex obligationer. Eksekveringen af en sådan ordre tog fra 2-10 minutter.

For 5 år siden var det muligt at gennemføre en handel på 500 mio. kr. med en prispåvirkning af markedet på omkring 0,04-0,08 kurspoint. Eksekveringen af en sådan ordre tog fra 20 min. til 2 timer.

Ønsker investorerne i dag at gennemføre en ordre på 500 mio. kr., er prispåvirkningen omkring 0,08-0,20 kurspoint, og eksekveringstiden kan være op til en hel dag.

Investorerne oplyser yderligere, at i dag skal de enkelte handler være under 100-250 mio. kr. for ikke at påvirke markedet.

For de lange konverterbare obligationer, der f.eks. finansierer de 30-årige fastforrentede realkreditlån, finder investorerne, at udfordringerne er endnu større.

Som en illustration heraf vurderer investorerne, at for 10 år siden var det muligt at gennemføre en handel på 500 mio. kr. i en 30-årig åben realkreditobligation med en prispåvirkning af markedet på omkring 0,03-0,06 kurspoint.

For 5 år siden var kurspåvirkningen steget til omkring 0,07-0,15 kurspoint, og i dag vil den være omkring 0,15-0,40 kurspoint. I forhold til eksekveringstiden i dag kan en handel på 500 mio. kr. i en 30-årig åben realkreditobligation tage flere dage at gennemføre.

Herudover fremfører investorerne, at man i dag ser store forskelle i de priser de forskellige market makere stiller til enslydende handelsforespørgsler. I dag er det ikke ualmindeligt, at man ser forskelle på op til 0,20 kurspoint mellem market makerne. En så stor spredning sås ikke tidligere.

Ovenstående illustrerer, at investorerne har et øget ressourceforbrug til at gennemføre deres nødvendige handler. Dette har medført, at investorerne kræver et højere spænd mellem købs- og salgspriser.

## **2.2 Lav likviditet reducerer mulighederne for at ændre allokering**

Investorerne gør yderligere opmærksom på, at den største udfordring i dag er, hvis man ønsker at reallokere ens portefølje. I praksis kan det være umuligt at gennemføre en sådan reallokering inden for en kortere periode. Dette har medført, at investorerne er nødt til at tage højde for, at de kan risikere ikke at kunne sælge visse obligationer til fair priser, selvom de ønsker at gøre det. Investorerne er således i dag begyndt at indregne en ekstra omkostning for lav likviditet, når de f.eks. køber realkreditobligationer. På den baggrund er nogle investorer begyndt til dels at prissætte efter en køb og hold strategi.

Samtidig påpeger investorerne, at denne udvikling har øget prisvolatiliteten i markedet, og det må forventes, at markedet er mindre stabilt under kriser end tidligere. Effekterne heraf sås f.eks. i foråret 2015.

Nogle investorer påpeger dog også, at de stigende likviditetspræmier, f.eks. målt ved at stigende OIS-spread, giver nye indtjeningsmuligheder, der kan være attraktive i et lavrentemiljø. Dette kræver dog, at investoren har en køb og hold strategi, hvilket ikke er tilfældet for alle investorer.

## **2.3 Der mangler bufferkapacitet i markedet**

Investorerne fremfører også, at man i dag mangler den marginale investor i markedet. Generelt er investorsammensætningen ændret markant i Danmark i de seneste år. De investorer, der er tilbage i markedet ligner hinanden for meget. Det giver en tendens til, at investorerne i det danske marked ønsker at købe og sælge på samme tidspunkter. Investorerne mener, at der mangler en køber, der kan tage en position den modsatte vej og hermed agere buffer i markedet. Denne rolle blev tidligere udfyldt

af markedet makerne, men dette er ikke længere tilfældet i samme grad som tidligere.

Side 8

Herudover vurderer investorerne, at de gearede investorer (typisk hedgefunde) har vanskeligere ved at skaffe funding, hvilket medfører, at de ikke spiller den samme rolle længere i markedet. Yderligere er det investorernes indtryk, at bankernes treasury afdelinger (afdelingerne, der blandt andet administrerer bankens eget likviditetsberedskab) er blevet meget fastlåst i deres porteføljeallokering blandt andet som følge af skærpet regulering. Dette har reduceret handelsomfanget generelt og dermed markedslikviditeten.

Journalnr. 413/09

Dok. nr. 554509-v1

Udviklingen har også fået nogle af investorerne til at overveje at blive marked makere selv. Vurderingen er dog, at det vil kræve for store omkostninger at opbygge denne specialistfunktion i forhold til den potentielle indtjening. Yderligere så ønsker en række investorer heller ikke at påtage sig en sådan rolle. Disse investorer ønsker at bevare muligheden for at have en periodisk interesse for f.eks. dansk realkredit afhængig af, hvor de vurderer deres investeringer giver det bedste afkast. I disse situationer deltager de gerne i markedet aktivt, men de vil ikke bindes til at skulle være permanent tilstede i markedet med en vis beholdning (som de ville skulle, hvis de skal være marked makere).

Investorerne oplever desuden, at samarbejdet mellem marked makerne er blevet dårligere. Der er ikke samme villighed til at bytte obligationer længere. Man går ikke langt for at hjælpe hinanden. Dette giver et mindre smidigt marked.

Generelt finder investorerne, at marked makerne, der kan holde positioner, er meget vigtige for et velfungerende marked. Man ønsker derfor, at der findes en model, der kan opretholde marked maker-funktionerne.

#### **2.4 Nye handelsløsninger**

Investorerne fremfører også, at der sker meget på den teknologiske front. Det virker ikke urealistisk, at der vil blive forsøgt etableret en elektronisk handelsplatform for danske realkreditobligationer, hvor investorerne kan handle direkte med hinanden. Denne udvikling ses i udlandet, hvor også "dark pools" vinder udbredelse, da man her kan vise købs- og salgsinteresser anonymt.

Investorerne er dog opmærksomme på, at dette ikke vil øge bufferkapaciteten i markedet og dermed ikke løse de grundlæggende likviditetsudfordringer. Forslaget kan derimod gøre det endnu vanskeligere at opretholde en marked maker-forretning.

Investorerne er yderligere meget fokuseret på, at de skal kunne vise, at deres ordre bliver handlet efter best execution. Samtidig tror investorerne dog ikke på, at en omlægning til et egentligt ordredrevet marked vil fungere i praksis.



Investorerne fremfører også, at man burde se på mulighederne for at åbne op for flere investorer til de daglige tapsalg fra realkreditinstitutterne. Dette kunne f.eks. være ved at fastlægge auktionen dagen før eller øge varslet om en auktion til f.eks. 30 minutter (er i dag 2 minutter).

### **2.5 Et velfungerende repo-marked er alfa omega**

Et velfungerende repo-marked er helt central for at opretholde likviditet på obligationsmarkedet. I princippet kan obligationerne godt være illikvide, så længe der er et velfungerende repo-marked. Desværre ses effekterne af den øgede regulering af bankerne også på repo-markedet. Investorerne oplever, at bankerne er mindre villige til at indgå i repo-forretninger end tidligere. De samlede muligheder for at indgå i repo-forretninger er således også faldet markant de seneste år.

### **2.6 For mange serier i dansk realkredit**

Investorerne vurderer, at der er kommet for mange forskellige serier i dansk realkredit. Det stigende antal af serier skyldes en række faktorer, men det generelle budskab er, at udstederne bør reducere antallet af serier. Nogle investorer peger på, at dette f.eks. kan ske ved at undlade at bruge halve kuponer eller ved at finansiere lån med og uden afdrag i de samme serier.

Investorerne fremfører også, at refinansieringsloven har øget mængden af obligationer u hensigtsmæssigt i og med, at det ikke længere er muligt at genbruge eksisterende serier i samme omfang som tidligere. Det vurderes også at være u hensigtsmæssigt, at tilsynsdiamantens pejlemærke om spredning medfører et øget antal obligationsserier.

Yderligere har opdelingen af danske realkreditobligationer i henholdsvis level 1B og 2A, jf. LCR-reguleringen, givet en række udfordringer. Level 1B og 2A obligationer handler med et prisspænd. Investorerne er derfor nødt til at "forudsige" om en nyåbnet serie bliver kvalificeret som 1B i og med, at dette har stor betydning for prisen. Denne usikkerhed har været med til at reducere likviditet for de obligationsserier, der ikke med sikkerhed vil kvalificere til level 1B aktiver.

### **2.7 Meget lav likviditet for statsobligationer**

Investorerne fremfører herudover, at på grund af Nationalbankens forsvar af kronen, er statsmarkedet nærmest gået i stå. Selv efter, at udstedelserne af nye statsobligationer er startet op igen, er markedet ikke blevet ret likvidt. Det er et stort problem, at likviditeten ikke er bedre på statsobligationsmarkedet. Dette har en afsmittende effekt på realkreditmarkedet.

### **2.8 Clearing af swap- og repo-forretninger**

Investorerne er generelt positive over for at klare swap- og repo-forretninger. I dag ses ikke nogen prisforskel mellem en clearret og ikke-clearret handel, hvorfor incitamentet til at klare er lavt. Investorerne forventer dog, at dette vil blive ændret på sigt, hvilket vil øge brugen af clea-

ring ved swap- og repo-forretninger. Dette vil reducere kapital- og likviditetsbelastningen for banker, der indgår i disse forretninger.

Side 10

### **2.9 Bedre brug af bankernes LCR-buffer**

Investorerne vurderer også, at bankerne kunne blive bedre til aktivt at bruge deres likviditetsbuffer (til opfyldelse af LCR-kravet) til f.eks. at agere market maker. Det virker som om, at bankerne er tilbageholdende med at bruge disse muligheder for at være på den sikre side i forhold til opfyldelse af LCR-kravet.

Journalnr. 413/09

Dok. nr. 554509-v1

### **2.10 Adgang til Nationalbankens lånefaciliteter**

Flere af investorerne fremfører, at markedslikviditeten kunne øges, hvis andre aktører end bankerne fik adgang til Nationalbankens lånefaciliteter. Dette kunne give flere investorer en sikkerhed for, at man kan belåne sine obligationer og dermed skabe likviditet.

### **2.11 Udviklingen i Danmark sammenlignet med andre lande**

Investorerne mener, at udviklingen med faldende likviditet i Danmark er meget sammenlignelig med, hvad der ses i andre lande.

Generelt er det opfattelsen, at det svenske obligationsmarked fungerer bedre end det danske. Det er også vurderingen, at der er flere udenlandske investorer på det svenske marked. Historisk set har likviditeten på det danske marked været bedre, men dette er ikke længere tilfældet.

I forhold til Norge er likviditeten på det danske marked dog bedre. Når investorerne skal forklare, hvorfor likviditeten er højere i Sverige, peges der på to primære faktorer. For det første er der væsentlig færre obligationsserier på det svenske marked, og yderligere er der en bredere investorbase, hvilket giver større sikkerhed for, at alle investorer ikke ønsker at gennemføre de samme handler på samme tid. Der er således bedre muligheder for at finde modparter at handle med. Herudover fremføres det, at der på det svenske marked er betaling fra udstederne til market makerne, hvilket ikke er tilfældet i Danmark.

## **3. Reguleringstiltag der har påvirket markedslikviditet på obligationsmarkederne**

De nuværende markedsforskeligheder med et meget lavt renteniveau er naturligvis ikke fordrende for at skabe høj likviditet i obligationsmarkedet, men der er også en række mere strukturelle faktorer, der har været med til at reducere likviditeten i obligationsmarkedet. Her har særligt nye reguleringstiltag samt ændrede krav fra ratingbureauerne haft betydning i forhold til at ændre mere strukturelt på forholdene i det danske obligationsmarked. Disse ændrede forhold har stor betydning for bankernes rolle som market maker og som deltagere i repo-forretninger, der bidrager til at skabe likviditeten på de finansielle markeder og understøtter samtidig den finansielle stabilitet sammenlignet med et usikkert marked.

Nedenfor beskrives nærmere en række regulatoriske forhold, der har eller vil have negativ påvirkning af markedslikviditeten. I den forbindelse kan det bemærkes, at en række af de nye reguleringstiltag er udtænkt for at

regulere risici, der ikke direkte har noget med markedslikviditet at gøre. Ofte er den negative påvirkning af markedslikviditeten, f.eks. gennem ændrende vilkår for market making og repo-forretninger, en utilsigtet virkning i forbindelse med reguleringstiltag, der har andre formål.

Side 11

### **3.1 Reguleringstiltag der påvirker markedslikviditeten**

Flere reguleringstiltag kan potentielt påvirke market makerne og repomarkedet, men det vurderes, at tiltagene med størst negativ effekt er likviditetskravene LCR og NSFR, gearingsratioen, kapitalkrav til markedsrisiko (FRTB) samt MiFiD.

Journalnr. 413/09

Dok. nr. 554509-v1

For henholdsvis NSFR, FRTB og gearingsratioen er den europæiske implementering endnu ikke besluttet, mens LCR trådte i kraft i Europa den 1. oktober 2015, og MiFiD er vedtaget i EU med virkning fra 3. januar 2018. Allerede nu kan man dog se, at forventningen om den kommende nye regulering påvirker markedet.

Den skærpede regulering af de finansielle virksomheder efter finanskrisen øger kravene til institutternes kapital og likviditetsstyring. Dette øger omkostningerne forbundet med market making og repoforretninger, og kan derfor få konsekvenser for institutternes incitament til at indgå i disse aktiviteter.

### **3.2 Gearingsratioen**

Gearingsratioen har betydning for market making og repomarkedet i og med, at ratioen opgøres som kernekapitalen i forhold til de *uvægtede eksponeringer*, mens det sædvanlige kapitalkrav (kernekapitalprocenten) opgøres som kernekapitalen i forhold til de *risikovægtede eksponeringer*. Market making er lavrisikoforretninger og kan derfor blive hårdt ramt af et ikke-risikojusteret kapitalkrav. Repoforretninger, der er sikrede udlån/indlån, har også lave risikovægte på grund af den høje sikkerhed. I opgørelsen af gearingsratioen vil en repoforretning dermed kræve mere kapital end i det risikovægtede krav. I en situation, hvor et institut skal ændre sin balancesammensætning for at opfylde et mål for gearingsratioen, vil en reduktion af instituttets repoforretninger på aktiv- og passivsiden forbedre ratioen, da de uvægtede eksponeringer mindskes. Dette kan give et incitament til at reducere mængden af repoforretninger og/eller ændre prisstrukturen, hvilket kan gøre forretningsområdet mindre attraktivt.

### **3.3 LCR likviditetskravet**

I LCR skal institutterne holde en buffer af likvide aktiver til at modgå et 30-dages intensivt likviditetsstress. Det medfører, at institutternes repoforretninger, som udløber inden for 30 dage, i et vist omfang skal dækkes af institutternes likviditetsbuffer. Omfanget afhænger blandt andet af likviditeten af den sikkerhed, som er stillet i repoforretningen. Her er det en særlig udfordring, at selvom hovedparten af danske realkreditobligationer er level 1B-aktiver i LCR, så vil en repo i disse med udløb inden for 30 dage i et vist omfang kræve dækning via likviditetsbufferen. En revers repo vil dog have en modsatrettet effekt. Yderligere stilles der krav til

sammensætningen af likviditetsbufferen, hvilket blandt andet medfører, at realkreditobligationer maksimalt kan udgøre 70 pct. af bufferen. Et institut skal således altid have mindst 30 pct. af likviditetsbufferen i f.eks. statsobligationer eller indskud i centralbanken. Med de løbende udsving, der vil være i LCR-opgørelsen, giver dette endnu en udfordring i forhold til at styre instituttets repoforretninger, der typisk vil være i realkreditobligationer. Yderligere så medfører LCR, at institutterne ikke længere har likviditetsværdi i at holde koncernens egne obligationer, hvilket også reducerer sektorens kapacitet til at agere buffer i markedet. Dette medfører således, at en market maker alt andet lige vil have mindre nytte af at købe en obligation udstedt af et realkreditinstitut, som banken er i koncern med, da denne obligation ikke vil kunne tælle med i bankens likviditetsberedskab.

Herudover er det et krav, at en realkreditobligationsserie har en udestående mængde på mindst 500 mio. euro for at kvalificere som level 1B-aktiv. Dette gør det også vanskeligere at agere som market maker, da man nødt til at "forudsige" om en nyåbnet serie bliver kvalificeret som level 1B i og med, at dette har stor betydning for prisen. Denne usikkerhed har været med til at reducere interessen de obligationsserier, der ikke med sikkerhed vil kvalificere til level 1B-aktiver.

### 3.4 NSFR

NSFR beregnes som et krav til andelen af stabil finansiering for instituttet, der afhænger af balancesammensætningen. Institutet skal således have stabil finansiering, som kan modsvare en andel af et repoudlån og en andel af market maker-beholdningen.

Et repoindlån, hvor instituttet afgiver sikkerhed og modtager likviditet, kan medregnes som stabil finansiering, men kun hvis løbetiden på indlånet er mindst seks måneder. Derfor kan et kort repoindlån ikke medregnes som stabil finansiering for et kort repoudlån, og der vil således være en asymmetrisk behandling i og med, at en repo og en fuldt modsvarende revers repo ikke er neutrale i forhold til opgørelsen af NSFR-målet.

### 3.5 Markedsrisiko (FRTB)

Basel-Komiteens nye standard til beregning af kapitalkrav til markedsrisiko, også kaldet Fundamental Review of the Trading Book (FRTB), indeholder en række elementer, der vil have en kraftig negativ påvirkning af markedslikviditeten for realkreditobligationer i Danmark. Standarden har betydning for kapitalkravet til de forrentninger, der påvirker sammensætningen af handelsbeholdningen. Det medfører f.eks. en kraftig negativ påvirkning af vilkårene for market maker-aktiviteter og repoforretninger. De tre væsentligste danske udfordringer er:

1. Risikovægten for realkreditobligationer i handelsbeholdningen er meget høj. Dette øger kapitalkravet væsentligt for f.eks. repoforretninger og aktiviteter i forbindelse med market making. Sammenlignes risikovægten for realkreditobligationer med sammenlignelige højkvalitets obligationer baseret på securitiseringer af boliglån (de så-

kaldte RMBS'er) er kapitalkravet ca. 4 gange højere for realkreditobligationer. Yderligere viser andre empiriske observationer, at risikovægtningen for realkreditobligationer virker til at være helt fejlkalibreret.

2. Den danske fastkurspolitik over for euro anerkendes ikke. Ved afdækning af f.eks. dansk renterisiko i euro-markedet belastes instituttet således af en valutarisiko på et for højt niveau.
3. Der er forskel på den såkaldte likviditetshorisont mellem små og store valutaer i Europa. Det danske marked belastes således ekstra hårdt, hvilket yderligere kan reducere likviditeten i kroner markedet.

Herudover vil det generelle gulvkrav, der gælder for institutter, der bruger interne modeller i stedet for standardmetoden for beregning af kapitalkrav i forbindelse med markedsrisiko, også medføre en forøgelse af kapitalkravet og dermed påvirke markedslikviditeten negativt.

### 3.6 MiFID 2/MiFIR

MiFID2/MiFIR indebærer et nyt transparens- og prisstillingsregime for andre instrumenter end aktier (aktier blev omfattet under MiFID 1 i 2007). Det nye regime vil være særligt omfattende for såkaldte likvide instrumenter. Desværre er likviditetskalibreringerne udformet på en sådan måde, at der vil være en omfattende mængde "falsk positive", altså instrumenter, der bliver dømt likvide, men reelt er illikvide. Det har den konsekvens, dels at de såkaldte likvide instrumenter underlægges omfattende krav til både før- og efterhandelsinformation, dels at markedsmakere, som er omfattet af den tvungne markedsmakerforpligtelse (Systemisk Internalisering (SI)), bliver tvunget til at stille priser til deres kunder op til et vist beløb og give tilsvarende pris til øvrige kunder. Desuden skal prisen stilles til rådighed for offentligheden. Det kan udsætte SI'eren for uforholdsmæssige store risici, som gør, at SI'eren vil fravælge at handle på en måde, der udsætter ham for risikoen for at blive dømt til at blive SI'er. Dette vil påvirke likviditeten negativt. Samtidig ser de nuværende udkast til SI-regler ud til at være udformet i strid med de overordnede regler, således at man ikke bare bliver dømt til at blive SI'er i en ISIN – man kan reelt blive dømt til at blive SI'ere i alle ISINs under en entitet, hvis man opfylder kravet til at blive SI'er i én ISIN. Dette vurderes til at medføre en meget kraftig reduktion i villigheden til at være markedsmaker.

I skrivende stund ser det ud til, at Kommissionen og ESMA er ved at nå til enighed om en phase-in proces i forhold til likviditetskalibreringerne for at vurdere effekten af tiltagene, før de indføres fuldt ud. Der er dog ikke enighed om, hvorvidt processen bør være automatisk eller hvorvidt, der skal foretages en impact assessment mellem hvert skridt. EU-Kommissionen er dog enig med den finansielle sektor i, at der ikke bør være automatik i processen.

### 3.7 Markedsmisbrug

Markedsmisbrugsforordningens bestemmelser om market sounding har til formål at slå fast, at market sounding aktiviteter ikke i sig selv er at betragte som markedsmisbrug (uretmæssig videregivelse af intern viden) samt beskrive, hvorledes market sounding skal foregå.

Market sounding er kommunikation af oplysninger forud for offentliggørelse af en transaktion til investorer for at kunne vurdere investors interesse i transaktionen og de vilkår, der knytter sig til transaktionen.

Forud for hver enkelt market sounding kræves det, at den der videregiver information skriftligt redegør for, hvorvidt der vil blive videregivet intern viden, udarbejder fortegnelser over oplysninger, der er videregivet mv.

Der er således tale om en række administrative byrder for den som foretager market sounding. Ligeledes indebærer reglerne administrative byrder for de aktører, som bliver market sounded.

Hvis reglernes anvendelsesområde fortolkes så bredt, at almindelige "block trades" i det sekundære marked bliver omfattet af reglerne, vil det medføre en væsentlig ændring i forhold til mulighederne for at handle obligationer på det sekundære marked. Dette vil reducere markedslikviditet.

### 4. Tiltag der kan øge markedslikviditet på obligationsmarkederne

Det overstående afsnit om investorernes oplevelser af likviditeten på det danske obligationsmarked viser, at der er behov for tiltag, der kan øge likviditeten. På den baggrund er nedenfor beskrevet en række tiltag, der efter Børsmæglerforeningens og Finansrådets opfattelse kan være med til at forbedre markedslikviditeten for danske obligationer.

#### Færre serier i det danske realkreditsystem

P.t. har realkreditinstitutterne omkring 440 åbne obligationsserier. I forhold til f.eks. Sverige er dette ca. 10 gange højere. Det store antal serier giver i sig selv en udfordring i forhold til at skabe likviditet i serierne, og systemet er nok også ekstra følsomt over for ændringer i de strukturelle forhold som f.eks. en nedgang i repoforretningerne, eller at det er blevet mindre attraktivt at være market maker for obligationerne.

Hensigtsmæssigheden i det store antal af serier i det danske realkreditsystem kan derfor overvejes.

#### Ændring af refinansieringsloven

Bestemmelserne om rentetriggeren i refinansieringsloven forhindrer, at realkreditinstitutter fuldt ud kan genbruge obligationer fra tidligere obligationsserier ved refinansieringsauktionerne. Dette øger antallet af danske realkreditserier.

Refinansieringsloven bør ændres således, at rentetriggeren alene omfatter obligationer med op til 13 måneders løbetid. Dette vil muliggøre fuld genbrug af allerede åbne serier.

### **Tilsynsdiamanten for realkreditinstitutter**

Tilsynsdiamanten for realkreditinstitutter indeholder pejlemærke om kort funding, der medfører et øget antal obligationsserier.

Journalnr. 413/09

Dok. nr. 554509-v1

Pejlemærket bør ændres således, at spredningseffekten reduceres.

### **Øget brug af CCP clearing for repo-forretninger**

Nasdaq nuværende CCP accepterer kun bullet-obligationer. CCP'en kunne med fordel udbygges til også at kunne håndtere konverterbare obligationer samt clearing af kundeorienterede forretninger. I den forbindelse vil det dog være vigtigt for Nasdaq, at udbygningen understøttes af et tilsagn om brug af de nye faciliteter fra institutterne.

Den finansielle sektor bør give tilsagn om øget brug af clearing af repo-forretningerne mellem institutter samt for clearing ved kundeorienterede repo-forretninger for det enkelte institut, hvor det er muligt.

Yderligere bør CCP'erne have adgang til centralbankfaciliteter på linje med bankerne. Dette bør yderligere kombineres med, at repoforretninger, der er clearret via en CCP, skal opgøres på samme vis som aktiviteter med en centralbank i forhold til opgørelsen af LCR og NSFR. Dette vil give et kraftigt incitament til at bruge CCP-clearing og medføre en større kapacitet i markedet til at håndtere markedsudsving. Dermed reduceres markedsvolatiliteten, hvilket vil forbedre den finansielle stabilitet.

### **Nye centralbankfaciliteter**

Yderligere vil det være hensigtsmæssigt med en udvidelse af de pengepolitiske instrumenter i Nationalbanken. Dette vil særligt være relevant i forhold til etablering af længerevarende faciliteter som f.eks. evergreen repo'er<sup>1</sup> eller lignende. Instrumenterne skal selvfølgelig udformes, så der tages hensyn til den danske fastkurspolitik.

### **Forbedret likviditet for statsobligationer**

Investorerne peger på, at den lave likviditet for statsobligationer har afsmittende effekt på realkreditmarkedet.

For at forbedre likviditeten på statsobligation bør der indføres en mulighed for, at investorerne kan bytte forskellige løbetider for statsobligationer i Nationalbanken.

### **NSFR**

Basel-Komiteens forslag til NSFR har en u hensigtsmæssig behandling af repo'er.

---

<sup>1</sup> Evergreen repo'er er repo'er, hvor løbetiden løbende kan forlænges efter gensidig aftale (ofte ud fra forud definerede kriterier) mellem parterne og på den vis skaffes længere finansiering for banken.

NSFR bør implementeres i Europa således, at en repo og en fuldt modsvarende revers repo er neutral i forhold til opgørelsen af NSFR-målet (symmetrisk behandling).

Side 16

Yderlige bør behandlingen af revers repo'er (repo-udlån) ændres således, at den modtagne sikkerhed i form af likviditet medfører, at der ikke stilles krav om stabil finansiering for udlånet.

Journalnr. 413/09

Dok. nr. 554509-v1

### **FRTB**

Basel-Komiteens forslag til FRTB indeholder en række elementer, der vil have en kraftig negativ påvirkning af markedslikviditeten for realkreditobligationer i Danmark.

FRTB bør implementeres i Europa således, at risikovægten for realkreditobligationer ændres fra 400 bp til 100 bp.

Herudover bør aftaler om at føre fastkurspolitik mellem lande i EU anerkendes, når valutarisiko skal beregnes.

Samtidig bør alle valutaer i EU have den samme likviditetshorisont for at sikre et velfungerende fællesmarked for finansielle tjenester i EU.

### **MiFID 2/MiFIR**

Kommissionens forslag om phase-in af likviditetskalibreringerne bør vedtages, og der skal foretages en grundig impact assessment med involvering af den finansielle sektor, inden der foretages beslutning om overgang til næste skridt. Det kan i den kontekst overvejes at undlade en årlig vurdering, men i stedet indføre en evaluering hvert andet år for at mindske arbejdsbyrden i processen.

Samtidig bør det sikres, at SI'ere alene kan omfattes af SI-forpligtelsen på ISIN niveau (i overensstemmelse med SI regimet for aktier).

### **Markedsmisbrug**

I forbindelse med implementeringen af markedsmisbrugsforordningen er det centralt, at de nye regler alene bruges i forhold til transaktioner, der adskiller sig fra almindelig handel. Dette vil sikre handelsomfanget på det sekundære marked og dermed sikre, at markedslikviditeten på obligationsmarkedet ikke forringes.

### **Market maker-aftaler**

I Sverige har de enkelte udstedere af realkreditobligationer indgået bilaterale aftaler om betaling for market making i deres obligationsserier. Dette er blandt andet sket som følge af drøftelser af mæglernes rolle i lyset af, at rammevilkårene for at være market maker er ændret.

På den baggrund bør det overvejes, om likviditeten på det danske obligationsmarked kunne forbedres ved at etablere betaling for market making med inspiration fra Sverige.



## **Bilag: Spørgeramme om markedslikviditet til brug for møder med investorer**

Side 17

### **Markedsforhold – oplevet likviditet**

- 1) Hvordan oplever I markedsforsholdene på det danske obligationsmarked?
- 2) Hvor ser I de største udfordringer og hvorfor?
- 3) Hvis I oplever likviditetsudfordringer, indenfor hvilke områder er de så størst?
- 4) Sammenlignet med situationen for henholdsvis 5 og 10 år siden (før og midt i finanskrisen), hvordan oplever I så markedslikviditet, når I handler obligationer (opdel gerne jeres bemærkninger på forskellige løbetider, udstedere, etc. hvis det har relevans)? I den forbindelse vil vi også gerne have opdelt jeres oplevelser på nedenstående delområder:
  - a) Spread
  - b) Eksekveringshastighed
  - c) Andre omkostninger ud over spread
  - d) Markedsimpact
- 5) Hvordan er markedslikviditeten i Danmark og udviklingen i denne relativt til andre sammenlignelige lande?
- 6) Giver den nuværende markedslikviditet og/eller udviklingen i denne anledning til, at I fravælger danske obligationer helt eller delvist som investeringsinstrument?
- 7) Påtænker I eventuelt at opgradere alternative investeringer på bekostning af danske obligationer?
- 8) Er I begyndt at anvende andre platforme til at handle end hidtil?
- 9) Hvordan tror I, at det danske obligationsmarked udvikler sig?
- 10) Har ændrede regulatoriske krav gjort det vanskelige for jer at handle og investere?
- 11) Er der andre krav (ikke regulatoriske), der har gjort det vanskeligt for jer at handle og investere?
- 12) Har I data, der understøtter jeres svar under spg. 1-11 og I givet fald kan I dele dem med os? Er der mulighed for at bruge disse oplysninger mere bredt (selvfølgelig anonymiseret)?

Journalnr. 413/09

Dok. nr. 554509-v1

### **Løsninger**

- 13) Hvis I oplever likviditetsudfordringer på markederne, hvilke tiltag mener I så kan forbedre situationen?

Her bedes I også fokusere på tiltag, der ikke inkluderer tilbagerulning af reguleringsinitiativer for den finansielle sektor.

Side 18

14) Hvis det antages, at der ikke foretages ændringer af reguleringen for den finansielle sektor, hvordan ser I så markedet udvikle sig de kommende år? Opdel gerne jeres skøn for udviklingen på:

Journalnr. 413/09

Dok. nr. 554509-v1

- a) Udstedere
- b) Investorer
- c) Handelspladser
- d) Børsmæglere/banker