

DANMARKS NATIONALBANK
Kapitalmarkedsafdelingen
28. oktober 2008
EDH 401-17-2, 402

Kopi:

G:\FONDS\STATSGUVA\Udstedelse af 30-årige statspapirer_5.doc

Notat

Overvejelser om udstedelse af 30-årige statsobligationer

1. Sammenfatning

ATP har tilkendegivet en interesse for at placere ca. 60 mia.kr. i et 30-årigt dansk statspapir. Interessen er formentlig bredere baseret end ATP, hvilket afspejler markedsforholdene i lyset af den seneste turbulens på de finansielle markeder.

I det følgende beskrives årsagen til pensionssektorens og særligt ATPs interesse for lange danske statspapirer. Derudover vurderes perspektiverne ved at udstede en 30-årig statsobligation ud fra en statsgældspolitisk betragtning. Konklusionerne er:

- ◆ Med den nuværende markedssituation har pensionssektoren en åbenlys interesse for at investere i en lang dansk statsobligation som følge af et udvidet rentespænd til Tyskland. Samtidig vil pensionssektoren kunne foretage en exit fra deres eksisterende renteswaps, hvor pengemarkedsrenterne i øjeblikket giver anledning til høje omkostninger.
- ◆ Udstedelse af en 30-årig dansk statsobligation er ikke umiddelbart fordelagtig ud fra en snæver indenlandsk statsgældspolitisk betragtning. Endvidere er udstedelse af en 30-årig statsobligation ikke i tråd med udstedelsesstrategiens fokus på opbygning af likvide benchmarkpapirer i det 10-årige segment.
- ◆ Der har været et betydeligt behov for at intervenere i valutamarkedet for at støtte kronen, 64 mia.kr. i oktober. Samtidig har det vist sig vanskeligere end normalt at optage udenlandske statslån til valutareserven. En dansk statsobligation med lang løbetid kan give pensionssektoren mulighed for at afdække renterisici i et kronepapir og derved give mulighed for salg af europapirer, hvilket indirekte vil øge valutareserven. ATP har anført, at de gerne vil aftage et 30-årigt statspapir og i den forbindelse foretage en omlægning fra udenlandske til indenlandske placeringer. Sammenlignet med udenlandsk låntagning til valutareserven er denne løsning umiddelbart dyr, men under de nuværende markedsforhold er udenlandsk låntagning ikke nødvendigvis tilgængelig i et tilstrækkeligt omfang. Hertil kommer, at den anden opgave for statsgælden er at sikre tilstrækkelig udenlandsk låntagning til valutareserven.

Desuden arbejdes der fra Finansministeriet side videre med ændring af DSPs reglement. Hensigten er at give DSP mere fleksibilitet i investeringsvalget og derved placere en større andel af midlerne i realkreditpapirer. Det er hensigten, at der ved auktionerne i december kan foretages en placering i rentetilpasningslån (F1-lån) svarende til finansieringsbehovet fra de almennyttige boliger. Dermed afdækker staten samlet renterisikoen ved udstedelserne. ATP har endvidere tilkendegivet interesse for at placere op til 100 mia.kr. i rentetilpasningslån.

2. Pensionssektorens interesse i lange statsobligationer

Pensionssektoren er karakteriseret ved at have langtløbende forpligtelser i form af eksempelvis garanterede pensionsudbetalinger. En afdækning af pensionsforpligtelserne kan opnås ved at investere i fastforrentede statsobligationer med lang restløbetid.¹ Flere danske pensionselskaber har ifølge markedsforlydender været aktive og købt mindre andele af lange europæiske statsobligationer. Den danske stat har i en længere årrække ikke udstedt i det lange segment.

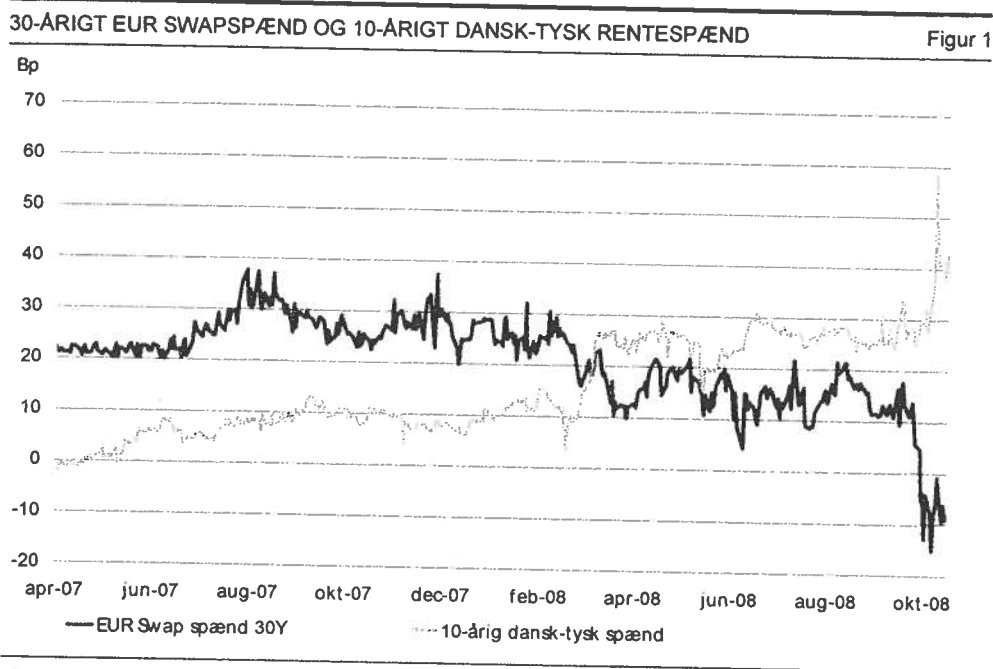
Afdækningen kan også foretages ved hjælp af renteswaps, hvor der modtages en fast rente i fx 30 år mod at betale en variabel rente. I de senere år har pensionssektoren i stigende grad anvendt renteswaps frem for lange statsobligationer. Specielt ATP har været markedsleder til at implementere renteswaps. Eksempelvis havde ATP ved udgangen af 2007 indgået renteswaps til afdækning af pensionsforpligtelser til en værdi på knap 480 mia.kr. Årsagen til den udbredte anvendelse af renteswaps er, at det europæiske renteswapmarked har været meget likvidt.

I den seneste tid er det 30-årige swapspænd i euroswapmarkedet blevet negativt, jf. figur 1. Det betyder, at det giver højere rente at afdække pensionsforpligtelserne gennem investering i lange tyske statsobligationer end via en swapkontrakt.

Hvis der er mulighed for at investere i et dansk 30-årigt statspapir i stedet, vil en endnu højere forrentning kunne opnås som følge af, at det dansk-tyske rentespænd er steget markant. Det vil endvidere mindske eksponeringen over for de korte pengemarkedsrenter, som i øjeblikket giver anledning til høje omkostninger for pensionssektoren. Det betyder, at det i øjeblikket er profitabelt at købe en dansk 30-årig statsobligation² og ophæve en 30-årig swapkontrakt.

¹ Lange realkreditobligationer er typisk konverterbare annuitetslån, og varigheden væsentlig mindre end løbetiden som følge af konverteringsrisikoen.

² Det antages, at en dansk 30-årig statsobligation vil have et spænd til en tilsvarende tysk statsobligation, som svarer til rentespændet i det 10-årige segment.



Den nuværende markedssituation er formentlig en af årsagerne til, at ATP efter tidligere at have tilkendegivet, at de ikke ser den store efterspørgsel efter lange danske statspapirer, har tilkendegivet deres interesse for at investere i et 30-årigt dansk statspapir.

3. Statsgældspolitiske overvejelser om udstedelse af 30-årige statsobligationer

Den overordnede målsætning for den danske statsgældspolitik er at dække statens finansieringsbehov til lavest mulige omkostninger under hensyntagen til et acceptabelt risikoniveau, og sikre, når det er nødvendigt, tilstrækkelig valutarisk likviditet. Herudover tilrettelægges statsgældspolitikken med henblik på at lette statens adgang til kapitalmarkederne på længere sigt og understøtte et velfungerende indenlandsk kapitalmarked. I det følgende overvejes konsekvenserne for statsgældspolitikken af en 30-årig udstedelse.

Udstedelsesstrategi

Strategien for statsgældspolitikken har i de senere år været fokuseret på opbygning af likvide papirer i det 10-årige benchmarksegment. Udstedelse af en 30-årig statsobligation i et omfang på fx 30 mia.kr. er ikke et naturligt element i udstedelsesstrategiens fokus på opbygning af likvide benchmarkpapirer. I de senere år har staten haft et lavt lånebehov, men lånebehovet må forventes at vokse betydeligt i de kommende år. Det kunne give anledning til at overveje muligheden for igen at udstede i det 30-årige segment. Det skal i den forbindelse nævnes, at det typisk er lande med et stort udstedelsesbehov, der har valgt at udstede i det 30-årige segment.

En 30-årig udstedelse kan endvidere blive et relevant instrument ved finansieringen af en Femernbro. Såfremt det besluttes, at en Femernbro skal finansieres med statslige genudlån vil det være nyttigt, hvis der eksisterer et 30-årigt papir, som kan være udgangspunkt for afgivelse af genudlån.

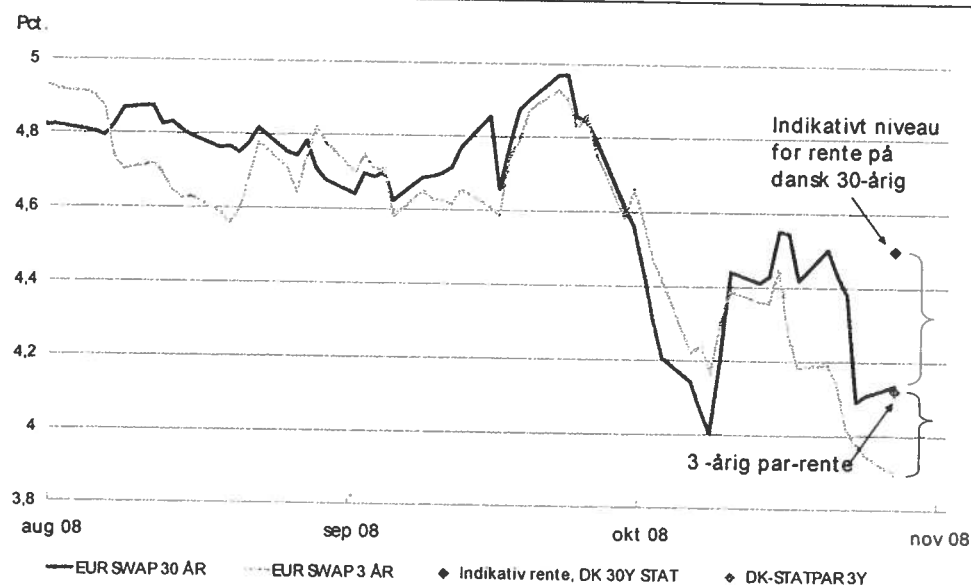
Provenuet fra udstedelse af et 30-årigt papir vil som udgangspunkt blive placeret på statens konto. Budgetsituationen er blevet forværret siden sommeren, og i den forbindelse kan et større indestående være hensigtsmæssigt, såfremt tendensen fortsætter. Derudover vil et højere indestående på kontoen blive nedbragt, i det omfang Den Sociale Pensionsfond omlægger investeringerne til en større andel danske realkreditobligationer ved at sælge statspapirer til staten. Indestændet på statens konto følges løbende.

Omkostninger vs. risiko

Udstedelser af lange statsobligationer vil isoleret set medføre en stigning i statsgældens gennemsnitlige restløbetid³ og dermed ændre statens risikoprofil. Pt. er den gennemsnitlige restløbetid på statsgældsporteføljen omkring 3 år. Ved udstedelse af 30 mia.kr. i det 30-årige segment, som placeres kort på statens konto, vil den gennemsnitlige restløbetid stige til ca. 5,5 år. Dermed er risikoprofilen på statsgældsporteføljen ændret. For at vurdere fordelagtigheden med uændret risiko, bør transaktionen ses i sammenhæng med renteswaps, der sikrer, at den gennemsnitlige restløbetid fortsat er ca. 3 år. Beregningen viser, at udstedelse i det 30-årige segment kombineret med swap vil indebære en meromkostning på omkring 20-40 bp i forhold til en 3-årig statsudstedelse, hvor renten pt. er ca. 4,1 procent, jf. figur 2.

FORDELAGTIGHED VED 30-ÅRIG UDSTEDELSE

Figur 2



Kilde: Bloomberg

³ I Statsgældsforvaltningens risikostyring vægtes den gennemsnitlige restløbetid med markedsrenten, svarende til beregning af Macauley-varigheden.

Hvis der udstedes en 30-årig statsobligation er det med de nuværende markedsforhold ikke fordelagtigt at indgå renteswaps. Dermed vil den gennemsnitlige restløbetid stige. På længere sigt er der mulighed for, at statsgældsporteføljens restløbetid nedbringes i takt med normalisering på swapmarkedet.

Åbning og fremtidig handel med en 30-årig statsobligation

Statsgældspolitikken bygger på hensyn om gennemsigthed og forudsigelighed. Hvis det besluttet at gennemføre åbning af et 30-årigt papir, vil det være væsentligt, at der er mulighed for en bred deltagelse. Der kan være forskellige hensyn vedrørende udstedelsesmetoden, men det vil være mest oplagt at anvende en auktion eller en form for syndikering.

Udgangspunktet vil være, at renten skal afspejle de gældende markedsforhold med reference til bl.a. tilsvarende lange papirer fra andre europæiske udstedere. ATP nævnte et renteniveau på omkring 4,5 procent, hvilket måske vil være svært at nå, givet at det tyske 30-årige papir på daværende tidspunkt handlede med en rente på omkring 4,25 procent.

Efter udstedelse må det forventes, at papiret kun i begrænset omfang vil blive handlet i markedet, dels på grund af den begrænsede volumen, og dels fordi papiret primært afsættes til "buy-and-hold"-investorer.

Interessen for et 30-årigt dansk statspapir i pensionssektoren kan til en vis grad forventes at afhænge af aktuelle markedsforhold. Interessen kan således mindskes, hvis rentespændet til eurolandene indsnævres, og swapmarkederne normaliseres.

Dertil kommer, at papiret i takt med løbetidsforkortelse ikke længere opfylder formålet om at kunne anvendes i pensionsinstitutternes risikostyring. Der er dermed en risiko for, at papiret ender som en "dødvægt", der binder likviditet uden at bidrage til statsgældsstrategien. Erfaringerne fra statens seneste 30-årige papir åbnet i 1994 viser, at det er en reel risiko. ATP har i denne sammenhæng foreslået, at der med mellemrum kan ske en ombytning til et nyt 30-årigt papir. Erfaringerne fra tidligere ombytningsauktioner viser, at det kan være vanskeligt at gennemføre ombytningsaktioner i papirer med lang restløbetid på grund af strategisk adfærd blandt markedsdeltagerne.

Lange udstedelser i andre lande

I løbet af de senere år har flere statslige udstedere genoptaget eller påbegyndt udstedelsen af meget lange, fastforrentede eller inflationsindekserede statsobligationer.

Baggrunden for de lange udstedelser har typisk været, at et stigende omfang af private pensionsopsparinger har øget pensionssektorens strukturelle efterspørgsel efter meget lange statsobligationer, ikke mindst på grund af lov-

givningsmæssige krav til afdækningen af pensionsforpligtelserne som i Danmark.

Erfaringer fra de lande, som har udstedt lange papirer er dog, at det ikke nødvendigvis er pensionssektoren, der står for den største efterspørgsel ved udstedelsen, og at det kan være vanskeligt at målrette udstedelser mod specifikke investorsegmenter med særlige behov, herunder indenlandske investorer.

4. Hensyn til valutareserven

Der har på det seneste været et betydeligt behov for at intervenere i valutamarkedet for at støtte kronen. I oktober er der inter文eneret for 64 mia.kr. Presset på kroner skal ses i lyset af porteføljeomlægning fra internationale investorer, der sælger ud af deres beholdning i kronepapirer. Endvidere kan fald på de internationale aktiemarkeder også indirekte have medført et pres på danske kroner, idet pensionskasser i lyset af aktiefald har mindre behov for at afdække så store udenlandske positioner, og derfor opsiger flere af deres derivatkontrakter. I kølvandet på disse bevægelser har der endvidere været forlydender om, at internationale banker har taget spekulative positioner, der lægger uden for valutabåndet.

Endvidere har det samtidig vist sig vanskeligere end normalt at optage udenlandske statslån til valutareserven. En dansk statsobligation med lang løbetid kan give pensionssektoren mulighed for at afdække renterisici i et kronepapir og derved muliggøre salg af europapirer, hvilket indirekte vil øge valutareserven. ATP har tilkendegivet, at de vil foretage en omlægning fra udenlandske til indenlandske placeringer eller afdækning via derivater for et beløb på 100 mia.kr. Erfaring fra salget af 4 pct. stående lån 2010 til ATP tidligere på måneden har vist, at det kan have en markant effekt, hvis markedsdeltagere indirekte inter文enerer for Nationalbanken.

5. Konklusion

I den aktuelle situation, hvor store interventioner har drænet valutareserven, taler hensynet til valutareserven for, at der snarligt åbnes et 30-årigt indenlandsk statspapir i forståelse af, at ATP benytter det som alternativ til afdækning af renterisiko via eurorenteswaps, hvilket vil øge valutareserven.

Et 30-årigt papir bør åbnes med et udestående på omkring 30 mia.kr. og efterfølgende opbygges til ca. 60 mia.kr. Åbning af et 30-årigt papir bør ikke berøre udstedelsesstrategien om opbygning af likvide serier i det 10-årige segment.

Overvejelserne vedrørende ændring af investeringsregler for DSP behandles særskilt.