



Danmarks
Nationalbank

Statsgældspolitikken
i lyset af faldende gæld

Sammenfatning og konklusion

På baggrund af den faldende gæld har Statsgældsforvaltningen analyseret perspektiverne for den fremtidige indretning af det danske statspapirmarked. Rapporten har til formål at undersøge, hvordan det danske statspapirmarked skal indrettes i de kommende år, givet målsætningerne om at:

- dække statens finansieringsbehov til lavest mulige langsigtede låneomkostninger under hensyntagen til et acceptabelt risikoniveau,
- lette statens adgang til kapitalmarkederne på længere sigt og understøtte et velfungerende indenlandsk kapitalmarked.

I forbindelse med udarbejdelsen af rapporten er centrale aktører i det danske statspapirmarked blevet konsulteret, herunder primary dealerne og andre markedsdeltagere.

KONSEKVENSEN AF FALDENDE GÆLD FOR STATSPAPIRMARKEDET

Rapporten består af tre dele, der analyserer følgende spørgsmål:

- I hvilket omfang forventes staten at få behov for at låne i fremtiden?
- Hvad er omkostningerne ved at stille statslig låntagning i bero og senere genetablere et indenlandsk statsobligationsmarked?
- Hvilken rolle spiller danske statspapirer på det indenlandske finansielle marked?

Lånebehov og strategi

Rapportens første del tager udgangspunkt i regeringens rapport *Mod nye mål – Danmark 2015* (2015-planen). Ifølge 2015-planen vil der i de kommende år være statslige overskud. Overskuddene forventes dog at falde frem mod 2015. Analysen viser, at der på grund af forfald af statspapirer fortsat er behov for at udstede statsobligationer. Det gennemsnitlige årlige lånebehov i perioden 2008-15 er omkring 30 mia.kr.

På længere sigt trækker særligt en større andel af ældre i retning af, at lånebehovet på ny stiger. Ifølge regeringens og Det Økonomiske Råds langsigtede fremskrivninger ophører overskuddene på statsfinanserne, og staten får et betydeligt lånebehov. Der er således ikke udsigt til, at udstedelse af statsobligationer kan stilles i bero. Lukning af statspapir-

markedet er kun en mulighed, hvis der opstår en længere periode med overskud, som er væsentligt større end forventet i 2015-planen.

Hvis gælden afvikles, og der fortsat er overskud, opstår der et behov for at investere i aktiver. I en række lande med overskud over en længere periode sker opbygningen af statslige aktiver i særlige fonde med fastlagte formål, investeringspolitik og regler for ind- og udbetaling. Landene har samtidig valgt at fastholde et udstedelsesprogram af statsobligationer for at sikre et velfungerende indenlandsk kapitalmarked.

Omkostninger ved genetablering af statspapirmarkedet

I rapportens anden del undersøges, om der er omkostninger forbundet med midlertidigt at indstille statslig udstedelse og efterfølgende genetablere markedet. Lukning af statspapirmarkedet er kun en mulighed, hvis der opstår en længere periode med overskud, som er væsentligt større end forventet i 2015-planen. Analysen viser, at genetableringen er forbundet med omkostninger, primært som følge af en opstartsperiode med dårligere lånevilkår. Omkostningerne er vurderet ud fra tre tilgange:

- Lånevilkårene i det nuværende statslige låneprogram sammenlignes med lånevilkårene for andre højtratede indenlandske udstedere. Analysen viser, at staten med et etableret låneprogram låner til en rente, der er 25-35 basispoint lavere end andre højtratede indenlandske udstedere. Resultatet ligger tæt på en tilsvarende undersøgelse foretaget af den australske statsgældsforvaltning.
- Ved opstarten af statsobligationsmarkedet midt i 1970'erne lånte staten til en rente, der var op til 60 basispoint højere end renten på tilsvarende obligationer udstedt af realkreditinstitutterne.
- Erfaringerne fra eurolånprogrammet indikerer, at staten i en opstartsfase låner til en rente, der er omkring 10 basispoint højere sammenlignet med et veletableret program.

Samlet indikerer analysen, at der i en opstartsfase på nogle få år er dårligere lånevilkår. Der er dog betydelig usikkerhed om størrelsesordenen af omkostningerne og varigheden af opstartsfasen.

Alternativet til lukning og senere genetablering er at fortsætte udstedelse af statsobligationer, også selv om der i en periode ikke er et statsligt finansieringsbehov. Det skønnes, at låneprovenuet kan investeres til en rente mindst svarende til statens låneomkostninger, uden at staten pådrager sig finansielle risici af betydning. New Zealand udsteder fx indenlandske obligationer, selv om de i en periode ikke har haft et statsligt finansieringsbehov. Provenuet placeres i sikre udenlandske obligationer, og valutakursrisikoen afdækkes via valutaswaps.

Statspapirers rolle i Danmark

I den sidste del af rapporten undersøges, om statspapirer har en særlig rolle i at understøtte det finansielle marked i Danmark.

Statspapirmarkedet fungerer i en række sammenhænge som benchmark og reference for de øvrige finansielle instrumenter på rentemarkederne. Statspapirmarkedet bidrager derved til god prisdannelse og dermed effektiv kapitalallokering. Det skyldes, at statspapirerne er standardiserede instrumenter med lav kreditrisiko og høj likviditet. Statspapirers lave kreditrisiko gør dem samtidig velegnede til at indgå som en del af en investeringsportefølje som det sikre aktiv.

Analysen fokuserer på statspapirers rolle som prisreference og investeringsobjekt. Analysen viser, at andre typer finansielle instrumenter, fx realkreditobligationer, swapmarkedet eller udenlandske statspapirer, i normale situationer kan sikre en effektiv prisfastsættelse. Under unormale markedsforhold bliver forskelle mellem statspapirer og andre instrumenter dog mere åbenbare. Fraværet af statspapirer kan medføre, at kapitalmarkedet i en sådan situation fungerer mindre effektivt.

STATSGÆLDSPOLITIKKEN I DE KOMMENDE ÅR

På baggrund af analysen af perspektiverne for det danske statspapirmarked har Statsgældsforvaltningen i samarbejde med Finansministeriet besluttet at fortsætte udstedelsen af statsobligationer. Der er især lagt vægt på, at staten i de kommende år har behov for låntagning, og at der er omkostninger forbundet med genetablering af et låneprogram efter lukning. For at sikre et likvidt statspapirmarked er udstedelsesstrategien:

- Åbning af et nyt 10-årigt statspapir ca. hvert andet år, der opbygges til et endeligt udestående på omkring 50 mia.kr.

I det omfang de statslige fonde investerer i indenlandske statsobligationer, øges kravet til udstedelse for at sikre et likvidt statspapirmarked.

Det er hensigten fortsat at sikre rammer for statspapirmarkedet, der understøtter et velfungerende marked for danske og internationale markedsdeltagere og investorer. Statsgældsforvaltningens aftaler med en række banker (primary dealere) om udstedelse af og handel med statspapirer vil også i de kommende år være et centralt element i indretningen af statspapirmarkedet.

Strategien vil blive evalueret efter 3-4 år.

I. Lånebehov og udstedelsesstrategi

UDVIKLINGEN I STATENS LÅNEBEHOV

I.1

I de seneste 10 år er statsgælden nedbragt væsentligt fra ca. 600 mia.kr. ved udgangen af 1997 til ca. 250 mia.kr. ved udgangen af 2007, svarende til et fald fra 53 pct. af BNP til 14 pct. af BNP, jf. figur I.1.1.

Gældsnedbringelsen afspejler statslige overskud stort set hvert år siden 1997, særligt i de seneste tre år. I gennemsnit var overskuddene omkring 35 mia.kr. i perioden.

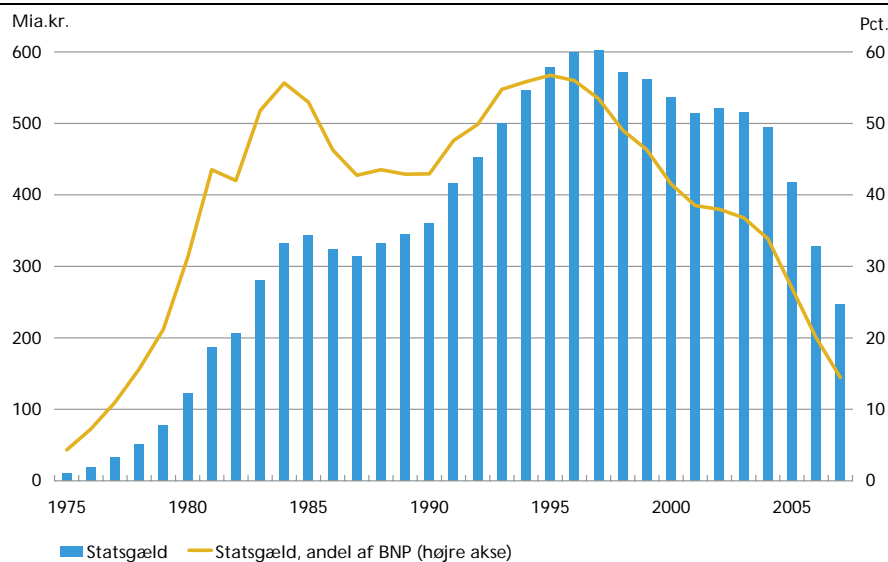
En væsentlig del af gældsnedbringelsen skyldes indtægter fra Nordsøaktiviteter samt ekstraordinære forhold (fx statens salg af aktier i Tele Danmark A/S og ekstraordinært høje indtægter fra pensionsafkastskat), jf. figur I.1.2. Faldet i statsgælden og et lavere renteniveau har bidraget til en markant reduktion i statens renteomkostninger fra 44 mia.kr. i 1997 til 15 mia.kr. i 2007.

Lånebehovet frem til 2015

De seneste år har statens overskud været ekstraordinært store. Det afspejler, at en række forhold af midlertidig karakter har trukket i samme retning, bl.a. den stærke konjunktursituation, høje oliepriser og kurs-

STATSGÆLDEN, 1975-2007

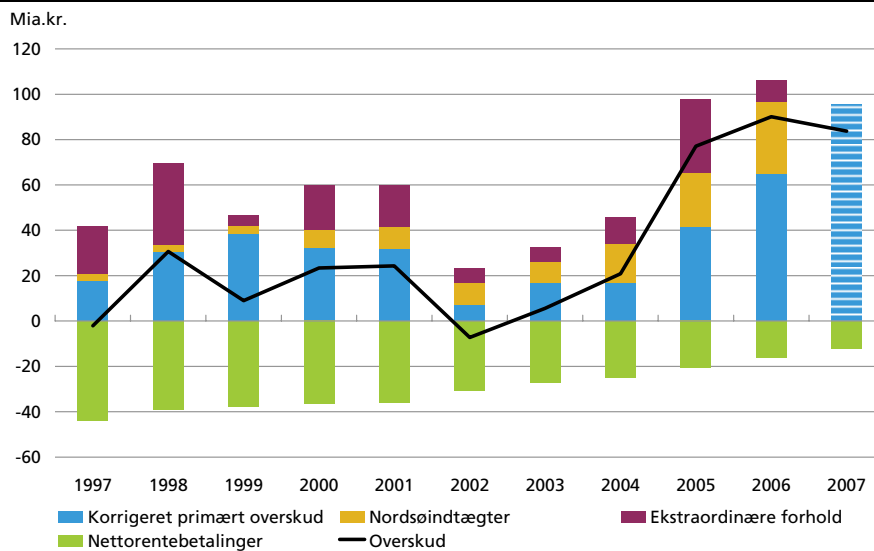
Figur I.1.1



Anm.: Statsgælden er opgjort inkl. DSPs aktiver fra 1. januar 1982.

DEKOMPONERING AF STATENS OVERSKUD

Figur I.1.2



Anm.: Overskud opgjort som statens nettokassesaldo. I det korrigerede overskud er fraregnet Nordsøindtægter, ekstraordinære forhold og nettorentebetaling. For 2007 er alene overskud og nettorentebetaling opgjort.

Kilde: *Budgetoversigt 1*, februar 2008 og *Statsregnskabet*.

stigninger på de finansielle markeder. I regeringens fremskrivning, *Mod nye mål – Danmark 2015* (2015-planen), forventes lavere overskud frem til 2015, jf. figur I.1.3. Navnlig fire forhold i 2015-planen trækker i retning af lavere overskud:

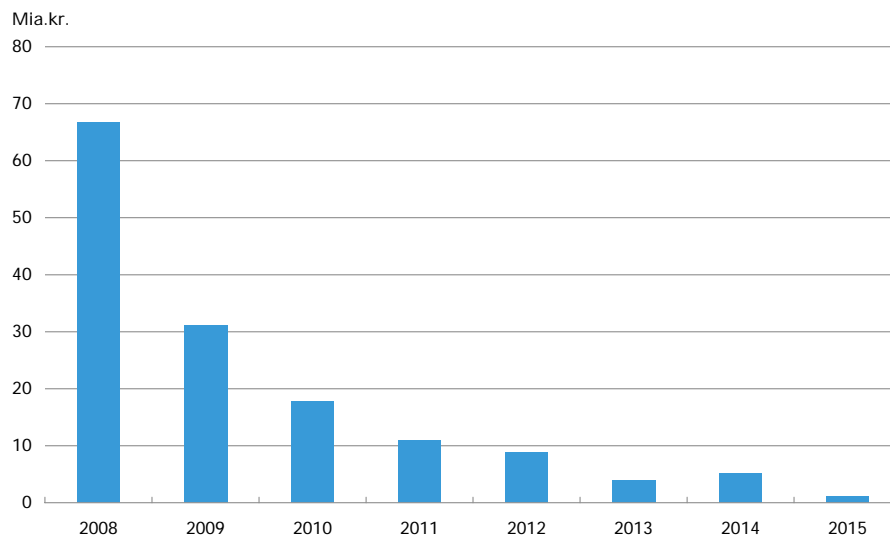
- Den meget stærke konjunktursituation i de senere år antages gradvist at blive normaliseret. Det forklarer over halvdelen af det forventede fald i overskuddet.
- Indtægterne fra Nordsø-produktionen falder gradvist fra det nuværende høje niveau.
- Udgifterne til folkepension stiger i takt med, at der bliver flere folkepensionister.
- Prioriteringen i udgifts- og skattepolitikken frem mod 2015 trækker i retning af lavere overskud.

Statens årlige lånebehov afhænger af statens overskud og refinansiering af forfald af statspapirer. I perioden 2008-15 forventes statens årlige lånebehov i gennemsnit at udgøre omkring 30 mia.kr., jf. figur I.1.4.

Fremskrivningen i 2015-planen angiver det forventede behov for låntagning i de kommende år. Det faktiske lånebehov kan afvige herfra, hvis fx konjunkturudviklingen afviger fra det forudsatte.

FREMSKRIVNING AF STATENS OVERSKUD

Figur I.1.3



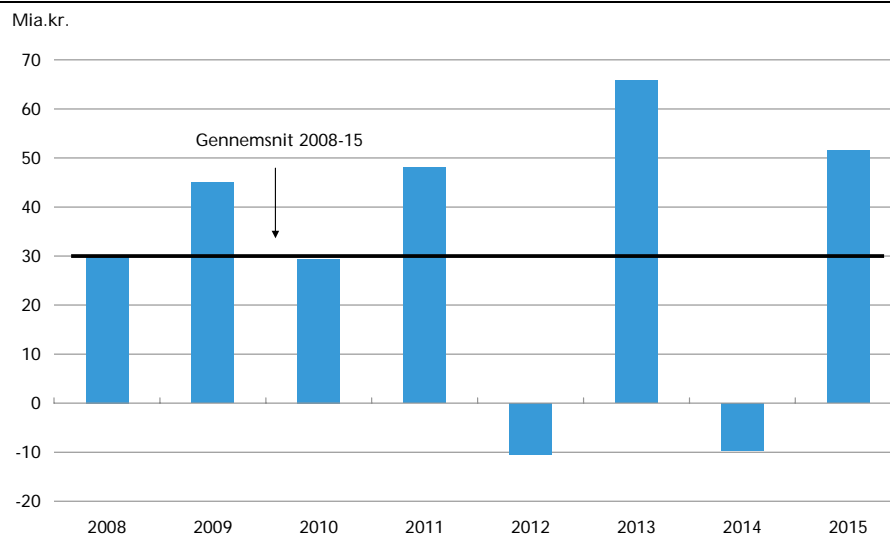
Anm.: Det anvendte overskudsbegreb er statens nettokassesaldo.
 Kilde: *Mod nye mål – Danmark 2015 og Budgetoversigt 1*, februar 2008.

Lånebehovet i årene efter 2015

I 2015-planen fremskrives den statslige saldo efter 2015 med såkaldte neutrale og beregningstekniske antagelser, bl.a. omkring udviklingen i levetiden og de udgiftspolitiske konsekvenser heraf. Fremskrivningen er behæftet med stor usikkerhed.

STATENS FORVENTEDE LÅNEBEHOV I STATSOBLIGATIONER

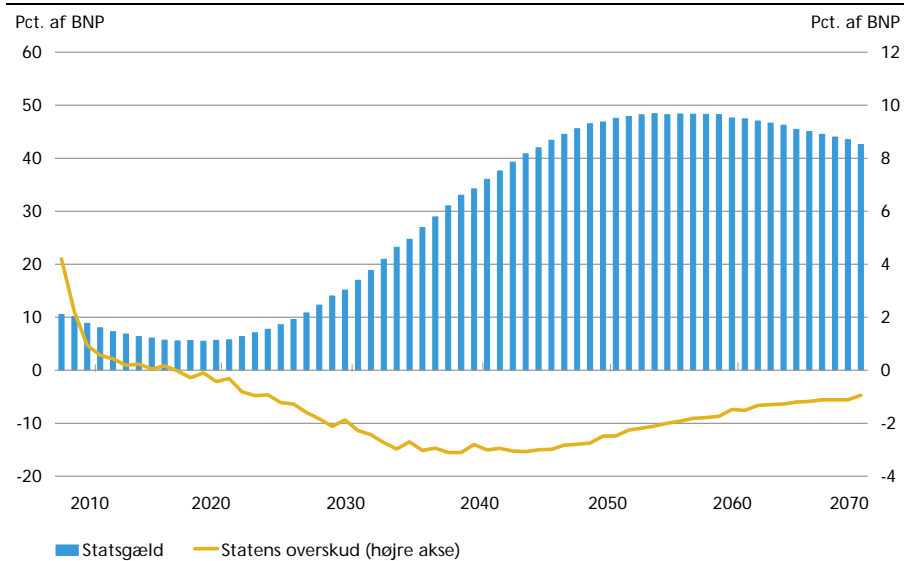
Figur I.1.4



Kilde: *Mod nye mål – Danmark 2015 og Budgetoversigt 1*, februar 2008.

STATSGÆLD OG NETTOKASSESALDO, 2008-70

Figur I.1.5

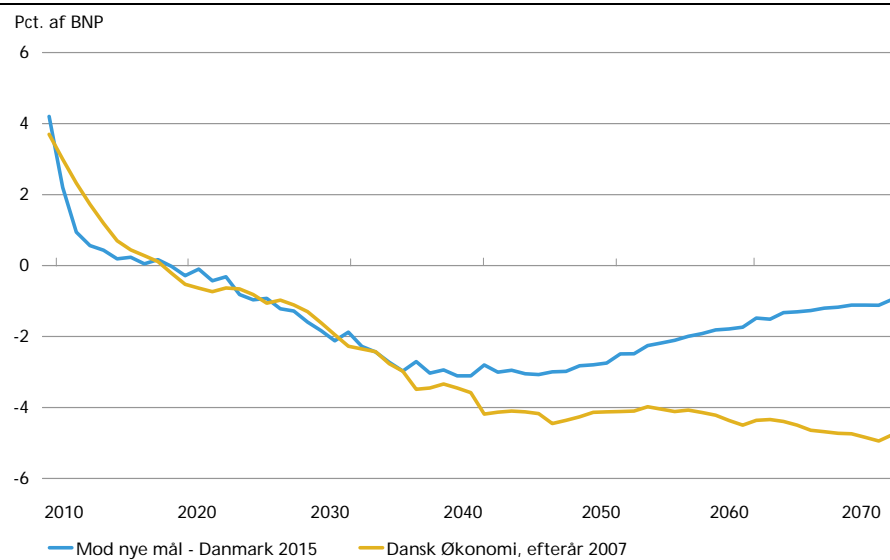


Kilde: *Mod nye mål – Danmark 2015*.

Ifølge den tekniske fremskrivning vil den statslige saldo efter 2015 være i underskud, der gradvist stiger til omkring 3 pct. af BNP i 2035, jf. figur I.1.5.

LANGSIGTEDE FREMSKRIVNINGER AF DEN OFFENTLIGE SALDO

Figur I.1.6



Kilde: *Dansk Økonomi, efterår 2007*, Det Økonomiske Råd og *Mod nye mål – Danmark 2015*.

Særligt to forhold forklarer udviklingen i fremskrivningen:

- Fra 2020 til 2040 forlader relativt store årgange arbejdsmarkedet, og antallet af beskæftigede i forhold til ikke-beskæftigede aftager. Det trækker i retning af underskud, bl.a. fordi større ældreårgange medfører øgede udgifter til ældrepleje og sundhed.
- Der forventes faldende indtægter fra Nordsøen, svarende til at det årlige provenu fra olie- og gasproduktion i Nordsøen aftager med ca. 0,5 pct. af BNP fra 2015 til 2040.

Det Økonomiske Råds seneste rapport, *Dansk Økonomi, efterår 2007*, indeholder en langsigtet fremskrivning af dansk økonomi, der viser større underskud end i 2015-planen, jf. figur I.1.6. Forskellene træder først tydeligt frem efter 2035 og skyldes andre forudsætninger, fx vedrørende udviklingen i arbejdsstyrken og virkningen af højere levetid på sundhedsudgifterne. Ifølge begge fremskrivninger har staten et betydeligt lånebehov på længere sigt.

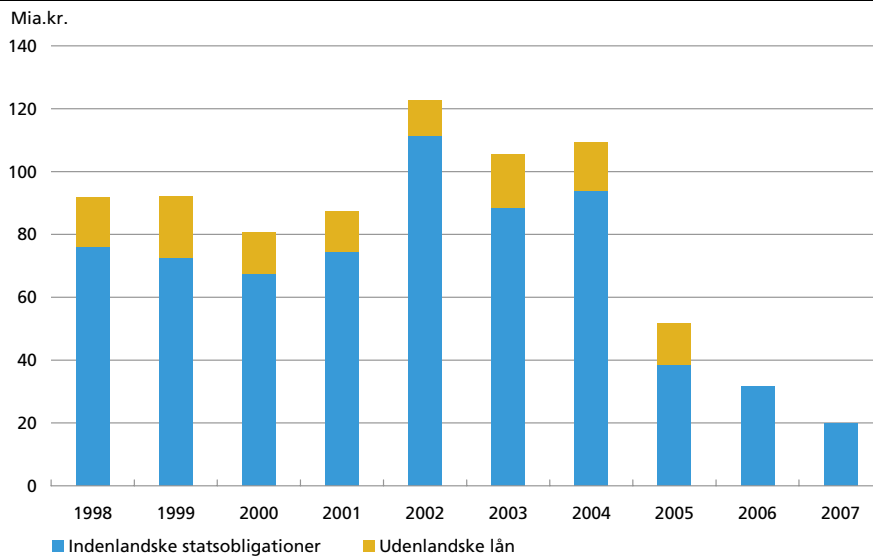
TILPASNING AF UDSTEDELSESTRATEGIEN

I.2

Statens udstedelsesstrategi har i lyset af flere års markante overskud været tilrettelagt efter at fastholde likviditet i det indenlandske statspærmarked. For få år siden udstedte staten skatkammerbeviser, 2-, 5- og 10-årige indenlandske statsobligationer samt 5-årige eurolån. I alt var det årlige udstedelsesomfang omkring 100 mia.kr., jf. figur I.2.1.

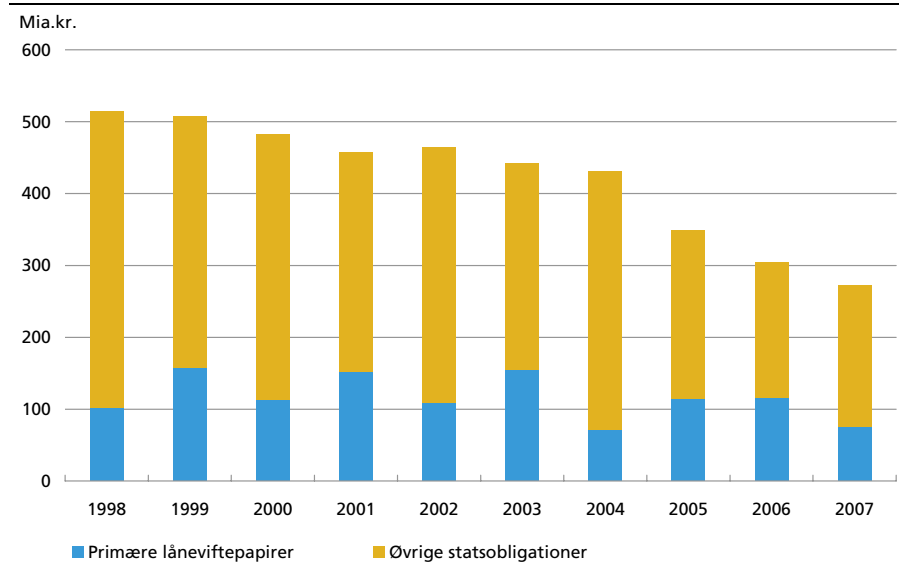
ÅRLIG UDSTEDELSE AF STATSOBLIGATIONER

Figur I.2.1



STATSOBLIGATIONER EKSKL. STATSLIGE FONDES BEHOLDNING

Figur I.2.2



I de seneste tre år har det årlige udstedelsesomfang i gennemsnit været ca. 30 mia.kr. Strategien er derfor ændret, således at statsobligationsudstedelserne er koncentreret om det 10-årige løbetidssegment, mens statens eurolånprogram er stillet i bero og skatkammerbevisprogrammet udfases i 2008.

Valget af løbetidssegment afspejler, at staten normalt har en komparativ fordel i det lange løbetidssegment på grund af sin høje kreditværdighed, og at det 10-årige løbetidssegment internationalt anses som det vigtigste.

Koncentrationen af udstedelserne på færre papirer har bidraget til at sikre likviditet i de primære låneviftepapirer. I perioden 1998-2007 har udeståendet i de primære udstedelsespapirer svinget omkring 100 mia.kr., mens udeståendet i de øvrige statsobligationer ekskl. de statslige fondes beholdning er faldet fra 400 mia.kr. til 200 mia.kr., jf. figur I.2.2.

Tilpasning af udstedelsesstrategien i Finland og Sverige

Finland og Sverige har haft faldende gæld og har, som Danmark, valgt at koncentrere udstedelserne i få papirer.

Den finske statsgæld er siden 1997 faldet fra ca. 65 pct. af BNP til ca. 30 pct. af BNP ved udgangen af 2007. Den finske statsgældsforvaltning forventer fortsat at være til stede i de finansielle markeder for at refinansiere forfald af lån og samtidig forberede sig på kommende udfordringer,

herunder særligt den stigende andel af ældre. Finland har ikke planer om at ændre på udstedelsespolitikken.¹

Den svenske statsgæld er siden 1997 faldet fra 75 pct. af BNP til ca. 40 pct. af BNP ved udgangen af 2007, og gælden forventes yderligere reduceret til omkring 30 pct. af BNP ved udgangen af 2009, bl.a. på grund af høj vækst og privatisering af statsejede selskaber. Det primære hensyn i udstedelsespolitikken er at fastholde et likvidt statsobligationsmarked. Som følge heraf er det svenske skatkammerbevisprogram nedskaleret i 2007, mens udstedelse af svenske indeksobligationer og obligationer i udenlandsk valuta bibeholdes. Hensigten er at sikre en stabil udstedelsespolitik samt velfungerende markeder.²

FORUDSÆTNINGER FOR ET LIKVIDT STATSPAPIRMARKED

I.3

Udstedelsesstrategien bygger på, at investorerne er villige til at betale en højere pris for likvide statsobligationer. Således kan staten ved at opbygge store likvide serier i statsobligationsmarkedet opnå en likviditetspræmie og dække lånebehovet til en lavere rente.

Statsgældsforvaltningen har tidligere analyseret likviditet i det danske statspapirmarked, jf. *Statens låntagning og gæld 2002*, kapitel 8. Analysen viste, at der var en likviditetspræmie i det danske statspapirmarked.

For at fastholde et likvidt statspapirmarked kræves et stort udestående i statsobligationer. Det er international standard, at statspapirer opbygges til minimum 5 mia.euro for at kunne handles på de internationale elektroniske handelsplatforme. I det 10-årige segment er størrelsen ofte noget større, typisk omkring 10 mia.euro. Statens primary dealere har tilkendegivet, at udeståendet i de 10-årige statsobligationer bør være mindst 50 mia.kr.

Derudover er det vigtigt at sikre rammer for statspapirmarkedet, der understøtter et velfungerende marked for danske og internationale markedsdeltagere og investorer. Det indebærer, at handel på elektroniske handelsplatforme og statens aftaler med primary dealerne videreføres.

UDSTEDelsesSTRATEGIEN I DE KOMMENDE ÅR

I.4

På baggrund af hensynet til likvide udstedelser og det forventede fremtidige lånebehov er udstedelsesstrategien:

- Åbning af et nyt 10-årigt statspapir ca. hvert andet år, der opbygges til et endeligt udestående på omkring 50 mia.kr.

¹ *Debt Management Annual Review 2006*, Finland. Se www.treasuryfinland.fi.

² *Statsupplåning – prognos och analys 2007:3*, Sverige. Se www.rgk.se.

På sigt indebærer denne strategi, at statens obligationslån er fordelt på fem obligationsserier på hver ca. 50 mia.kr., svarende til et samlet udestående af statsobligationer på ca. 250 mia.kr. Strategiens udstedelsesomfang er konsistent med statens forventede årlige lånebehov på omkring 30 mia.kr. frem til 2015. I det omfang at de statslige fonde køber indenlandske statsobligationer, øges kravet til udstedelse for at sikre et likvidt statspapirmarked.

Hvis lånebehovet bliver større end forventet over en længere periode, kan udstedelsesstrategien tilpasses, fx ved at opbygge papirerne til et større udestående eller åbne yderligere statspapirer.

Udjævning af de årlige lånebehov

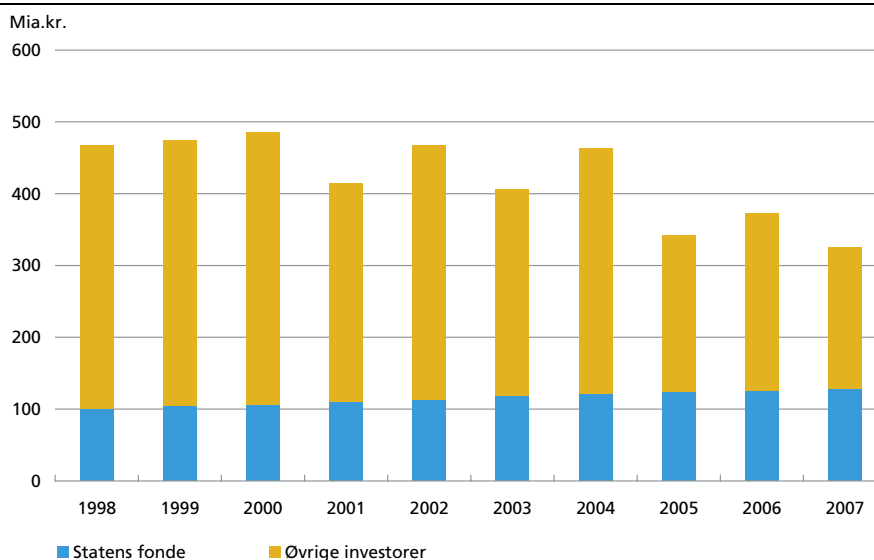
Det er hensigten at udjævne afdragsprofilen gennem opkøb. Derudover kan statens konto benyttes. En fleksibel anvendelse af statens konto betyder, at Statsgældsforvaltningen ikke er tvunget til at foretage opkøb til ufordelagtige priser. I år hvor lånebehovet er mindre end udstedelsesomfanget, kan indestændet på statens konto stige, mens indestændet kan nedbringes i år med større lånebehov.

STATENS FONDE

I.5

Statsgældsforvaltningen administrerer midlerne i Den Sociale Pensionsfond (DSP), Højteknologifonden, Finansieringsfonden og Forebyggelsesfonden. Samlet set forventes aktiverne i de statslige fonde at forblive på omkring 135 mia.kr. i de kommende år.

EJERFORDELING AF STATSOBLIGATIONER EKSKL. PRIMÆRE LÅNEVIFTEPAPIRER Figur I.5.1



Fondene har i en årrække primært investeret i statsobligationer, dog ikke de primære låneviftepapirer. I takt med faldet i statsgælden udgør fondenes beholdning en stigende andel af den udestående mængde statsobligationer, jf. figur I.5.1.

Den faldende gæld betyder, at der er et mindre udestående og færre statsobligationer end tidligere. Det gør det sværere for fondene at investere i statsobligationer, uden at priserne presses op. Ved køb til højere priser reduceres forrentningen af fondenes midler.

Derudover kan fondenes investeringer i statsobligationer bidrage til at mindske likviditeten i statspapirmarkedet i en situation, hvor den faldende gæld i forvejen sætter likviditeten under pres. Det øger risikoen for knaphed og unormale markedsforhold på statspapirmarkedet.

På den baggrund kan der være behov for, at DSP i højere grad gør brug af muligheden for at købe andre børsnoterede obligationer end statsobligationer. DSPs investeringer vil fortsat ske inden for rammerne af det nuværende reglement.

OPBYGNING OG FORVALTNING AF STATSLIGE AKTIVER

I.6

Strategien for de kommende år er tilrettelagt ud fra 2015-planens fremskrivning, der viser faldende overskud frem mod 2015. Hvis statens overskud bliver væsentligt større end i 2015-planen, er der behov for at genoverveje strategien.

I det følgende gennemgås erfaringer med faldende gæld og opbygning af aktiver i Australien, Irland, New Zealand og Norge. Opstår en tilsvarende situation i Danmark, er der behov for en analyse af, hvordan statslige aktiver i givet fald skal forvaltes.

Opbygning og forvaltning af statslige aktiver i lande med faldende gæld

Hvis gælden afvikles, og der fortsat er statslige overskud, opstår der et behov for at investere i aktiver. I en række lande med overskud over en længere periode, sker opbygningen af statslige aktiver i særlige fonde. Fondenes formål er fastsat politisk og ofte med et langsigtet perspektiv, for eksempel:

- Bidrage til finansieringen af stigninger i statens udgifter relateret til den demografiske udvikling med en større andel af ældre.
- Bidrage til finansieringen af specifikke offentlige udgiftsposter på langt sigt, fx uddannelse eller forskning.
- Styrke finanspolitisk disciplin og udjævne det offentlige forbrug mellem generationer ved at fjerne en del af overskuddet fra den årlige budgetramme.

Kapitaltilførslen til fondene er typisk lagt i faste rammer, jf. tabel I.6.1. Irland har et mål om en fast årlig overførsel målt i procent af BNI, Australiens overførsler afhænger af statens overskud og Norge overfører statens indtægter fra olieaktiviteter.

Forvaltningen af aktiverne sker med mandat fra landenes finansministerier. Den daglige forvaltning sker i statsgældsforvaltningen, centralbanken eller særligt oprettede enheder.

Der er desuden fastlagt klare regler for fondenes investeringsmuligheder. Fondenes midler er primært placeret i udenlandske aktier og obligationer. Det skyldes bl.a., at de indenlandske finansielle markeder ikke har en tilstrækkelig størrelse sammenholdt med fondenes investeringsomfang.

STATSLIGE AKTIVFONDE I AUSTRALIEN, IRLAND, NEW ZEALAND OG NORGE Tabel I.6.1

Fond	Overførsler	Udbetaling	Forvaltning	Formål
<i>Australien:</i> Future Fund	Regeringen fastsætter, hvor stor en del af statens overskud og provenu fra privatisering, der overføres.	Udbetaling kan finde sted, når fondens formue modsvarer pensionsforpligtelserne (forventet omkring 2020).	Den daglige forvaltning varetages af en uafhængig enhed. En bestyrelse udpeget af finansministeren fører tilsyn og fastlægger investeringsstrategien.	Finansiering af fremtidige pensionsforpligtelser.
<i>Irland:</i> National Pensions Reserve Fund	1 pct. af BNI overføres årligt.	Udbetaling kan finde sted fra 2025 i overensstemmelse med regler fastlagt af finansministeren.	Den daglige forvaltning varetages af den irske statsgældsforvaltning på et 10-årigt mandat. En kommission fastlægger investeringsstrategien og fører tilsyn.	Imødegå stigende udgifter til velfærd og pension fra 2025.
<i>New Zealand:</i> Superannuation Fund	Ca. 2 mia. NZD forventes overført årligt i 20 år.	Udbetaling kan finde sted fra 2020.	En uafhængig enhed varetager den daglige forvaltning. En bestyrelse fører tilsyn og fastlægger investeringsstrategien.	Delvis finansiering af fremtidige pensionsforpligtelser.
<i>Norge:</i> Statens Pensjonsfond	Statens indtægter fra olieaktiviteter overføres.	Hensigten er udbetaling af fondens realafkast.	Finansministeriet fastlægger retningslinjerne for fonden. Fondens udenlandske portefølje styres af Norges Bank og den indenlandske portefølje af Folketrygdfondet.	Udjævning af olieindtægter over generationer og imødegåelse af stigninger i pensionsudgifterne.

Kilde: Australiens Future Fond: www.futurefond.gov.au, Irlands National Pensions Reserve Fund: www.nprf.ie, New Zealands Superannuation Fund: www.nzsuperfond.co.nz, Norges Folketrygdfondet: www.ftf.no og Norges Bank: www.norgesbank.no.

Udstedelse af statsobligationer i lande med nettoaktiver

Med overskud over en længere periode kan det overvejes at stoppe udstedelsen af statspapirer. I Australien, New Zealand og Norge er statens aktiver større end gælden. Landene har valgt at fastholde et udstedelsesprogram af statspapirer, primært begrundet med statspapirernes rolle i det indenlandske finansielle system, fx opretholdelse af et futuremarked baseret på statspapirer, jf. kapitel III. Derudover vil fortsat udstedelse af statsobligationer sikre, at staten har adgang til billig låntagning på et senere tidspunkt, hvis staten igen får behov for at låne, jf. kapitel II.

II. Omkostninger ved genetablering af statspapirmarkedet

LUKNING OG GENETABLERING AF STATSPAPIRMARKEDET

II.1

Staten har i de kommende år fortsat behov for at udstede statspapirer, jf. kapitel I. Der er således ikke udsigt til, at udstedelse af statsobligationer kan stilles i bero. Lukning af statspapirmarkedet er kun en mulighed, hvis der opstår en længere periode med overskud, som er væsentligt større end forventet i 2015-planen.

Lukkes låneprogrammet, skal det genetableres, når staten igen får behov for at låne. Såfremt der opstår et stort lånebehov over en længere periode, vil strategien være at opbygge et indenlandsk statsobligationsmarked. Det er i overensstemmelse med anbefalingerne for gældsforvaltning fra IMF, OECD og Verdensbanken.

Genetablering af et indenlandsk statsobligationsmarked

Genetablering af et indenlandsk statsobligationsmarked involverer to typer omkostninger:

- Administrative omkostninger
- Omkostninger i form af en periode med dårligere lånevilkår sammenlignet med et etableret låneprogram.

Opbygning af et låneprogram indebærer en række administrative omkostninger, fx omkostninger til at opbygge den nødvendige ekspertise i Statsgældsforvaltningen, it-systemer til portefølje- og risikostyring, aftaler vedrørende handel på elektroniske platforme og market making-ordninger samt juridiske aftaler. Der er imidlertid også administrative omkostninger ved at opretholde udstedelse, som ikke skal afholdes i den periode, hvor programmet er lukket. Samlet set vurderes de administrative omkostninger at være uden væsentlig betydning for en beslutning om at opretholde eller lukke et låneprogram.

Omkostningerne ved at lukke og genetablere et låneprogram afhænger primært af, om lånevilkårene i en periode er dårligere end vilkårene i et etableret låneprogram. Der kan forventes dårligere lånevilkår i en etableringsperiode. Det skyldes primært, at et nyt låneprogram ikke vil være likvidt fra begyndelsen, og at det tager tid at opbygge rammer, der understøtter et velfungerende marked, jf. boks II.1.

En række faktorer kan bidrage til dårlige lånevilkår for staten:

- Et nyt låneprogram vil ikke være likvidt fra begyndelsen. For at sikre et likvidt program er det nødvendigt med et stort udestående i de enkelte serier, og at markedet har tillid til fortsat udstedelse i programmet.
- Det tager tid at genopbygge rammer for statspapirmarkedet, der i dag understøtter et velfungerende marked og effektiv konkurrence blandt aftagerne af statsobligationer, herunder en primary dealer-ordning og handel på elektroniske handelsplatforme.
- Markedsdeltagerne vil skulle afholde engangsomkostninger til genopbygning af kendskabet til danske statspapirer og tilpasning af it-systemer. Markedsdeltagerne vil derfor betale en lavere pris for danske statsobligationer i en opstartsfasen.
- Den strukturelle efterspørgsel efter danske statsobligationer vil være mindre i opstartsfasen. Fx vil danske statsobligationer ikke fra begyndelsen indgå i globale obligationsindeks eller være umiddelbart anvendelige som sikkerhedsstillelse. Desuden vil kendskabet til danske statsobligationer blandt internationale markedsdeltagere være mindre.

Alternativet til lukning og senere genetablering er at fortsætte udstedelse af statsobligationer, også selv om der i en periode ikke er et statsligt finansieringsbehov. Det skønnes, at låneprovenuet kan investeres til en rente mindst svarende til statens låneomkostninger, uden at staten pådrager sig finansielle risici af betydning. New Zealand udsteder fx indenlandske obligationer, selv om de i en periode ikke har haft et statsligt finansieringsbehov. Provenuet placeres i sikre udenlandske obligationer, og valutakursrisikoen afdækkes via valutaswaps.

KVANTIFICERING AF LÅNEOMKOSTNINGER VED GENETABLERING II.2

I det følgende analyseres omkostningerne i form af dårligere lånevilkår i opstartsfasen og længden af opstartsfasen ud fra tre tilgange:

- Statens lånevilkår i dag sammenlignes med lånevilkårene for andre udstedere i det indenlandske marked med samme rating som staten.
- Historiske erfaringer fra etablering af det nuværende statspapirmarked i Danmark.
- Erfaringer fra etableringen af eurolånprogrammet.

Der er betydelig usikkerhed om størrelsesordenen af omkostningerne og varigheden af opstartsfasen.

Rentespænd til indenlandske udstedere med samme rating som staten

Lån fra KommuneKredit og realkreditinstitutterne har samme rating hos internationale kreditvurderingsinstitutter som staten. Lånene er normalt

SAMMENLIGNING AF LÅNEOMKOSTNINGER I 2007 Tabel II.2.1

Basispoint	Statens lånefordel (10-årigt spænd)	Årlig meromkostning ved 10-årig udstedelse på 40 mia.kr. ¹
Lånevilkår som realkreditinstitutter	-25	100 mio.kr.
Lånevilkår som KommuneKredit	-34	135 mio.kr.

Anm.: Rentespænd er statens lånerente fratrukket rente på lån fra realkreditinstitutter og KommuneKredit. Rentespænd er korrigeret for løbetid og konverteringsret.

¹ Den årlige meromkostning afholdes i 10 år som følge af finansiering med en 10-årig udstedelse.

ikke så likvide som statsobligationer. Blandt andet som følge heraf optager staten lån til en rente, der er ca. 25-35 basispoint lavere end renten på KommuneKredit og realkreditinstitutternes lån, jf. tabel II.2.1.

I det følgende antages, at staten ved genetablering af et låneprogram kan låne på samme vilkår som KommuneKredit eller realkreditinstitutterne. Hvis staten ved genetableringen udsteder 10-årige statsobligationer for 40 mia.kr. (svarende til ca. 2 pct. af BNP), kan opstartsomkostningerne udgøre 100-135 mio.kr. årligt i 10 år. De samlede opstartsomkostninger ved det første års udstedelse vil over hele lånets løbetid (10 år) kunne udgøre op mod 1-1,3 mia.kr.

Australiens statsgældsforvaltning analyserede i 2002 omkostningerne ved en eventuel genetablering af det australske statspapirmarked.¹ Analysen viste, at staten lånte til en rente, der var ca. 30 basispoint lavere end de lokale delstaters lån, der havde samme rating som den australske stat. Australiens statsgældsforvaltning vurderede, at lånefordelen ville forsvinde i en periode, såfremt det australske statsobligationsmarked blev lukket ned og senere genåbnet.

Etableringen af statspapirmarkedet i 1970'erne

Udstedelsen af danske statsobligationer startede for alvor i midten af 1970'erne i takt med underskud på statsbudgettet, jf. figur II.2.1.

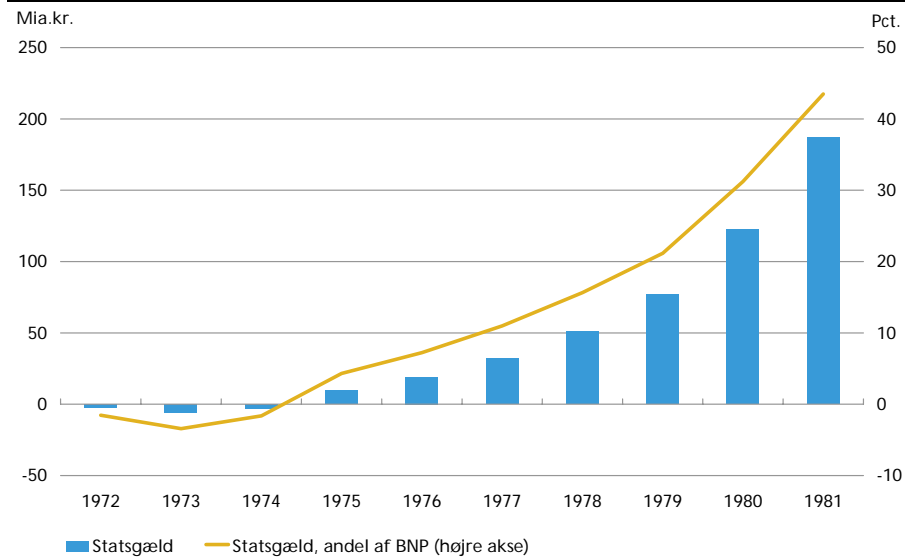
Det danske realkreditobligationsmarked var på det tidspunkt velfungerende. Den cirkulerende mængde af indenlandske statspapirer udgjorde 8,4 mia.kr. primo 1976, mens den tilsvarende mængde realkreditobligationer udgjorde 176 mia.kr. En sammenligning af de daværende statsobligationsrenter med realkreditobligationsrenter kan give en indikation af, hvor store meromkostningerne er i en opstartsfasen, og hvor lang tid opstartsfasen varer.

Ved opstarten af statsobligationsmarkedet lånte staten til en rente, der var højere end renten på tilsvarende obligationer udstedt af realkreditinstitutterne, svarende til et positivt rentespænd, jf. tabel II.2.2. Efterhånden som statsobligationsmarkedet blev opbygget, lånte staten

¹ Se www.debtreview.treasury.gov.au.

STATSGÆLD, 1972-81

Figur II.2.1



til en lavere rente end realkreditinstitutterne (negativt rentespænd). I begyndelsen af 1980'erne var spændet ca. -30 basispoint, svarende til statens lånefordel i dag.

Spændindsnævringen faldt sammen med to forhold, som isoleret set kunne trække i retning af større spænd. For det første øget kreditrisiko, idet statsgælden steg fra 7 pct. til 44 pct. af BNP fra 1976 til 1981, og for det andet lavere efterspørgsel på grund af forbuddet i 1979 mod salg af statsobligationer til udlandet. Det skal bemærkes, at renteniveauet var væsentligt højere på daværende tidspunkt, hvilket vanskeliggør sammenligning.

De følgende beregninger tager udgangspunkt i en antagelse om, at staten i 1976-77 kunne låne til samme vilkår som realkreditinstitutterne, hvis

10-ÅRIGE RENTER PÅ STATS- OG REALKREDITOBLIGATIONER, 1976-81

Tabel II.2.2

Pct.	Statsobligationer	Realkreditobligationer	Rentspænd (basispoint)	Årlig meromkostning ved 10-årig udstedelse på 40 mia.kr. ¹
1976	17,25	16,67	58	232 mio.kr.
1977	17,85	17,61	24	96 mio.kr.
1978	18,12	18,39	-27	
1979	19,12	19,04	8	
1980	19,62	19,79	-17	
1981	19,63	19,96	-33	

Anm.: De udstedte statsobligationer var serielån, mens realkreditobligationerne var stående lån eller annuitetslån. For samme løbetid var varigheden derfor større på realkreditobligationer end på statsobligationer.

Kilde: Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, februar 1983.

¹ Den årlige meromkostning afholdes i 10 år som følge af finansiering med en 10-årig udstedelse.

der havde været et veletableret statsligt låneprogram. Det indebærer, at staten i det første år efter opstart lånte til en rente, der var henholdsvis ca. 60 og ca. 25 basispoint højere end den rente, realkreditinstitutterne lånte til. Ved en statslig udstedelse på 40 mia.kr. i 10-årige statsobligationer det første år svarer det til opstartsomkostninger på 232 mio.kr. årligt i 10 år, jf. tabel II.2.2. En tilsvarende udstedelse i det andet år svarer til yderligere opstartsomkostninger på ca. 100 mio.kr. årligt i 10 år.

Opstartsomkostningerne ville have været endnu større, hvis der alternativt tages udgangspunkt i, at staten kunne låne billigere end realkreditinstitutterne, svarende til situationen i dag.

De historiske erfaringer fra Danmark med etablering af et statspapiermarked peger således på, at der i nogle år kan være væsentlige opstartsomkostninger.

Etablering af eurolånprogrammet

I perioden 2002 til 2005 udstedte staten årligt et syndikeret eurolån. I alt blev der udstedt fire eurolån, inden programmet blev stillet i bero i 2006.

Opstartsomkostningerne ved eurolånprogrammet kan være indikative for opstartsomkostningerne ved et nyt låneprogram efter nedlukning, uden at de to situationer helt kan sammenlignes. Fx var det ved etableringen af eurolånprogrammet en fordel, at danske statspapirer allerede var et kendt produkt i markedet, og at der var interesse hos udenlandske investorer for et dansk statspapier denomineret i euro. Hvis etableringen var sket uden eksisterende låntagning, ville opstartsomkostningerne samt tidshorizonten for opstartsfasen formentlig have været større.

Opstartsomkostningerne ved eurolånprogrammet kan vurderes ved at se på udstedelsernes relative fordelagtighed i forhold til den tyske statskurve. Den relative fordelagtighed i forhold til den tyske statskurve er som udgangspunkt sammenlignelig over tid, da udstedelserne blev foretaget i euro.

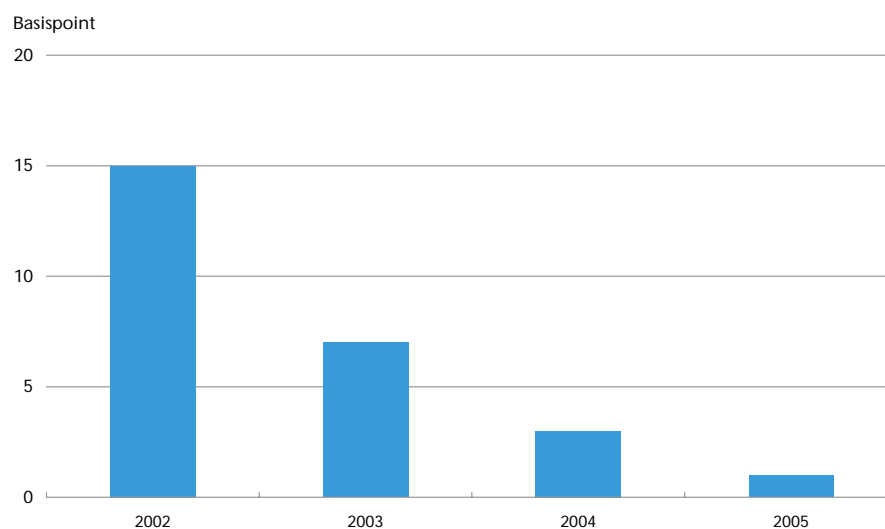
Det første syndikerede eurolån fra 2002 blev prissat ca. 15 basispoint over den tyske statskurve, jf. figur II.2.2. Ved de efterfølgende udstedelser af eurolån nærmede renten sig gradvist den tyske statskurve. Det tyder på, at eurolånene er blevet prissat mere og mere fordelagtigt relativt til tyske statspapirer, i takt med at markedet har opbygget erfaring med udstedelserne.

Hvis det lægges til grund, at forskellen i fordelagtighed mellem eurolånene i henholdsvis 2002 og 2003 alene skyldes opstartsomkostninger, kan meromkostningerne ved at udstede i et endnu ikke fuldt etableret program opgøres til 15 basispoint det første år og 6 basispoint det andet år.

Hvis erfaringen fra etableringen af eurolånprogrammet overføres til en genetablering af et statsobligationsmarked med 10-årige udstedelser,

RENTESPÆND TIL TYSKLAND FOR EUROLÅN VED UDSTEDELSE

Figur II.2.2



Anm.: Rentespændet er korrigeret for løbetidsforskelle.
Kilde: Bloomberg.

vil låntagning på 40 mia.kr. i det første år efter genetablering indebære meromkostninger på ca. 60 mio.kr. årligt i 10 år sammenlignet med udstedelse i et fuldt etableret program.

III. Statspapirers rolle på det finansielle marked i Danmark

STATSPAPIRER SOM BENCHMARK

III.1

Prisfastsættelsen af finansielle instrumenter spiller en væsentlig rolle for velfungerende kapitalmarkeder. God prisfastsættelse medvirker til effektiv kapitalallokering.

De fleste modeller til prisfastsættelse af finansielle instrumenter tager udgangspunkt i en værdiansættelse af det finansielle instruments delkomponenter. Fx kan prisen på en obligation opdeles i den risikofrie rente og prisen på risiko.¹

Danske statspapirer har en høj kreditværdighed med en AAA rating og kan derfor anvendes som estimat for den risikofrie rente. Statspapirer er desuden kendetegnede ved at være likvide, standardiserede instrumenter. Baseres rentekurven på illikvide papirer eller mere komplicerede instrumenttyper, er der en risiko for, at prisfastsættelsen forvrides.

Hvis statspapirer ikke er tilgængelige, sker prisfastsættelse på grundlag af andre finansielle instrumenter. I det følgende overvejes de tre nærmeste substitutter: swapmarkedet, realkreditmarkedet og højtratede eurostatspapirer.

Swapmarkedet som benchmark

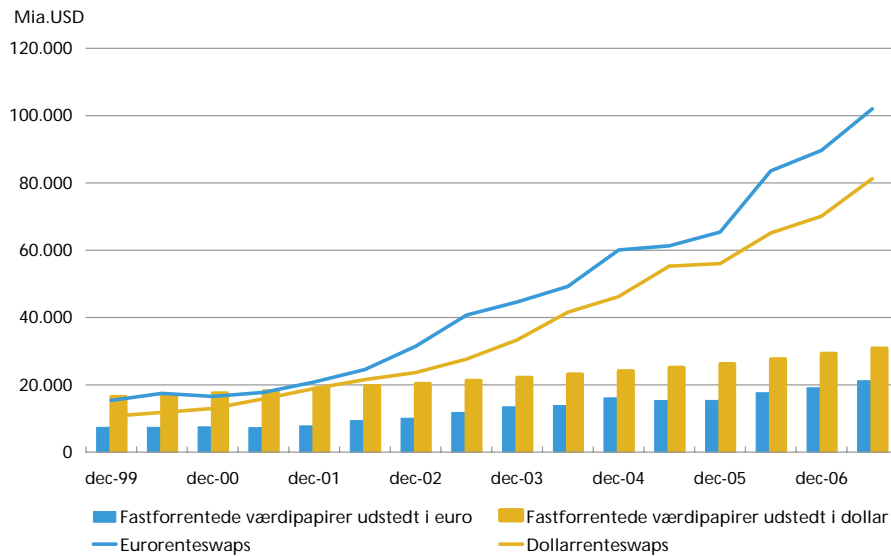
I de senere år er swapmarkederne i stigende omfang anvendt som reference i prisfastsættelse af instrumenter. Det skyldes primært, at likviditeten i swapmarkedet er steget betydeligt, og at det samlede udestående i swapmarkedet (notional værdi) langt overstiger den samlede udestående mængde i fastforrentede værdipapirer i Europa, jf. figur III.1.1. Dertil kommer, at renteswaps er standardiserede instrumenter og dækker de væsentlige punkter på kurven. Euroswapmarkedet er med til at give en referencekurve på tværs af de europæiske lande og giver dermed mulighed for en relativ sammenligning.

Imidlertid kan der være udfordringer ved at anvende swapkurven i stedet for statskurven. Det skyldes, at swapkurven afhænger af de bagvedliggende bankers kreditværdighed, da swaprenter inkluderer mod-

¹ Eksempelvis anvender Capital Asset Pricing Modellen (CAPM), at det forventede afkast $E(r)$ på et givet aktiv er: $E(r) = r_f + \beta \cdot (E(r_M) - r_f)$, hvor r_f er den risikofrie rente, $E(r_M)$ er det forventede markedsafkast og β er mængden af risiko.

UDESTÅENDE I SWAPMARKEDET OG FASTFORRENTEDE VÆRDIPAPIRER

Figur III.1.1



Anm.: Udstedelser er omregnet til USD.
 Kilde: BIS.

partsrisiko. Når usikkerheden og risikoaversionen stiger i markedet, vil spændet mellem statskurven og swapkurven – det såkaldte swapspænd – typisk blive udvidet. Som følge af swapkurvens større følsomhed over for usikkerhed og risikoaversion kan swapkurven være uhensigtsmæssig at anvende til prissammenligning over tid.

Særligt i perioder med finansiell uro er der en tendens til, at forskelle mellem statspapirer og andre værdipapirer bliver mere åbenbare. Eksempelvis medførte uroen på de finansielle markeder i 2. halvår 2007 en udvidelse af swapspændet, jf. figur III.1.2. Siden 1999 har det 10-årige swapspænd svinget mellem 10 og 70 basispoint.

Realkreditobligationer som benchmark

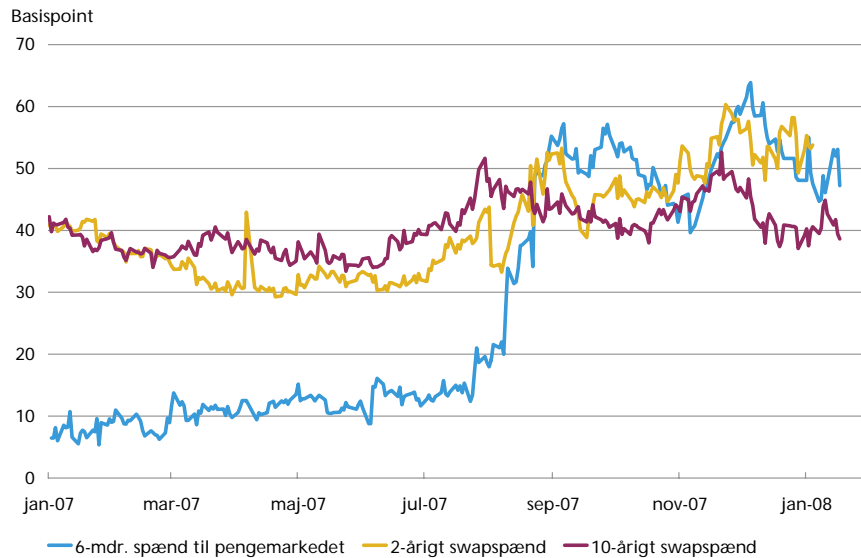
Realkreditmarkedet har tidligere fungeret som benchmark på det danske obligationsmarked. Realkreditmarkedet i Danmark er kendetegnet ved et stort udestående og lav kreditrisiko. Realkreditmarkedet er desuden karakteriseret ved, at likviditeten typisk er koncentreret i korte og meget lange papirer.¹ Likviditeten i de enkelte punkter er splittet op mellem flere udstedere.

Rentespændet mellem statsobligationer og realkreditobligationer er normalt begrænset. I forbindelse med markedsuroen i 2. halvår 2007

¹ I den korte ende udstedes inkonverterbare stående lån og konverterbare lån med forskellige varianter af renteloft. De korte inkonverterbare stående lån er umiddelbart sammenlignelige med statsobligationer. Udstedelserne i den lange ende er typisk konverterbare annuitetslån, som ikke umiddelbart er sammenlignelige med statspapirer, idet investorerne skal tage højde for konverteringsrisikoen.

STATSLIGE RENTESPÆND TIL PENGEMARKEDET OG SWAPMARKEDET

Figur III.1.2

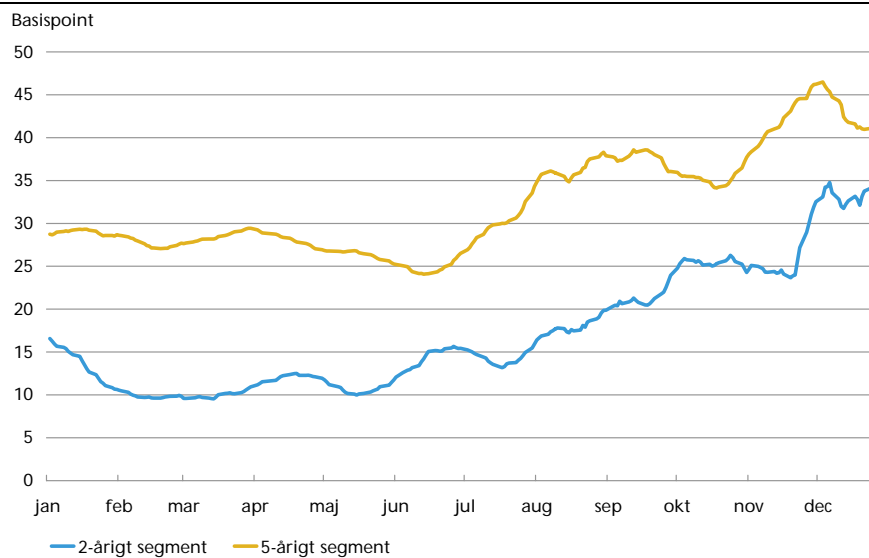


Anm.: 6-mdr. spænd til pengemarkedet er forskellen mellem den usikrede pengemarkedsrente og skatkammerbevisrenten. Swapspænd er forskellen mellem swaprenten og den statslige rente.
Kilde: Bloomberg.

blev rentespændet mellem stats- og realkreditobligationer udvidet, ligesom det var tilfældet på swapmarkedet, jf. figur III.1.3. I disse perioder er det sværere at benytte realkreditobligationer som estimat for den risikofrie rente.

RENTESPÆND MELLEML STATSLIGE OG REALKREDITOBLIGATIONER, 2007

Figur III.1.3



Anm.: Realkreditkurven er estimeret på baggrund af inkonverterbare obligationer, og rentespænd er korrigeret for forskelle i løbetid. 10 dages løbende gennemsnit.

Eurostatspapirer som benchmark

Danmarks fastkurspolitik over for euro indebærer, at eurodenominerede statspapirer stort set kan sidestilles med danske statspapirer i kroner. Som alternativ til den danske rentekurve kan investorer derfor anvende statspapirer fra eurolande med høj rating som estimat for den risikofrie rente ved prisfastsættelse på de danske rentemarkeder. Eurostatspapirmarkedet er meget likvidt, dækker de væsentlige punkter på rentekurven og er stort set uden kreditrisiko.

Opbygning og understøttelse af effektive markeder

Statspapirmarkeder nævnes ofte som en forudsætning for opbygning af et velfungerende indenlandsk kapitalmarked. Statspapirer kan også spille en rolle i veludviklede markeder, fx som underliggende aktiv for andre typer finansielle instrumenter. I 2002 besluttede Australien at fortsætte udstedelsen af statsobligationer med henvisning til futuremarkedet.¹ Statsobligationer er det underliggende aktiv bag rentefutures og således nødvendige for at fastholde et futuremarked.

I Europa er der et stort og likvidt marked for futures på tyske statsobligationer, der spiller en væsentlig rolle for prisdannelsen på de europæiske rentemarkeder. Dette marked er afhængigt af fortsat udstedelse af tyske statsobligationer.

STATSPAPIRER SOM INVESTERINGSOBJEKT

III.2

Statsobligationer har traditionelt udgjort en stor andel af de danske pensionskassers porteføljer, blandt andet på grund af reguleringsmæssige forhold. Pensionskasserne har forpligtelser med lang varighed. Ved at investere i statspapirer med lang varighed opnås en afdækning af renterisikoen.

I de senere år har pensionskasserne udvidet deres investeringsunivers til at omfatte flere typer finansielle instrumenter. Specielt er markedet for afledte produkter (derivatmarkedet) siden slutningen af 1990'erne blevet anvendt i større omfang. I dag foretager pensionskasserne fx en stor del af deres risikostyring via det danske og europæiske renteswapmarked.

Danske statspapirer indgår fortsat som investeringsobjekt i pensionskassernes aktivportefølje. Renteswapmarkedet kan ikke anvendes til at dække pensionskassernes behov for at foretage placeringer i egentlige aktiver.² Den samlede opgørelse fra pensionskasserne viser, at danske

¹ Se www.debtreview.treasury.gov.au.

² I modsætning til obligationer sker der ikke placering ved anvendelse af renteswaps.

statspapirer udgør en relativ stor andel af den samlede obligationsportefølje. Således var ca. 15 pct. af obligationsbeholdningen placeret i danske statspapirer i 2006.¹

Ifølge flere pensionskasser skyldes interessen primært, at danske statspapirer i perioder giver et afkast på niveau eller lidt over andre europæiske højtratede statspapirer. Pensionskasserne har i en årrække foretaget store porteføljeomlægninger i takt med udviklingen i rentespændet. Høj omsættelighed i det danske statspapirmarked understøtter muligheden for at foretage store porteføljeomlægninger. Da pensionskasserens forpligtelser er i danske kroner, er der dog en tilskyndelse mod at holde danske papirer (home bias).

¹ *Livsforsikringselskaber. Statistisk materiale 2006*, Finanstilsynet.