

# DANMARKS NATIONALBANK

15. DECEMBER 2016

## STRATEGIMEDDELELSE

# Strategi for statens låntagning og risikostyring i 2017



### Uændrede sigtepunkter for salg

Sigtepunktet for salget af statsobligationer og skatkammerbeviser i 2017 er henholdsvis 65 og 30 mia. kr., hvilket er uændret i forhold til 2016.



### Fokus på 2- og 10-årige obligationer

Staten fastholder en bred lånevifte, men vil hovedsageligt udstede 2- og 10-årige nominelle papirer. I 2017 åbnes en ny 10-årig statsobligation med udløb i 2027 og en ny 2-årig statsobligation med udløb i 2020.



### Staten vil fortsat understøtte likviditeten

Fokus i statsgældspolitikken er fortsat på at understøtte likviditeten på det danske statspapirmarked ved at være aktiv i det sekundære marked.

## KONTAKT

**Lars Mayland Nielsen**  
Chef for Pengepolitiske  
Operationer og Statsgæld

[governmentdebt@nationalbanken.dk](mailto:governmentdebt@nationalbanken.dk)  
+45 3363 6712

BANK OG MARKED

## Strategi for statens låntagning i 2017

### Sigtepunktet for salget af statsobligationer i 2017 er 65 mia. kr.

Skønnet for statsfinansierne i 2016 blev forbedret med 11 mia. kr. ifølge Økonomisk Redegørelse, december 2016. Det bidrager til, at indeståendet på statens konto ved udgangen af året skønnes at være højere end de 75-100 mia. kr., som vurderes at være et tilstrækkeligt likviditetsberedskab.

I 2017 ventes et nettofinansieringsbehov på 26 mia. kr. svarende til 1,2 pct. af BNP. Når der også tages højde for afdrag, bliver finansieringsbehovet i obligationer 77 mia. kr. Sigtepunktet for obligations-salget i 2017 fastsættes til 65 mia. kr. Det afspejler ønsket om at opbygge udeståendet i to nye låneviftepapirer for at understøtte markedslividiteten. De resterende 12 mia. kr. finansieres ved træk på statens konto, der ved udgangen af 2017 fortsat skønnes at være lidt over 100 mia. kr., jf. figur 1.

### Staten fastholder en bred lånevifte med fokus på 2- og 10-årige papirer

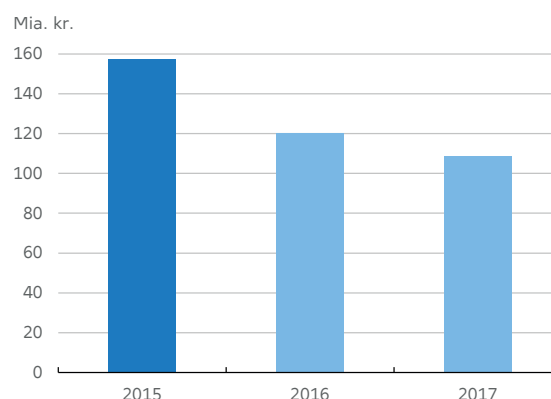
Strategien for 2017 er fortsat at koncentrere udstedelserne i de 2- og 10-årige nominelle løbetidssegmenter, hvor der i 2017 åbnes nye låneviftepapirer. Låneviften vil desuden indeholde et 5-årigt papir, 2039-papiret (der fra 2017 vil være i det 20-årige segment) og et inflationsindekseret papir, jf. tabel 1. Den relativt brede lånevifte afspejler et ønske om at kunne udstede i forskellige segmenter, fordi efterspørgslen efter statspapirer erfaringsmæssigt

kan variere mellem udstedelsessegmenter i løbet af et år.

Ny 10-årig statsobligation åbnes 25. januar 2017  
Restløbetiden for det eksisterende 10-årige benchmarkpapir, 1,75'2025, vil ved indgangen til 2017 være under ni år. Derfor vil et nyt 10-årigt låneviftepapir blive åbnet 25. januar 2017. Den nye obligation vil udløbe i 2027 og være det centrale udstedelsespapir. Ved åbningen vil obligationen have en rest-

Indeståendet på statens konto reduceres gradvist

Figur 1



Anm.: Indestående på statens konto ultimo året. For 2016 og 2017 er der tale om skøn.

Lånevifteobligationer 2017

Tabel 1

Segment	Udestående, mia. kr.	Restløbetid, år	Udstedelsespapir/afløsende udstedelsespapir
2-årigt nominelt	55,6	2	0,25 pct. 2018/X pct. 2020
5-årigt nominelt	92,5	5	3 pct. 2021
10-årigt nominelt	92,6	9	1,75 pct. 2025/X pct. 2027
20-årigt nominelt	128,0	23	4,5 pct. 2039
Indeksobligation	36,6	7	0,1 pct. indekslån 2023

Anm.: Udestående er opgjort i nominel værdi pr. valør 15. december i de eksisterende låneviftepapirer. Indeksobligationen er opgjort til indekseret nominel værdi. Restløbetiden er opgjort pr. december 2016.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

løbetid på knap 11 år og vil kunne fungere som 10-årigt benchmarkpapir i to år. Fokus i udstedelsespolitikken vil være at opbygge udeståendet i 2027-papiret med henblik på at understøtte likviditeten. Opbygningen kan fremskyndes ved hjælp af ombytninger. Den nye 2027-obligation vil i løbet af 1. halvår 2017 erstatte 1,75'2025 som 10-årigt benchmarkpapir.

#### Nyt 2-årigt papir åbnes i løbet af 2017

Det nuværende 2-årige låneviftepapir, 0,25'2018, har ved indgangen af 2017 en restløbetid på lidt under to år. Det er for kort tid til, at papiret kan fungere som 2-årigt låneviftepapir i hele 2017. Derfor er det strategien at åbne et nyt 2-årigt låneviftepapir i løbet af 2017. Det nye 2-årige papir vil forfalde i 2020 og bidrage til at udjævne statens afdragsprofil, jf. figur 2.

#### Sigtepunktet for udeståendet i skatkammerbevisprogrammet fastholdes

Skatkammerbeviser bidrager til fleksibilitet i udstedelsespolitikken og er en del af statens likviditetsberedskab. Sigtepunktet for udestående skatkammerbeviser ved udgangen af 2017 er 30 mia. kr., hvilket vurderes at være den nedre grænse for at fastholde investorinteressen. Der afholdes to månedlige auktioner over skatkammerbeviser. Ved auktionerne med valør den første bankdag i marts, juni, september og december åbnes nye 6-måneders skatkammerbeviser.

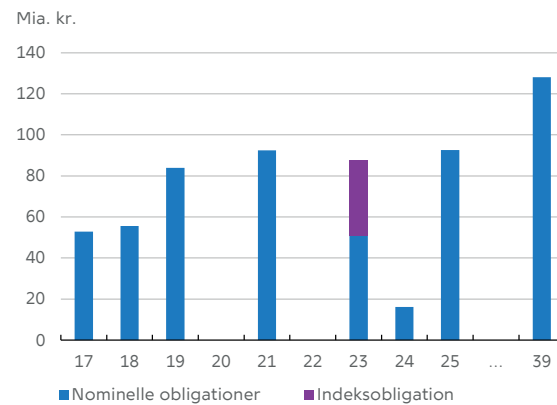
#### Staten vil fortsat understøtte likviditeten ved at være aktiv i det sekundære marked

Med en relativt koncentreret udstedelsesstrategi kan der være behov for at understøtte likviditeten i de resterende papirer ved at være aktiv i det sekundære marked.

I 2017 afholdes to faste, månedlige ombytningsoperationer. Datoerne annonceres i en kalender på linje med auktionerne i skatkammerbeviser og obligationer. Papirerne annonceres senest én handelsdag før, ombytningen finder sted. Ombytningsfaciliteten understøtter primary dealernes mulighed for at udbyde likviditet i det sekundære marked. Der kan foretages ombytninger for samlet 30 mia. kr. i markedsværdi målt på de udstedte papirer i ombytningerne. Ombytninger medregnes ikke i sigtepunktet for udstedelser, men de bidrager til en yderligere opbygning af de primære låneviftepapirer.

Afdragsprofil for indenlandske obligationer

Figur 2



Anm.: Opgjort pr. valør 15. december 2016.

Staten understøtter også markedet via tapsalg og opkøb, der ikke sker som led i ombytninger. Det giver primary dealerne en ekstra mulighed for at købe og sælge papirer i mindre mængder uden for auktionerne, hvilket reducerer risikoen ved handel med danske statspapirer. Opkøb i obligationer med forfald inden for året giver investorerne mulighed for at fordele deres geninvesteringer ud over året.

#### Ingen udenlandske obligationsudstedelser i 2017

I 2017 forfalder udenlandske lån for godt 8 mia. kr., og statens bidrag til valutareserven falder tilsvarende. Derefter vil der ikke udstå flere udenlandske obligationslån. Der udstedes som udgangspunkt ikke nye udenlandske obligationslån i 2017.

Staten kan optage kortvarige udenlandske lån via det europæiske og amerikanske Commercial Paper-program. Det giver mulighed for hurtigt at opbygge valutareserven og bidrager til likviditetsberedskabet. Commercial Paper kan udstedes i mindre omfang i 2017 med henblik på at teste programmerne.

## Strategi for markedsrisikostyringen i 2017

### Den danske statsgæld er meget robust

Varigheden på den danske statsgæld er høj i international sammenligning. Den høje varighed kan bl.a. tilskrives det store udestående i den 30-årige obligation og det relativt høje kontoindestående.

Skøn for udviklingen i renteudgifterne understøtter billedet af, at statens renterisiko er lav. Statens fremtidige renteudgifter afhænger både af udviklingen i statsrenterne og statens øvrige budgetposter. I middelscenariet falder renteomkostningerne fra 0,5 pct. af BNP i 2017 til under 0,4 pct. af BNP i 2020, jf. figur 3, trods udsigt til underskud på statens finanser. Effekten fra de løbende underskud opvejes af, at det lave renteniveau gradvist slår igennem på en større del af statens gæld. Samtidig ventes BNP at vokse. Selv hvis de fremtidige renter kommer til at ligge i den øvre ende af den simulerede fordeling, vil statens renteomkostninger forblive lave.

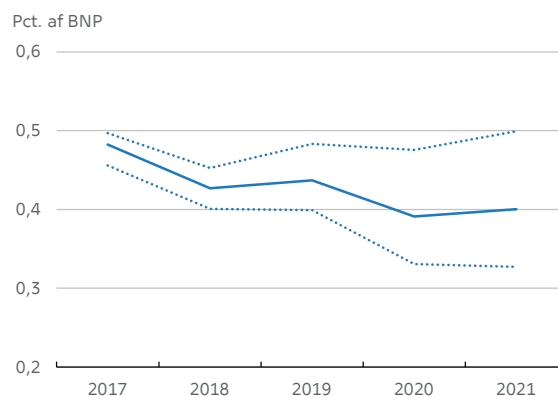
### Omkostningen ved at fastholde en robust gældsprofil vurderes at være lav

Med den nuværende porteføljesammensætning er der kapacitet til at reducere varigheden fra det aktuelle niveau. Det understøttes af, at statsgælden er relativt lav, og at staten har et betydeligt likviditetsberedskab. En mulig reduktion af gældens robusthed bliver derfor primært et spørgsmål om, hvorvidt der kan forventes en omkostningsbesparelse ved at reducere varigheden.

Niveauet for de lange danske statsrenter er meget lavt. På trods af de lave lange renter er den umiddelbare besparelse ved at reducere varigheden, udtrykt ved hældningen på rentekurven, tæt på gennemsnittet for de seneste 15 år, jf. figur 4. Målsætningen er imidlertid at sikre lavest mulige, langsigtede omkostninger. Til at foretage denne vurdering er der behov for at estimere løbetidspræmier.

Det aktuelle niveau for løbetidspræmien indikerer, at den forventede årlige besparelse ved løbende at udstede obligationer med helt kort løbetid de næste 10 år frem for at udstede en 10-årig obligation i dag, er tæt på nul, jf. figur 5. Estimationen er forbundet med usikkerhed, men opfattelsen af, at løbetidspræmierne er lave, understøttes bl.a. af internationale studier baseret på europæiske statsrenter. De lave

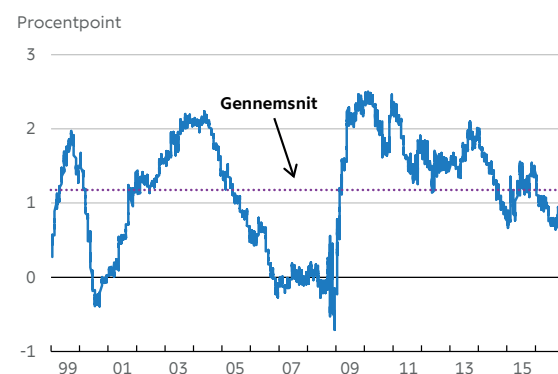
**Statens renteomkostninger forbliver lave i fremskrivningen** Figur 3



Anm.: Fordeling af fremtidige nettorenteudgifter baseret på en beregningsteknisk fremskrivning af gælden og 20.000 simulerede scenarier fra en rentemodell. Nettorenteudgifterne omfatter renteudgifter på statsgælden modregnet renteindtægter fra statens fonde, genudlån og kontoindestående.

Kilde: Finansministeriet og egne beregninger.

**Hældningen på den danske statsrentekurve er tæt på gennemsnittet** Figur 4



Anm.: Hældningen er opgjort som forskellen mellem den 10-årige og den 1-årige parrente.

Kilde: Nordea Analytics.

løbetidspræmier betyder, at staten betaler en begrænset præmie for at fastholde en robust porteføljesammensætning med høj varighed.

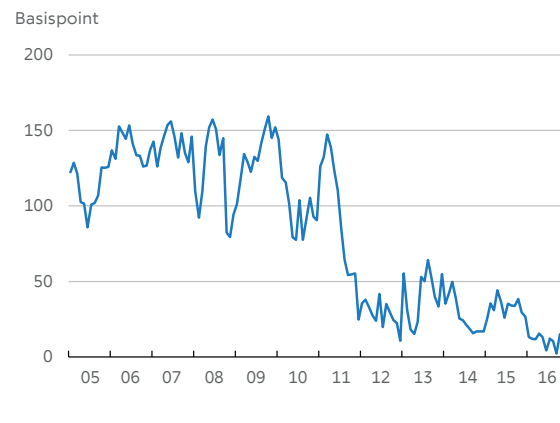
### Robust gældsprofil fastholdes

I den nuværende situation vurderes besparelsen ved at reducere varigheden at være begrænset. Det understøttes af, at der er en grænse for, hvor meget de korte renter kan falde yderligere, mens potentielle rentestigninger ikke er tilsvarende begrænsede.

Da der åbnes to nye papirer i 2017, øges varigheden på udstedelserne sammenlignet med 2016. Selv om varigheden på udstedelserne øges, skønnes varigheden på gældsporteføljen at falde til ca. 11 år ved udgangen af året. Det afspejler, at restløbetiden på den eksisterende gæld forkortes, og at indeståendet på statens konto nedbringes. Sigtepunktet for den gennemsnitlige varighed i 2017 opgjort uden diskontering fastsættes til 11,0 år  $\pm$  0,5 år.

### Den 10-årige løbetidspræmie er tæt på nul

Figur 5



Anm.: Løbetidspræmien er defineret som forskellen mellem en 10-årig nul kuponrente og det geometriske gennemsnit af den fremskrevne korte rente over de næste 10 år.

Kilde: Egne beregninger.