



DANMARKS
NATIONALBANK

Strategioplæg 2009

Oplæg til statsgældsmøde den 18. december 2008

INDHOLD

Indstillinger	3
Den langsigtede strategi.....	5
Tilpasning af udstedelsesstrategi.....	6
30-årige statsobligationer.....	9
Strategi for 2009.....	10
Indenlandsk låntagning.....	10
Udenlandsk låntagning.....	12
Opkøb.....	14
Statens konto.....	14
Genudlån.....	15
Investeringsstrategi for Højteknologi- og Forebyggelsesfonden.....	16
Risikostyring i 2009.....	18
Varighed som strategisk benchmark.....	18
Instrumenter i risikostyringen.....	19
Analyse af rentefixingen.....	20
Analyser i CaR modellen.....	20
Andre emner.....	23
Almene boliger.....	23
Danmarks Skibskredit A/S.....	23

Indstillinger

Indenlandsk låntagning

1. De primære udstedelsespapirer for 2009 er følgende:

PRIMÆRE UDSTEDELSESPAPIRER I 2009		Tabel 1
Løbetidssegment	Udstedelsespapir	Afløsende udstedelsespapir
2-årigt segment	4 pct. stående lån 2010	
10-årigt segment	4 pct. stående lån 2017	4 pct. stående lån 2019
30-årigt segment	4,5 pct. stående lån 2039	

2-årigt segment

- Der udstedes i 4 pct. stående lån 2010. Afhængig af udviklingen i lånebehovet kan der åbnes et nyt 2-årigt papir.

10-årigt segment

- 4 pct. stående lån 2019 afløser 4 pct. stående lån 2017 som låneviftepapir. Udeståendet i det nye låneviftepapir opbygges til et endeligt udestående på omkring 50 mia.kr.

30-årigt segment

- Udeståendet i 4,5 pct. stående lån 2039 opbygges til et udestående på omkring 90 mia.kr.

Der kan udstedes i de øvrige stående lån.

Udenlandsk låntagning

2. Statens udenlandske låntagning sker som udgangspunkt via optagelse af udenlandske lån med sluteksponering i euro. Der kan endvidere indgås valutaswaps fra kroner til euro.

Opkøb

3. Der kan købes op i alle indenlandske og udenlandske papirer, dog som udgangspunkt ikke primære udstedelsespapirer.

Risikostyring

4. For 2009 er sigtepunktet for statsgældens varighed fastsat til 12 år ± 1 år.

5. For 1. kvartal er sigtepunktet for statsgældens varighed fastsat til 12 år \pm 1 år.
6. DSPs varighed er fastsat til 4,0 år \pm 0,5 år.
7. Der indgås renteswaps som led i styringen af varigheden.

Genudlån

8. Selskaber med adgang til genudlån kan optage lån angivet i "Liste over acceptable lånetyper".
9. Danmarks Skibskredit A/S har adgang til genudlån i kroner og dollar i form af fast forrentede serie- og annuitetslån med halvårslige betalinger og en løbetid på op til 12 år. I forbindelse med genudlån til Danmarks Skibskredit A/S kan der indgås valutaswaps fra kroner til dollar.

Investeringsstrategi for fonde

10. Den Sociale Pensionsfonds investeringsstrategi fastlægges af Udvalget til bestyrelse af Den Sociale Pensionsfonds midler.
11. Højteknologifondens midler placeres med 1/3 i et kort papir, 1/3 i et mellemlangt papir og 1/3 i et langt papir.
12. Forebyggelsesfondens renter og forfald investeres, så de fremtidige overførsler fra fonden så vidt muligt modsvarer af fondens renteindtægter og forfald på obligationer.

Den langsigtede strategi

På baggrund af store offentlige overskud og markant faldende statsgæld analyserede Statsgældsforvaltningen i 2007 perspektiverne for at have et velfungerende statspapirmarked, jf. boks 1. Af hensyn til likvide udstedelser og det forventede fremtidige lånebehov blev udstedelsesstrategien fastsat til åbning af et nyt 10-årigt statspapir ca. hvert andet år, der opbygges til et endeligt udestående på omkring 50 mia.kr. Som følge af usikkerheden i forbindelse med fremskrivningen var det hensigten, at strategien skulle evalueres efter 3-4 år.

STATSGÆLDSPOLITIKKEN I LYSET AF FALDENDE GÆLD

Boks 1

Rapporten *Statsgældspolitikken i lyset af faldende gæld* indeholdt bl.a. følgende konklusioner:

Fortsat behov for statslig låntagning

Tekniske budgetfremskrivninger fra Finansministeriet viste, at der de kommende år fortsat er behov for at udstede statsobligationer for at finansiere statens lånebehov. Det gennemsnitlige lånebehov frem til 2015 udgjorde ca. 30 mia.kr.

Håndtering af afvigelser fra Finansministeriets tekniske fremskrivning

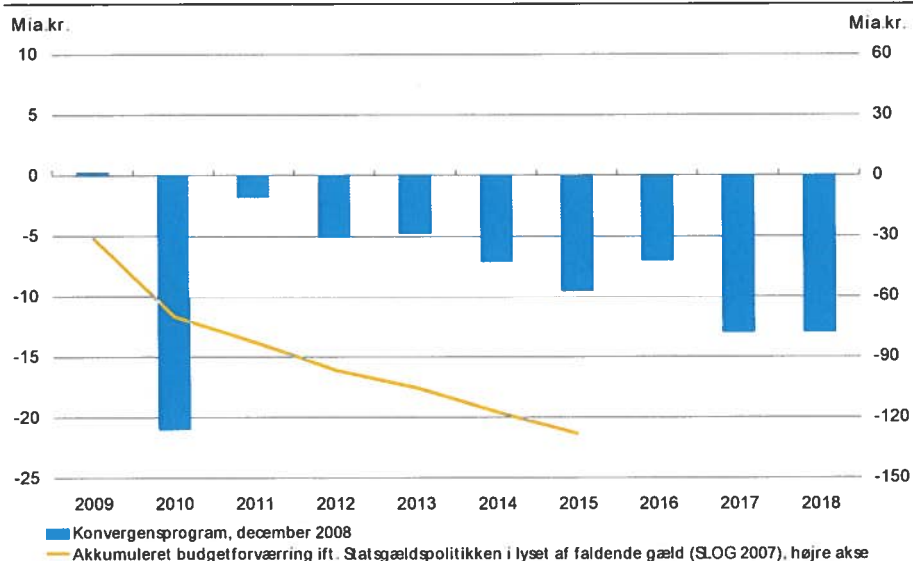
I midlertidige perioder med større overskud end forventet fortsættes udstedelsen af statspapirer, da det er omkostningsfuldt at genetablere et låneprogram. I en situation med negative budgetoverraskelser kan udstedelsen i det 10-årige løbetidssegment øges eller alternativt kan nye papirer i andre løbetidssegmenter åbnes.

Statspapirers rolle på de finansielle markeder

Statspapirers rolle i understøttelsen af velfungerende indenlandske kapitalmarkeder blev analyseret ved at fokusere på statspapirers rolle som prisreference, investering i statspapirer samt statspapirers rolle ved finansiell turbulens. Hvis den danske statsgæld fortsætter med at falde, vil hensynet til kapitalmarkedet ikke alene kunne begrunde fortsat udstedelse. Imidlertid vil statspapirer fortsat indgå som en væsentlig del af pensionskassernes investeringsmuligheder, og specielt i perioder med usikkerhed på de finansielle markeder vil statspapirer kunne være et naturligt omdrejningspunkt for investorer.

Siden rapporten blev skrevet, har situationen på de finansielle markeder ændret sig markant. Den finansielle krise har medført store statslige redningspakker, og de kommende år forventes en meget afdæmpet økonomisk vækst.

Den seneste økonomiske udvikling indebærer, at forventningerne til statens saldo de kommende år er markant forværret i forhold til fremskrivningerne i faldende gæld, jf. figur 1.

STATENS NETTOKASSESALDO 2009-2018 Figur 1

Anm.: Nettokassesaldoen for 2009 og 2010 er baseret på Budgetoversigt 4 – december 2008. For 2011-2018 er brugt tal fra Regeringens konvergensprogram.

Kilde: Finansministeriet samt egne beregninger

Forværringen på de offentlige finanser afspejler på kort sigt en nedjustering af ekstraordinære indtægter fra pensionsafkastskat og Nordsøen samt udsigten til en periode med en mere afdæmpet økonomisk vækst. Fremskrivningen af de offentlige finanser er, set i lyset af den finansielle uro i øjeblikket, behæftet med en ekstraordinær stor usikkerhed.

På baggrund af udviklingen siden rapporten blev skrevet er der behov for at revurdere udstedelsesstrategien fra *Statsgældspolitikken i lyset af faldende gæld*.

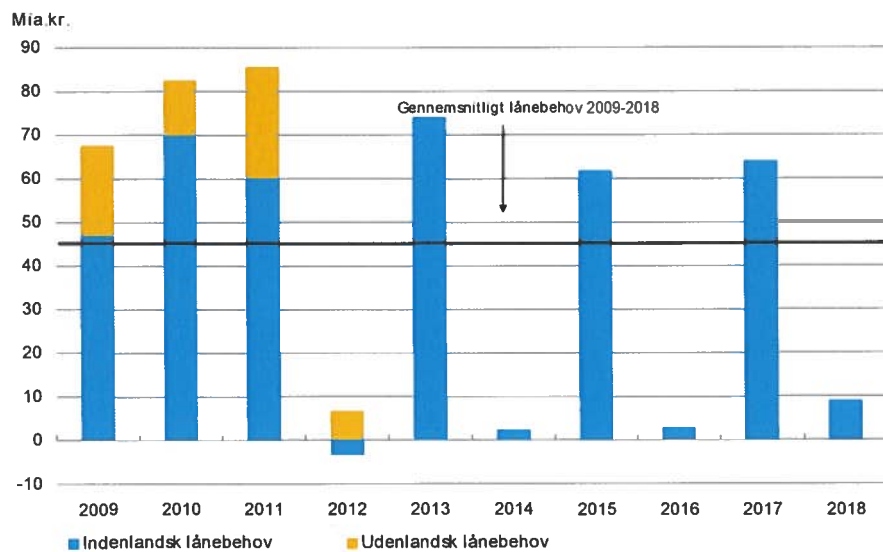
Tilpasning af udstedelsesstrategi

Strategien for statsgældspolitikken har i de senere år været fokuseret på opbygning af likvide papirer i det 10-årige benchmarksegment. Koncentrationen af udstedelserne har i en periode med store statslige overskud og lave lånebehov bidraget til at sikre likviditet i de primære låneviftepapirer.

Udsigten til underskud på de offentlige finanser de kommende år kombineret med forfald på eksisterende statspapirer betyder, at det gennemsnitlige årlige lånebehov frem mod 2018 er 45 mia.kr., jf. figur 2.

STATENS LÅNEBEHOV

Figur 2



Kilde: Finansministeriet samt egne beregninger

De kommende år skal udstedelsesstrategien med opbygning af 10-årige obligationsserier på 50 mia.kr. over to år således tilpasses et større lånebehov.

Det er fortsat hensigten at opbygge likvide benchmarkpapirer i det 10-årige løbetidssegment, der internationalt anses som det vigtigste løbetidssegment. Endvidere har statens primary dealere på pd-mødet i november anbefalet Statsgældsforvaltningen fortsat at udstede i det 10-årige segment.

Stigningen i statens lånebehov indebærer, at det er hensigtsmæssigt at supplere 10-årige udstedelser med udstedelser i det 2-årige løbetidssegment. Ved åbning af nye papirer i det 2-årige segment sigtes mod at udfylde "huller" i afdragsprofilen, dvs. med forfald i 2012, 2014, 2016. Åbning af et to-årigt papir hvert andet år vil udjævne statens afdragsprofil, hvilket understøtter tilrettelæggelsen af et stabilt låneprogram med serier af jævn størrelse. Endvidere bidrager fortsatte udstedelser i et kort papir til likviditet og en effektiv prisdannelse i den korte ende af rentekurven. Den finansielle turbulens har tydeliggjort betydningen af et sikkert kort aktiv for de finansielle markeder. Det er hensigten, at det 2-årige papir opbygges til et udestående på omkring 40 mia.kr. over 2 år.

Dermed er den mellemløstede indenlandske udstedelsesstrategi som følger:

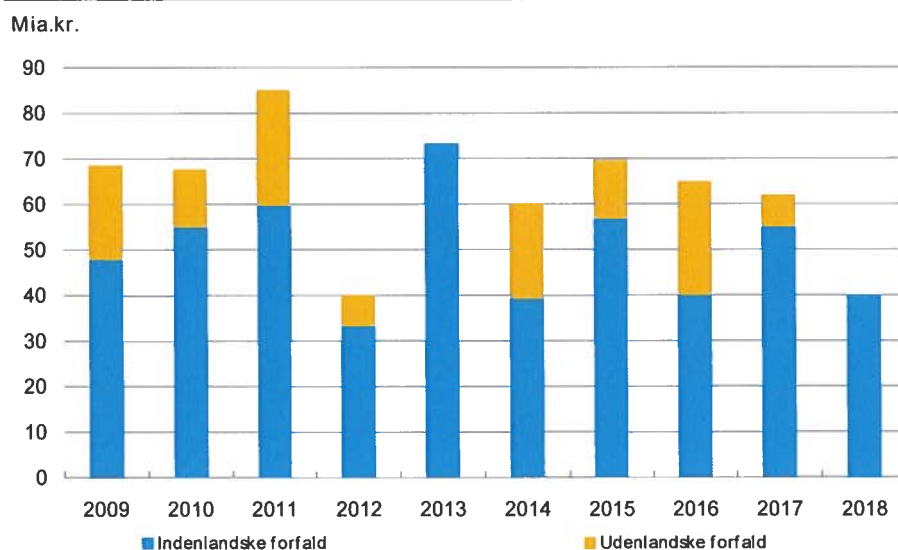
- ◆ Et nyt 10-årigt papir åbnes ca. hvert andet år og opbygges til et endeligt udestående på omkring 50 mia.kr.

- ◆ Åbning af et 2-årigt papir ca. hvert andet år, der opbygges til et endeligt udestående på omkring 40 mia.kr.

Med strategien opnås en forholdsvis jævn afdragsprofil efter nyudstedelser, således at der ikke opstår uforholdsmæssigt store forfald i et af de kommende år, jf. figur 3. En forholdsvis jævn afdragsprofil efter nyudstedelser bidrager til at reducere refinansieringsrisikoen.

STATENS FORFALDSPROFIL MED UDSTEDSELSESSTRATEGI

Figur 3



Anm.: I forfaldsprofilen er indlagt forfald på 40 mia.kr. i 2012, 2014 og 2016. Det antages, at udenlandske afdrag refinansieres ved optagelse af et 5-årigt euro-lån hvert år. Betalinger til og fra staten i valutaswaps er medregnet i forfaldene. Finansministeriet samt egne beregninger.

Kilde:

Strategien er i udgangspunktet underfinansieret med ca. 50 mia.kr. i forhold til det aktuelle scenario for de statslige lånebehov de kommende år. Dette skal ses i sammenhæng med det høje indestående på statens konto som følge af provenuet fra de 30-årige udstedelser. Strategien giver dog mulighed for en høj grad af fleksibilitet i låntagningen. Hvis lånebehovet bliver højere end antaget, kan udstedelserne skaleres op i de nuværende løbetidssegmenter. Alternativt kan der genåbnes et 5-årigt låneviftepapir eller skatkammerbevisprogrammet kan genoptages. I tilfælde af lavere lånebehov end antaget kan udstedelserne i de to primære løbetidssegmenter reduceres. Endvidere kan eksisterende papirer i det "korte" segment genanvendes som primære udstedelsespapirer. Genanvendelse af eksisterende papirer vil give mulighed for fleksibel finansiering i det korte segment, hvor alternativet

ellers er åbning af et nyt statspapir med deraf følgende forpligtelser og manglende likviditet i en opstartfase.

30-årige statsobligationer

Statsgældsforvaltningen åbnede i 2008 en 30-årig statsobligation. Dermed fik specielt pensionskasser mulighed for at afdække deres langsigtede forpligtelser i et kronedenomineret aktiv.

Statsgældsforvaltningen vil i løbet af 2009 analysere efterspørgslen efter en lang dansk statsobligation. I den forbindelse vil markedsdeltagerne blive konsulteret, herunder investorer i Forsikrings- og Pensionssektoren. Analysen skal udmøntes i en strategi for udstedelser i det 30-årige segment. Ved fortsat efterspørgsel efter et 30-årigt papir er det hensigten, at der med mellemrum kan ske en ombytning til et nyt 30-årigt papir. Dermed vil papiret opfylde formålet om at kunne anvendes i pensionsinstitutternes risikostyring. Ombytningerne vil blive foretaget i det omfang, de kan gennemføres til fair markedspriser og ud fra en samlet statsgældspolitisk vurdering.

Strategi for 2009

Det seneste halvandet år har været præget af usikkerhed, kredituro og likviditetsmangel på de finansielle markeder. Vilkår, der har nødvendiggjort en høj grad af fleksibilitet i statsgældspolitikken. Strategien i 2008 er således løbende blevet tilpasset udviklingen på de finansielle markeder.

Ved indgangen til 2009 er usikkerheden fortsat høj, og der er en betragtelig risiko for fortsat turbulens på de finansielle markeder den kommende tid. I lighed med 2008 kan der derfor i 2009 opstå situationer, som kræver fleksibilitet i udstedelsesstrategien. Eksempelvis, hvis der skal afhjælpes et pres i valutamarkedet eller der opstår en akut likviditetsmangel på de finansielle markeder.

Endvidere er der en betydelig usikkerhed omkring statens behov for likviditet i 2009. Genudlån til Afviklingsselskabet samt hjælpepakker til danske pengeinstitutter indebærer, at staten med kort varsel kan få behov for likviditet. I en situation med likviditetsbehov vil staten have mulighed for at trække på statens konto frem for at skaffe likviditet ved udstedelser af statsobligationer. Dette er hensigtsmæssigt i en situation hvor låntagning kan blive vanskelig.

Den fremlagte strategi for 2009 skal derfor ses i lyset af de meget usikre forhold, der tegner sig næste år.

INDENLANDSK LÅNTAGNING

I 2009 forventes et stort udbud af højtratede udstedelser. Markedsdeltagere estimerer, at udstedelser af statsobligationer fra vesteuropæiske lande vil stige ca. 45 pct. i 2009 til omkring 1.000 mia. euro.¹ Den primære årsag til stigningen i de statslige lånebehov skyldes den økonomiske afmatning. Hertil kommer de finansielle institutioner, der kan låne med statsgaranti. Alene finansielle institutioners udstedelser ventes at beløbe sig til 1.600 mia. euro i 2009.² Udstedelserne forventes primært at ske i det korte segment for at gøre brug af statsgarantierne.

Endvidere nævner markedsdeltagerne, at investorinteresse efter statsobligationer vil være usikker i 2009. Knaphed på likviditet sammen med et faldende antal hedgefonde har medvirket til at reducere interessen.³ Hjælpe-

¹ Barclays Capital og HSBC.

² Bonds caught between supply surge and deflation, *Financial Times*, 13. november.

³ Reuters skønner, at antallet af hedgefonde kan blive halveret i 2009.

pakkerne kan ligeledes reducere efterspørgslen fra udenlandske centralbanker, herunder Kina, der har lanceret sin egen stimulanspakke pga. forringede økonomiske udsigter. Endelig kan interessen fra pensionskasser blive påvirket af tab på deres øvrige porteføljer. Omvendt vil vedvarende uro kunne øge interessen for sikre aktivklasser.

Salg af statsobligationer

I 2009 forventes udstedelser i indenlandske statsobligationer på omkring 40 mia.kr., jf. tabel 2. Udstedelserne i 2009 afspejler et mindre statsligt overskud kombineret med forfald på godt 50 mia.kr. i 6 pct. stående lån 2009.

FORVENTEDE UDSTEDELSER I INDENLANDSKE PAPIRER I 2009		Tabel 2
Løbetidssegment		Mia.kr.
2-årigt løbetidssegment		10
10-årigt løbetidssegment		25
30-årigt løbetidssegment		5
= Forventede udstedelser i statsobligationer.....		40

Det angivne udstedelsesomfang skal betragtes som et basisscenario, der kan ændres afhængigt af markedsforholdene. Endvidere har erfaringer fra 2008 vist, at udstedelsesomfanget i de forskellige løbetidssegmenter kan påvirkes af udviklingen på de finansielle markeder.

De primære udstedelsespapirer for 2009 er følgende:

PRIMÆRE UDSTEDELSESPAPIRER I 2009			Tabel 3
Løbetidssegment	Udstedelsespapir	Afløsende udstedelsespapir	
2-årigt segment	4 pct. stående lån 2010		
10-årigt segment	4 pct. stående lån 2017	4 pct. stående lån 2019	
30-årigt segment	4,5 pct. stående lån 2039		

I 2009 åbnes et nyt 10-årigt låneviftepapir med udløb den 15. november 2019. I lyset af vilkårene for udstedelser i 2009 er det hensigtsmæssigt, at papiret åbnes så hurtigt som muligt. Endvidere har statens primary dealere anbefalet, at der med fordel kan gennemføres en åbning i starten af året.

Erfaringer fra andre lande viser, at åbningen af det nye 10-årige låneviftepapir og den efterfølgende opbygning kan blive mere vanskelig end tidligere. Eksempelvis har flere lande haft vanskeligheder ved at udstede obligationer med længere løbetider. Endvidere har der selv på de mest likvide obligationsmarkeder i Tyskland og USA været tendenser til, at salget af statspapirer er blevet besværligere.⁴

⁴ Concerns mount on ability to fund rising state debt, *Financial Times*, 1 december 2008

Ved en åbning i starten af 2009 vil papiret initialt have en restløbetid på knap 11 år. Derved vil papirets løbetid være placeret tæt op ad det nuværende tyske 10-årige udstedelsespapir, der indgår i viften under den 10-årige Bund-future.

I henhold til den langsigtede strategi sigtes mod at opbygge papiret til et endeligt udestående på omkring 50 mia.kr. over en to-årig periode. Samtidig med åbningen af det nye papir vil 4 pct. stående lån 2017 ikke længere være et primært låneviftepapir.

I første halvdel af året vil 4 pct. stående lån 2010 fortsat benyttes som 2-årigt låneviftepapir. Senere på året vil statsgældsforvaltningen på baggrund af udvikling i lånebehov, investorinteresse samt markedsforhold vurdere, hvorvidt der skal åbnes et nyt 2-årigt låneviftepapir med udløb i 2012. Efterfølgende vil 4 pct. stående lån 2010 kunne bruges til helt kort udstedelse, hvis der opstår knaphed i den korte ende.

Udestående i det 30-årige låneviftepapir er pr. valør 5. december 87,5 mia.kr. Som følge af en stor efterspørgsel er det annonceret, at papiret opbygges til et udestående på omkring 90 mia.kr. På baggrund af den udestående mængde og sigtepunktet for den endelige udestående er det hensigten, at der i 2009 kan udstedes op til 5 mia.kr. i papiret afhængig af efterspørgslen fra investorerne.

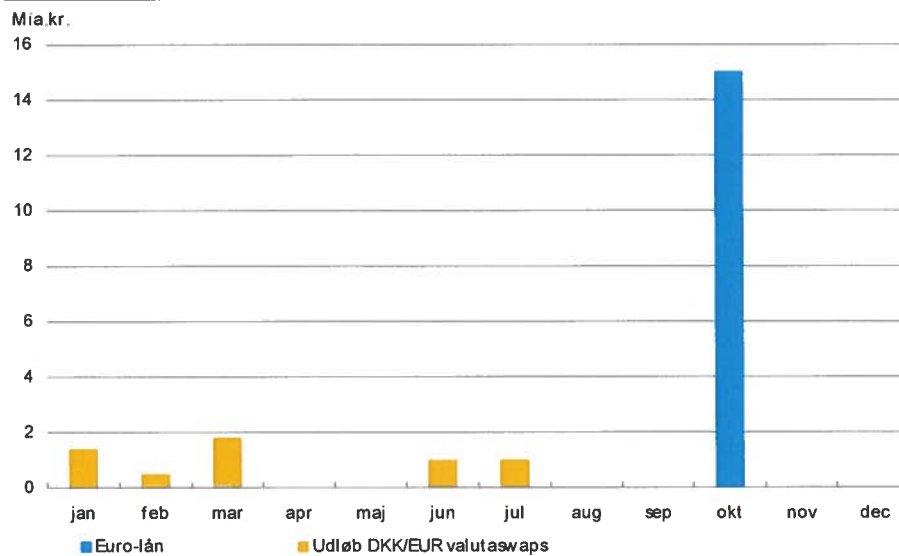
UDENLANDSK LANTAGNING

I 2009 har staten afdrag for 21 mia.kr. på den udenlandske statsgæld.⁵ Afdragene fordeler sig med et eurolån på 15 mia.kr. i oktober samt udløb af DKK/EUR valutaswaps for i alt 6 mia.kr., jf. figur 4.

⁵ Derudover udløber der kortfristede Commercial Paper-lån.

FORFALD PÅ DEN UDENLANDSKE STATSGÆLD I 2009

Figur 4



Anm.: Udenlandske afdrag ekskl. USD-betalinger på swaps knyttet til genudlån til Danmarks Skibskredit A/S samt forfald af CP-lån.

Den statslige låntagning i fremmed valuta er optaget af hensyn til valutareserven. Som udgangspunkt optager staten gæld i fremmed valuta svarende til afdragene på den udenlandske gæld.

Afdragene i 2009 refinansieres ved optagelse af udenlandske lån med slutkspønering i euro. Planlægningen af årets udenlandske låntagning vil påbegyndes fra starten af 2009. Dette skal bl.a. ses i lyset af det kommende års massive udbud af statsobligationer og statsgaranterede bankudstedelser, der kan gøre det mere vanskeligt at optage udenlandske lån. Hvis markedet for DKK/EUR valutaswaps i løbet af 2009 bedres, kan den udenlandske låntagning suppleres med indenlandsk låntagning kombineret med valutaswaps, hvor staten afleverer kroner og modtager euro fra swapmodparten.

Erfaringer fra 2008 har vist betydningen af at have en løbende kontakt til banker og investorer. I lyset af at antallet af internationale primary dealere i Danmark er halveret fra 6 til 3, er der behov for at udvide kontakten til et større antal internationale modparter.

Endvidere er det et hensyn, at Statsgældsforvaltningen i højere omfang er i direkte kontakt med investorerne. Det skyldes, at de forskellige tiltag, som der er introduceret for at skabe finansiel stabilitet, kan gøre det vanskeligt for investorerne at få et fuldstændigt billede af den økonomiske situation i Danmark. Statsgældsforvaltningen vil derfor tage initiativ til at afholde en række møder med investorer det kommende år.

Der vil endvidere løbende udstedes i statens to udenlandske Commercial paper programmer. Den løbende udstedelse i CP-programmerne sikrer, at staten har adgang til kort udenlandsk låntagning.

OPKØB

Der kan købes op i alle indenlandske og udenlandske papirer, dog som udgangspunkt ikke primære udstedelsespapirer. Statsgældsforvaltningen vil løbende vurdere behovet for opkøb i relation til at sikre et velfungerende marked for statsobligationer. Fx kan manglende kapacitet hos statens primary dealere i visse perioder medføre, at staten i højere grad skal være modpart i opkøbstransaktioner. Ved opkøb tages det i betragtning, om opkøbene er fordelagtige ud fra en samlet statsgældspolitisk vurdering.

STATENS KONTO

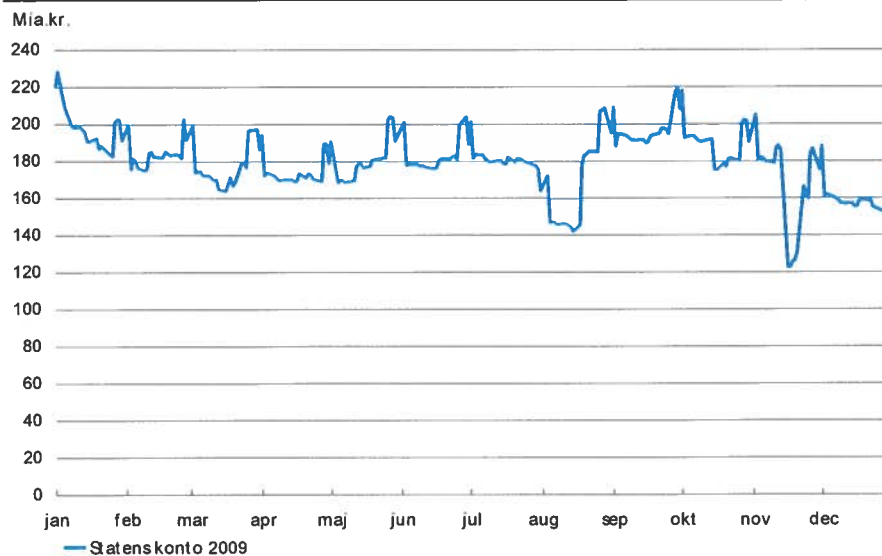
Ved indgangen til 2009 forventes indestående på statens konto at udgøre ca. 220 mia.kr.⁶ Niveauet for statens konto afspejler bl.a., at provenuet fra de 30-årige udstedelser og Commercial Paper lån er indsat på statens konto.

Den prognosticerede udvikling for statens konto i 2009 viser indestående i omegnen af 160-200 mia.kr. frem mod forfald af statsobligationer medio november, hvor kontoen i prognosen, når sit laveste indestående på godt 120 mia.kr., jf. figur 5.

⁶ Det er antaget, at Den Sociale Pensionsfonds køb af rentetilpasningsobligationer er afregnet i december, og dermed ikke påvirker indestående på statens konto primo 2009.

PROGNOSE FOR STATENS KONTO FØR OPKØB I 2009

Figur 5



Anm.: Det er i prognosen antaget, at udestående CP-lån ikke refinansieres

Et højt statsligt likviditetsberedskab er i den nuværende situation hensigtsmæssigt af hensyn til flere usikkerhedsfaktorer det kommende år. Først og fremmest er der en risiko for, at det statslige Afviklingsselskab får brug for likviditet i form af genudlån. Derudover kan den statslige saldo i 2009 forværres i løbet af året eller dårlige markedsforhold kan gøre det vanskeligt at udstede statsobligationer.

Indeståendet på statens konto vil løbende blive overvåget, og der vil blive taget hensyn hertil ved timing af udstedelser eller anvendelse af CP-programmerne til kortvarig finansiering. Endvidere haves en potentiel reserve i form af åbning af et ekstraordinært skatkammerbevis.

GENUDLÅN

Selskaber med adgang til genudlån kan optage lån i genudlånsviften angivet i "Listen over acceptable låntyper". Genudlånsviften omfatter alle fastforrentede statsobligationer af typen stående lån i danske kroner i løbetidssegmentet mellem 2 og 10 år samt syntetiske lån med forfald i 2012, 2014 og 2016.

Efter aftale med Finansministeriet kan der gives adgang til andre typer genudlån end i de lån, der er angivet i genudlånsviften, herunder genudlån på termin samt det nye 30-årige låneviftepapir.

I 2009 forventes der indgået nye genudlån for i alt 5 mia.kr., jf. tabel 4. Omfanget skal blandt andet ses i lyset af forfald på 1,5 mia.kr. i tidligere

indgåede genudlån baseret på 6 pct. stående lån 2009. Ved udgangen af 2009 forventes det samlede udestående af genudlån at udgøre ca. 51 mia.kr. Derudover kan der komme genudlån til Afviklingsselskabet.

FORVENTEDE GENUDLÅN I 2009		Tabel 4
Nominal værdi		Mia.kr.
Øresund		0,4
Storebælt		0,5
Udviklingsselskabet By og Havn.....		1,0
Metroselskabet.....		0,0
Energinet.dk.....		2,0
Nordsøfonden		0,3
Danmarks Radio.....		0,0
Danmarks Skibskredit.....		0,8
Statens Serum Institut		0,2
I alt		5,2

Anm.: Eksklusiv genudlån til det statslige Afviklingsselskab. Lån til Danmarks Skibskredit swappes til dollar.
Kilde: Indberetninger fra selskaberne.

Danmarks Skibskredit A/S har adgang til genudlån i kroner og dollar i form af fast forrentede serie- og annuitetslån med halvårslige betalinger og en løbetid på op til 12 år. I forbindelse med USD genudlån til Danmarks Skibskredit A/S vil der blive indgået swaps med henblik på at afdække statens valutarisiko ved genudlånene. Primo december var der indgået USD swaps for 11 mia.kr. i forbindelse med genudlån til Danmarks Skibskredit A/S.⁷

INVESTERINGSSTRATEGI FOR HØJTEKNOLOGI- OG FOREBYGGELSESFONDEN

Højteknologifondens investeringer sker ud fra en afvejning af to ønsker.⁸ Dels ønsket om et højt afkast, hvilket tilsiger papirer med en lang løbetid samt hensynet til et vist årligt likviditetsbehov grundet udbetalinger, hvilket tilsiger placering i papirer med kortere løbetider. For bedst muligt at efterkomme de nævnte hensyn, og samtidigt opnå et jævnt placeringsbehov, anbefales det, at investeringsstrategien fra 2008 fortsættes, dvs. en ligelig placering af midlerne i et kort, et mellemlangt og et langt papir. Dermed sikres et passende trade-off mellem afkast og risiko.

Forebyggelsesfonden blev oprettet i 2007 og fik ved oprettelsen tilført 3 mia.kr. Kapitalforvaltningen svarer til de øvrige fondes. Der forventes ikke yderligere indskud og størrelsen af de årlige overførsler til Beskæftigelsesministeriet er fastlagt fremadrettet. Det har givet mulighed for en investe-

⁷ Danmarks Skibskredit A/S har frem til 2016 adgang til at optage genudlån for i alt 18 mia.kr.
⁸ Højteknologifonden får i januar 2009 tilført 2 mia.kr. i indskud fra staten.

ringsstrategi, hvor renteindtægter og forfald på obligationer stort set matches med udbetalinger. Strategien er implementeret ved, at fonden har investeret bredt i statsobligationer.

Risikostyring i 2009

Risikostyringen i 2009 skal ses i lyset af forhøjet risiko på flere områder. Et længere positivt konjunkturforløb er vendt, og Finansministeriets prognoser viser stigende budgetunderskud. Et vendepunkt indebærer typisk, at fremskrivninger af statsfinanserne er forbundet med større usikkerhed end normalt. Derudover er likviditetsbehovet til genudlån i forbindelse med nødlidende banker et selvstændigt usikkerhedsmoment. Udgangspunktet for statens risikostyring i 2009 er derfor, at staten har et højt beredskab af likvide aktiver, og at staten har lav renterisiko.

Der skal samtidig tages højde for, at swapmarkederne ikke er velfungerende i øjeblikket. Dermed er det ikke i samme omfang som tidligere muligt at adskille statens udstedelsesstrategi fra risikostyringen.

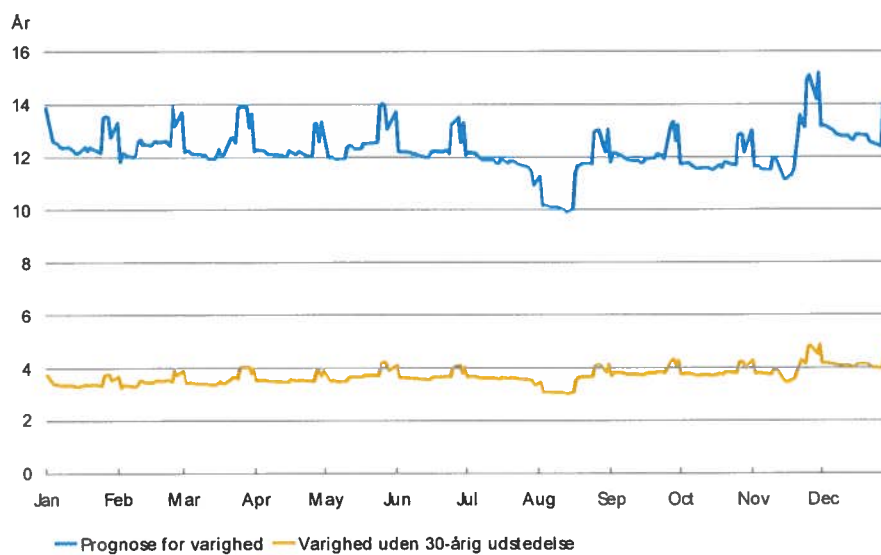
VARIGHED SOM STRATEGISK BENCHMARK

I en situation, hvor statsgældsporteføljen primært består af passiver, er en høj varighed normalt forbundet med høje forventede renteomkostninger og lav renterisiko. Med en forholdsvis lav nettogæld og betydelige aktiver og passiver er høj varighed er det ikke nødvendigvis tilfældet.

I 2009 fremskrives varigheden til ca. 12 år i gennemsnit uden indgåelse af renteswaps, jf. figur 6. Den høje varighed afspejler et mismatch i varigheden på statens aktiver og passiver som følge af den 30-årige udstedelse og et højt kontoindestående. Til sammenligning ville varigheden være 3,75 år i 2009, hvis der korrigeres for den 30-årige udstedelse.

PROGNOSE FOR VARIGHED 2009 MED OG UDEN 30-ÅRIG UDSTEDELSE

Figur 6



INSTRUMENTER I RISIKOSTYRINGEN

Staten har i en lang periode benyttet renteswaps til at adskille udstedelsesstrategien fra risikostyringen. Fordelen ved denne adskillelse er, at udstedelsesstrategien kan rettes mod opbygning af store, likvide obligationsserier i de segmenter, hvor staten har en komparativ fordel.

Markedet for renteswaps har imidlertid ikke været velfungerende i 2008. De variable Cibor/Euribor-betalinger ligger markant højere end statsrenterne. I lyset af den seneste udvikling på swapmarkederne arbejder Statsgældsforvaltningen på at nedbringe statens instrumentrisiko, dvs. risikoen for at renter i samme løbetidssegment, men på forskellige instrumenter, ikke udvikler sig ens.

Statsgældsforvaltningen er ved at undersøge mulighederne for at anvende renteswaps, hvor den variable betaling i swappen er baseret på eonia-renten. Fordelen ved eonia-swaps er, at den variable betaling er tæt knyttet til ECBs pengepolitiske rente. Dermed opnår staten en god afdækning af indeståendet på statens konto.

Mulighederne for at indgå Cibor/Euribor/Eonia-swaps følges tæt i løbet af 2009.

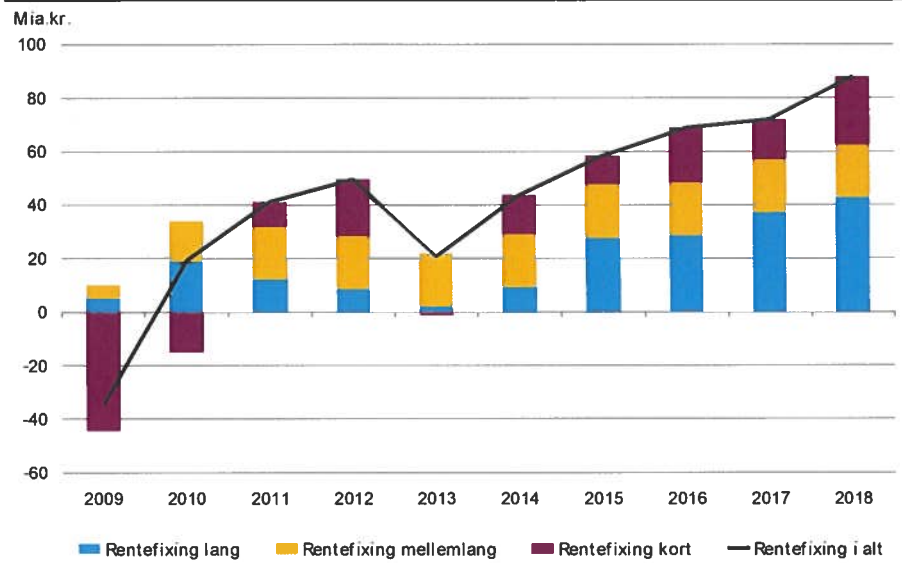
ANALYSE AF RENTEFIXINGEN

Med den fastlagte udstedelsesstrategi og et grundforløb uden indgåelse af renteswaps bliver rentefixingen negativ som følge af et højt kontoindestående og forfald af eksisterende renteswaps. I det omfang staten fortsat har nettogæld, er det uhensigtsmæssigt at have positiv rentefixing i nogle løbetidssegmenter og negativ rentefixing i andre.

I basisscenariet er fastlagt et forløb med indgåelse af 10-årige renteswaps for 10-20 mia.kr. årligt. Det giver et hensigtsmæssigt forløb for niveauet og sammensætningen af rentefixingen i de kommende år, jf. figur 7.

RENTEFIXING VED ÅRLIG INDGÅELSE AF 20 MIA.KR. RENTESWAPS
ÅRLIGT

Figur 7

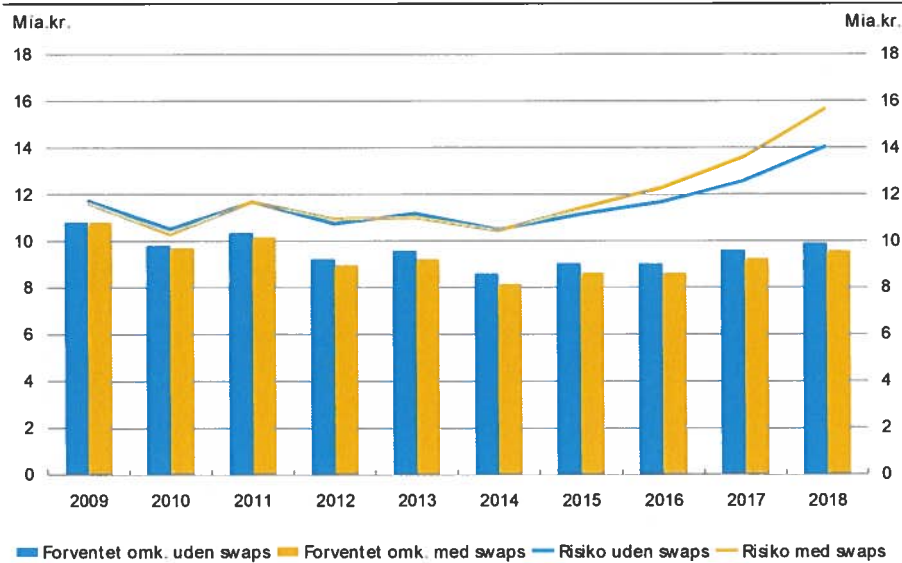


ANALYSER I CAR MODELLEN

CaR modellen beregner forventede renteomkostninger og -risiko på statsgældsporteføljen. I grundscenariet med indgåelse af renteswaps for 10-20 mia.kr. årligt reduceres den forventede renteomkostning med ca. 275 mio.kr. årligt sammenlignet med et forløb uden indgåelse af renteswaps, jf. figur 8. Samtidig er risikoen for stigende renteomkostninger uændret i hovedparten af perioden. Det skyldes, at det variable ben i renteswaps afdækker renterisikoen på statens konto.

CAR-FORLØB FOR DE TO SCENARIER AF RENTESWAPS

Figur 8

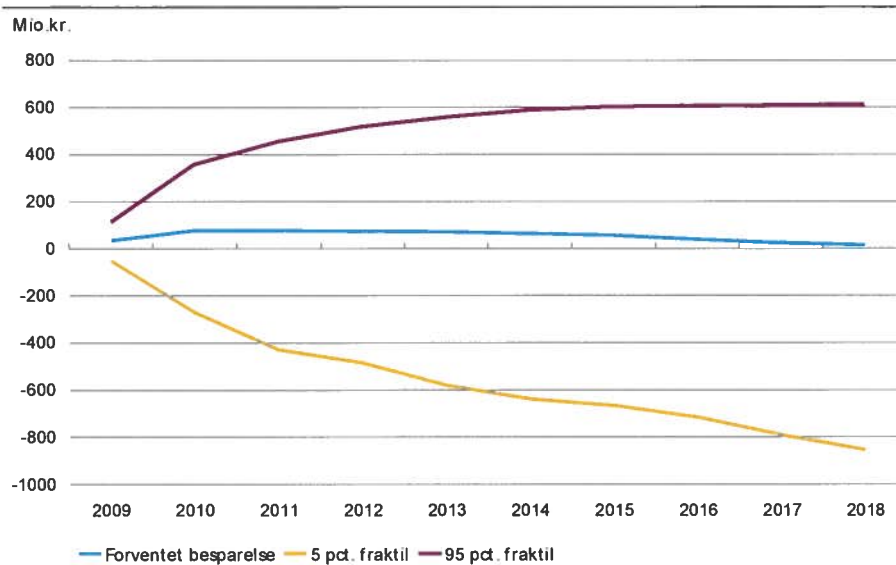


Adskillelse af statens udstedelsesstrategi fra risikostyringen i 2009 forudsætter en normalisering på renteswapmarkedet. Med de nuværende markedsforhold vil varigheden på statsgældsporteføljen i 2009 i højere grad være et resultat af udstedelsesstrategien og udviklingen i statens nettofinansieringsbehov.

Risikoanalysen viser, at der er en mindre forventet besparelse ved at indgå renteswaps, uden at renterisikoen øges væsentligt, givet at staten har et højt kontoindestående. Hvis der bliver behov for at benytte bufferen på statens konto fx til genudlån til Afviklingsselskabet, vil indgåelse af renteswaps fortsat indebære en mindre forventet besparelse, men der er i dette tilfælde en betydelig risiko for øgede renteomkostninger, da renteswaps ikke længere afdækker et højt kontoindestående, jf. figur 9.

ÆNDRING I OMK. OG RISIKO VED 25 MIA.KR. EKSTRA SWAPS MED LAV KONTO

Figur 9



På baggrund af Cost-at-Risk analysen og den forventede udstedelsesstrategi samt nettofinansieringsbehov fastlægges den strategiske benchmark for renterisikoen i 2009 til et varighedsbånd på 12 år \pm 1 år.

Varighedsbåndet skal ses på baggrund af en styring af renterisikoen over en længere periode, således at midlertidige udsving ud over båndet ikke vil blive modgået. Større ændringer i udstedelsesstrategi og nettofinansieringsbehov kan medføre et behov for at justere båndet i løbet af 2009.

Andre emner

ALMENE BOLIGER

Det blev i 2008 besluttet, at DSP afdækker statens renterisiko ved finansiering af de almene boliger. På baggrund af Velfærdsministeriets oplysninger om den samlede refinansieringsvolumen blev det meldt ud til markedet, at DSP vil investere for omkring 22 mia.kr. i 1-årige inkonverterbare realkreditobligationer. Skønnet på den samlede refinansieringsvolumen er siden revideret op til ca. 27 mia.kr. Da hensigten med DSPs køb var at afdække risikoen på almene boligernes finansiering, har DSP købt for omkring 27 mia.kr. ved RTL-auktionerne.

DSP har købt obligationsserier fra Kommunekredit og Landsbankernes Reallånefond, der udelukkende omfatter finansiering i almene boliger. Købet af obligationer fra de øvrige realkreditinstitutter afspejler den forventede fordeling af de almene boligernes finansiering.

En forudsætning for en god afdækning af statens samlede renterisiko er en entydig oversigt af høj kvalitet over den samlede refinansieringsvolumen og fordelingen på institutter.

DANMARKS SKIBSKREDIT A/S

Danmarks Skibskredit A/S kan optage genudlån i kroner eller US-dollar. I tilknytning til genudlån i US-dollar indgår staten valutaswaps mellem kroner og US-dollar, så staten ikke får nogen valutakurseksponering som følge af genudlånene. Prisfastsættelsen af et genudlån i US-dollar sker på grundlag af den danske statskurve og den indgåede swap.

I det seneste år har markedet for swaps fra kroner til US-dollar fungeret dårligt. Det har ramt genudlånsordningen med Danmarks Skibskredit, idet swaps indgået i tilknytning til genudlån i US-dollar er struktureret som 12-årige serielån med fast rente. Derudover er feltet af mulige modparter ved disse transaktioner blevet indsnævret.

Det næste genudlån i dollar forventes udbetalt primo januar 2009, og skal senest prisfastsættes 5 børsdage før udbetalingen.