



→ 52  
 K. J. Christensen

## Intern meddelelse

SAGEN VEDRØRER **Ændring af DSPs reglement og udsctedelse af 30-årig statsobligation**

DATO 31-10-2008 J.NR. 083-14  
 KONTOR 2 SAGSBEH. MLW  
 BIDRAGENDE KONTOR BIDRAGENDE SAGSBEH.

MODTAGER	DENNE MEDDELELSE ER OGSÅ SENDT SOM ORIENTERING TIL
<input checked="" type="checkbox"/> FINANSMINISTEREN	<input type="checkbox"/>
<input checked="" type="checkbox"/> DEPARTEMENTSCHEFEN	<input type="checkbox"/>
<input checked="" type="checkbox"/> AFDELINGSCHEF JAH	<input type="checkbox"/>
<input checked="" type="checkbox"/> KONTORCHEF NKF 31/10/08 ✓	<input type="checkbox"/>
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

<input type="checkbox"/> TIL UNDERSKRIFT	<input type="checkbox"/> TIL BRUG VED MØDET DEN
<input checked="" type="checkbox"/> TIL GODKENDELSE	<input type="checkbox"/> EFTER AFTALE MED
<input type="checkbox"/> TIL DRØFTELSE	<input type="checkbox"/> TIL BRUG VED MØDET I ØU DEN
<input type="checkbox"/> TIL ORIENTERING	<input type="checkbox"/> TIL BRUG VED MØDET I STG DEN
<input type="checkbox"/> TIL FORELÆGGELSE	<input type="checkbox"/> TIL BRUG VED MØDET I KU DEN
<input type="checkbox"/> TIL VIDERE FORANSTALTNING	<input type="checkbox"/>

### BEMERKNINGER

Nationalbanken udsender mandag den 3. november kl. 9.00<sup>00</sup> en pressemeddelelse, hvori det fremgår at Nationalbanken udsteder en 30-årig statsobligation.

Processen herefter er:

1. Der afholdes møde i Udvalget til bestyrelse af Den Sociale Pensionsfond.
2. Finansministeriet udsender pressemeddelelse vedr. ændring af reglement for DSP.
3. Nationalbanken udsender pressemeddelelse vedr. DSP, hvoraf det fremgår, at fonden planlægger at investere for 22. mia. kr. i korte realkreditobligationer i december 2008.

4. Orienterende afbryde til GiU - Afhører hvordan  
 Bemærk 2 sager til beslutning. Begge anbefales til trædt  
 i lyset af behovet på valutaverden og hensynet  
 til den finansielle stabilitet og på baggrund af anbefalinger

## Notits

---

31. oktober 2008  
2. kontor, NKF/MLW

### Beslutning om udstedelse af 30-årigt statslån

Udstedelse af 30-årige statslån vurderes med betydelig usikkerhed at kunne ske til en rente, der er 0,3-0,4 pct.enheder over den 3-årige statsrente (dvs. svarende til cirka den varighed, der hidtil er sigtet efter i statsgældspolitikken).

Det indebærer årlige mer-omkostninger i form af ekstra statslige renteudgifter på 60 til 120 mill.kr., hvis det nye papir opbygges til 30 mia.kr., og op mod det dobbelte hvis udeståendet opbygges til 60 mia.kr.

Nationalbanken vurderer, at den 30-årige rente kan fastsættes med et spænd til den tyske statskurve på ca. 0,3 pct.enheder, svarende til en rente på ca. 4,5 pct.

Omkostningerne for staten skal ses i lyset af, at pensionssektoren (herunder ATP) ved at investere i papiret kan afdække sine pensionsforpligtelser på fordelagtige vilkår. Den fordel, som eksempelvis ATP opnår, vil for ca. halvdelens vedkommende tilfalde staten på et senere tidspunkt (idet pensionsopsparingen først indkomstbeskattes på udbetalingstidspunktet).

Denne mer-omkostning skal endvidere også ses i lyset af, at det i den aktuelle markedssituation kan vise sig vanskeligt for staten at skaffe udenlandske lån på acceptable vilkår. Dette forhold afspejler den aktuelle, meget usædvanlige markedssituation og har vist sig i foråret 2008, hvor staten optog et dollarlån, som afstedkom mindre interesse end forventet.

I en situation med alvorligt pres på kronen vil der typisk skulle skaffes finansiering meget hurtigt til at styrke valutareserven. Sammenlignet hermed taler forsigtighedshensyn for at understøtte pensionssektorens efterspørgsel efter lange obligationer ved at udstede i det 30-årige segment, hvorved valutareserven ligeledes vil blive styrket på kort sigt.

Modstykket hertil er, at varigheden på statsgælden forøges (dvs. at statens forventede renteudgifter øges, men samtidig reduceres udsvingene i renteudgifterne) i forhold til det hidtidige sigtepunkt på 3,25+/-0,5 år. Dette skal dog ses i sammenhæng med, at udstedelsen vurderes på en mere robust måde at kunne understøtte valutakurspolitikken.

Det **indstilles**, at DN's forslag om udstedelse i det 30-årige segment godkendes i lyset af at

- der vurderes at være behov for at styrke valutareserven, og den foreslåede model er en robust måde at gøre dette på, samt at
- der er betydelig efterspørgsel efter lange statsobligationer til afdækning af pensionssektorens forpligtelser overfor kunderne.

Emig CM 1/11

## 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 (FI-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.<sup>1</sup> 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.

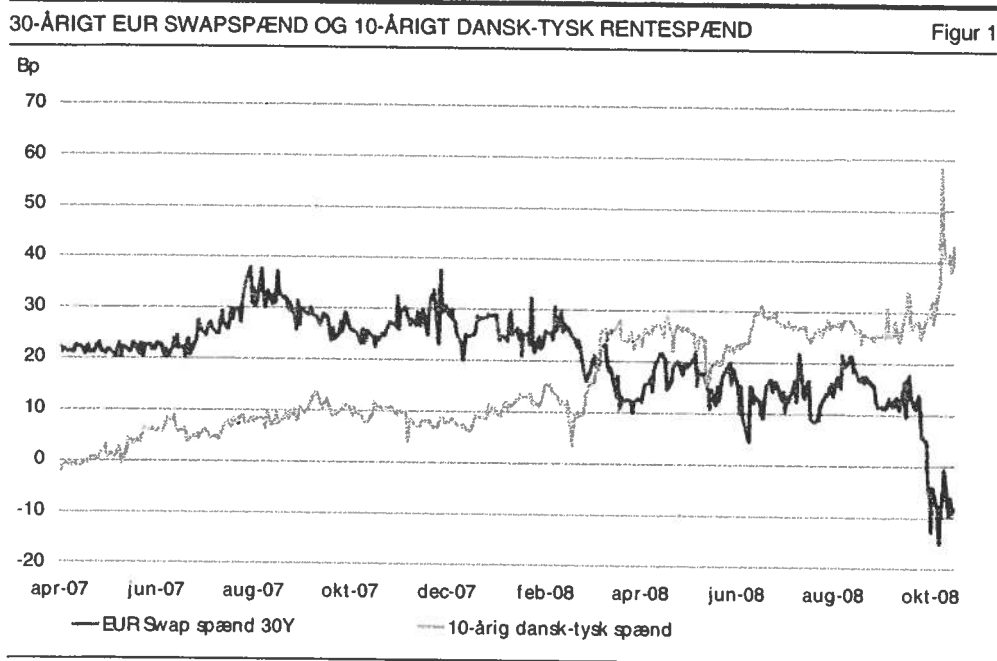
Afdækningen kan også foretages ved hjælp af renteswaps, hvor der modtages en fast rente i fx 30 år mod at betale en variabel rente. I de senere år har pensionssektoren i stigende grad anvendt renteswaps frem for lange statsobligationer. Specielt ATP har været markedsleder til at implementere renteswaps. 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 statsobligation<sup>2</sup> og ophæve en 30-årig swapkontrakt.

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

<sup>2</sup> 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.



Kilde: Bloomberg

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.

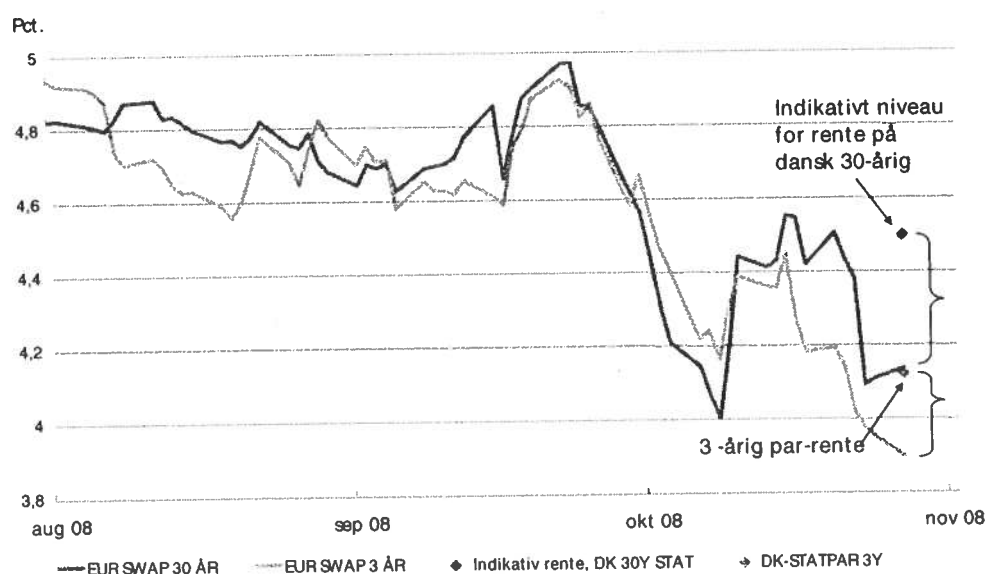
Provenuet fra udstedelse af et 30-årigt papir vil som udgangspunkt blive placeret på statens konto. Budgetsituationen er blevet forværret siden sommeren, og i den forbindelse kan et større indestående være hensigtsmæssigt, såfremt tendensen fortsætter. Derudover vil et højere indestående på kontoen blive 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 restløbetid<sup>3</sup> 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

<sup>3</sup> 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 beslutes 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.

## Notat

1. november 2008  
2. kontor, MLW  
J. nr. 083-14

### Pressemeddelelse vedr. ændring af reglement for DSP

Det er besluttet, at reglementet for DSP ændres. Formålet med ændringen er at sikre, at DSP's midler i højere grad kan anvendes som led i statens samlede risikostyring. Et led heri er afdækning af statens renteudgifter vedr. de almene boliger. De almene boliger er finansieret ved indekslån, fastforrentede lån og rentetilpasningslån. Rentetilpasningslånene udgør ca. 1/3 af finansieringen, svarende til ca. 50 mia. kr. Staten bærer renterisikoen for den del af de almene boliger, der modtager statslig ydelsesstøtte. Ved refinansieringsrunden i december udgør refinansieringsbehovet hertil ca. 22 mia. kr.

#### Pressemeddelelsetekst

Som led i statsgældspolitikken justeres reglementet for Den Sociale Pensionsfond med henblik på at udvide muligheden for placeringer i bl.a. realkreditobligationer. Justeringen har til formål at afdække statens renteudgifter i forbindelse med finansieringen af almene boliger, hvor renterisikoen bæres af staten.

DSP's investeringsstrategi fastlægges løbende i samarbejde mellem Finansministeriet, Velfærdsministeriet og Danmarks Nationalbank.

DSP er oprettet ved lov i 1970, hvor der blev indført et særligt folkepensionsbidrag. DSP's grundkapital hidrører fra den formue, der henstod, da det særlige folkepensionsbidrag på 2 pct. bortfaldt pr. 1. januar 1982. DSP udgør en del af statens formue.

Finansieringen af almene boliger sker ved optagelse af realkreditlån. Finansieringsstrategien fastlægges løbende i samarbejde mellem Velfærdsministeriet, Økonomi- og Erhvervsministeriet, Finansministeriet samt Nationalbanken (observatørstatus) og har til formål at sikre lave, langsigtede renteomkostninger.

Finansminister Lars Løkke Rasmussen udtaler i den forbindelse:

*"Det er staten, der betaler renteudgifterne i de almene boliger. I en tid med finansiell uro er det derfor hensigtsmæssigt, at staten samtidig investerer en del af DSP's formue i realkreditobligationer, så renteindtægter og -udgifter i højere grad matcher hinanden.*

*Det er selvfølgelig særlig relevant i en tid med uro på de finansielle markeder, og hvor renten på statsobligationer og realkreditpapirer kan svinge i forhold til hinanden.*

Parallelt hermed går Danmarks Nationalbank nu i gang med at udstede lange 30-årige statsobligationer. Det er en beslutning, der er taget i fællesskab mellem regeringen og nationalbanken.

Formålet hermed er at udbyde en lang obligation, som pensionssektoren har efterspurgt til af-dækning af de langsigtede forpligtelser overfor kunderne. (Det kan sammen med de ændringer af reglerne for opgørelse af pensionssektorens passiver, som er aftalt med branchen, være med til at sikre, at den finansielle uro ikke får utilsigtede virkninger i pensionskasser og livsforsikringselskaber.)

Samtidig betyder den store efterspørgsel efter en lang, dansk statsobligation, at udstedelsen er med til at understøtte investorinteressen for danske obligationer og dermed fastkurspolitikken i en tid med finansiell uro.”

For yderligere oplysninger henvises til Søs Marie Serup samt Nationalbankens pressemeddelelser af d.d., som kan læses [her](#)

# Den Sociale Pensionsfonds reglement

31. oktober 2008

## Problem

Der er behov for at genoverveje reglementet for Den Sociale Pensionsfonds (DSP) investeringsstrategi med henblik på at gøre denne mere fleksibel, så fondens midler i højere grad kan placeres i realkreditobligationer.

Der er 3 umiddelbare begrundelser for et sådan initiativ:

For det **første** er statsgælden i de senere år nedbragt betragteligt. Den faldende statsgæld har medført en tilpasning af statsgældspolitikken, der bl.a. har betydet, at statens udstedelser nu er koncentreret på færre obligationsserier. Tilpasningen er sket for at sikre likviditeten i statsobligationsserierne.

I visse statsobligationsserier besidder staten selv via DSP op til 65 pct. af den samlede udestående mængde. Det begrænser omfanget af statsobligationer i frit omløb og kan bidrage til, at DSP's opkøb i udestående statspapirserier kan medføre for staten ugunstige vilkår i form af højere kurser. Det skyldes, at andre markedsaktører i visse situationer kan forudse hvilke konkrete papirer, DSP skal opkøbe i.

For det **andet** har staten en renterisiko knyttet til refinansieringen af rentetilpasningslån i den almene sektor, som har et volumen på omkring 22 mia. kr. Risikoen – som er særlig stor i den aktuelle situation med finansiell uro – kan afdækkes hvis DSP får mulighed for at opkøbe realkreditobligationer.

For det **tredje** er den nuværende placeringsstrategi oprindeligt bl.a. motiveret af et hensyn til at nedbringe ØMU-gælden. Det hensyn der måtte være til ØMU-gælden er nu væsentligt mindre idet ØMU-gælden i dag er bragt ned til et lavt niveau.

DSP administreres i henhold til ”Reglement vedrørende bestyrelse af Den Sociale Pensionsfond”. Af reglementet for Den Sociale pensionsfond fremgår, at ”*midlerne primært skal placeres i statsobligationer*”. Bestemmelsen blev indført i 1995, bl.a. med sigte på at dæmpe ØMU-gælden. DSPs beholdning af statsobligationer fragår således i opgørelsen af ØMU-gælden (uden at det har betydning for den offentlige sektors reelle gældsforpligtelser).

I Budgetoversigten fra august 2008 blev andelen af statsobligationer skønnet til at udgøre ca. 92 pct. af DSPs samlede portefølje ultimo 2008 (svarende til en beholdning på 114 mia. kr.). Ved udgangen af 1994 (dvs. før beslutning om omlægning fra realkreditobligationer til statsobligationer) udgjorde andelen 34 pct. af porteføljen, mens placeringerne i realkreditobligationer var tilsvarende større.

De ændringer som i givet fald skal gennemføres i reglementet for den særlige pensionsfond er angivet i bilag 1. Den substantielle ændring er at sekvensen ”*Samstyringen [af DSP og statsgælden] og en række andre hensyn betyder, at midlerne primært skal placeres i statsobligationer*” udgår, ud fra den betragtning at både samstyringen og faldet i ØMU-gælden nu taler for at placere flere midler i realkreditobligationer.

Kammeradvokaten er blevet hørt vedr. mulighederne for administrativt at ændre reglementet med henblik på i højere grad at lade fondens midler placere i realkreditobligationer.

Det er Kammeradvokatens vurdering, at reglementsændringer der alene giver mulighed for at øge andelen af realkreditobligationer (af hensyn til samstyringen med statsgælden) kan gennemføres administrativt. Kammeradvokaten anbefaler dog, at Finansudvalget også ved sådanne mindre reglementsjusteringer orienteres.

Ønskes placeringsmulighederne udvidet med andre obligationer, som f.eks. udenlandske statsobligationer kræves lovændring.

Ændringen af reglementet kan således ske ved beslutning af velfærdsministeren og finansministeren. Udkast hertil fremgår af bilag 1.

Forslag om ændring i reglementet skal desuden ses i lyset af beslutning om udstedelse af en 30-årig statsobligation. Lange statsobligationer er generelt meget efterspurgt blandt pensionskasser, idet obligationens høje varighed bidrager til at understøtte balancen mellem pensionskassens aktiver og passiver (forpligtelser). Efterspørgsel blandt pensionskasser efter en statsobligation med lang løbetid indebærer salg af lange udenlandske statsobligationer og køb af indenlandske krone statsobligationer. En sådan ændring vil bidrage til en forøgelse af valutareserven. På den baggrund er der parallelt hermed opnået en fælles forståelse mellem Nationalbanken og ATP om, at ATP i december investerer for ca. 100 mia. kr. i korte realkreditobligationer for derved at støtte refinansieringen i december 2008 mod at Nationalbanken imødekommer ønsket om udstedelse af en 30-årig statsobligation.

## Baggrund

Det samlede udestående i indenlandske statspapirer udgør ved udgangen af oktober 2008 ca. 373 mia.kr. Papirer i frit omløb forventes at udgøre ca. 251 mia.kr. De resterende ca. 122 mia.kr. udgøres af fondenes beholdninger af statsobligationer (dvs. DSP men også øvrige statslige fonde, som fx Højteknologifonden og Forebyggelsesfonden, som har mindre beholdninger).

Som følge af de store statslige overskud er der et ret lavt statsligt lånebehov, som knytter sig til den løbende refinansiering. Det lave lånebehov har de senere år vanskeliggjort opkøb og opbygning af tilstrækkelig likviditet i statsobligationsserierne. Disse udfordringer kan blive større fremover, men det afhænger selvsagt af udviklingen i de statslige overskud.

Hidtil er virkningerne af det aftagende lånebehov håndteret ved bl.a. at forøge statens indestående i Nationalbanken, fordi staten dermed opbygger et aktiv og lånebehovet derved isoleret set øges. Desuden er det besluttet – og tilkendegivet i forhold til markedet – at staten fremover vil sigte efter et samlet udestående i statspapirer i frit omløb svarende til cirka 250 mia.kr., fordelt på 5 statspapirer med en løbetid på 10 år.

For at fastholde et statspapirmarked af denne størrelsesorden, kan det på et tidspunkt blive nødvendigt at opbygge statslige aktiver (i form af andre papirer med høj sikkerhed – dvs. fx udenlandske statsobligationer og danske realkreditobligationer), men det afhænger af udviklingen i de statslige overskud. Med en mere fleksibel investeringsstrategi i DSP (som er en statslig fond) vil tidspunktet for hvornår staten derudover vil skulle opkøbe aktiver (således at statsobligationer i frit omløb fastholdes over 250 mia. kr.) alt andet lige kunne udskydes (fordi DSP ved at sælge statsobligationer kan øge det frie omløb).

Ved de almene boliger bærer staten renterisikoen. Ved den kommende refinansieringsrunde i december skal der refinansieres rentetilpasningslån for ca. 22 mia. kr. I lyset af den finansielle uro – og særligt risikoen for at markedets vurdering af kredit- og likviditetsrisiko i realkreditpapirerne kan medføre højere renter på disse – kan det overvejes at søge renterisikoen forbundet med denne refinansiering (som altså bæres af staten) begrænset.

En model herfor kan være, at staten via DSP (eller ved anvendelse af midlerne på statens konto i Nationalbanken) opkøber et tilsvarende volumen i realkreditobligationer (altså helt eller delvist svarende til de 22 mia.kr.). Herved opnås det, at staten opnår mer-indtægter svarende til spændet mellem stats- og realkreditrenterne, som modsvarer statens forpligtelser i form af øgede rentebetalinger på lån til almene boliger.

Med den foreslåede ændring i reglementet for DSP, kan der generelt foretages omlægninger af fondens aktiver ved at sælge statsobligationer og købe eksempelvis realkreditobligationer, men det forudsætter at det kan begrundes ud fra en samlet afvejning af afkast og risiko, og i sammenhæng med styringen af statsgælden. Det fremgår således bl.a. af reglementet: *”I øvrigt kan der foretages omlægninger mellem obligationstyper i de tilfælde, hvor kursforholdene måtte tilsige det”,* samt at *”Der tilstræbes god forrentning under hensyntagen til de samlede statsfinansielle konsekvenser af fondens dispositioner.”*

Grænserne for omlægningernes størrelse er ifølge reglementet, at prisrelationerne på markedet ikke påvirkes væsentligt. Konkret fremgår følgende: *”Både ved indkøb af obligationer som led i genplacering og ved omlægninger tilstræbes, at der ikke sker væsentlige forskydninger i de naturlige kursrelationer på markedet.”* Det er Nationalbanken der vurderer, hvornår man kan forvente *”væsentlige forskydninger i de naturlige kursrelationer på markedet”*.

Endelig fremgår det af reglementet at placeringen af fondens midler samstyres med statens øvrige finansielle aktiver og passiver, og at den finansielle styring af

obligationsbeholdningen sker ud fra et varighedsbånd, der beslutes på statsgældsmøderne mellem Finansministeriet og Nationalbanken. Varighedsbåndet på DSPs beholdning skal godkendes af det udvalg, som varetager de løbende opgaver i overensstemmelse med reglementet for DSP.

Det vil være centralt at DSPs placeringer ikke fremstår som en hjælpeaktion fra regeringens side, der skal holde hånden under hele eller dele af realkreditobligationsmarkedet, og at staten ikke (via bl.a. DSP) bliver en dominerende aktør på realkreditmarkedet eller på anden måde influerer mærkbart på rentedannelsen på boligfinansiering.

Derfor er det vigtigt at signalere at DSPs placeringer i konkrete papirer fortsat aktivt fortages af og beror på indstillinger fra Nationalbanken, som i overensstemmelse med reglementet er baseret på almindelige hensyn til afkast og risiko (varighed) i sammenhæng med styringen af statsgælden i øvrigt.

Med de nævnte ændringer i reglementet, kan der på den baggrund argumenteres for, at DSP opkøber realkreditobligationer for at afdække renterisikoen i det almennyttige boligbyggeri. Væsentlige opkøb derudover, som ikke kan begrundes ud fra statsgældshensyn, herunder hensynet til at understøtte likviditeten i statsobligationsserierne, kan i markedet (og i offentligheden) blive opfattet som et forsøg på at understøtte prisdannelsen på realkredit, dvs. som en hjælpeaktion. Det vil rumme risici, idet der bl.a. kan skabes forventninger om yderligere initiativer eller opkøb. Samtidig signaleres at DSP (der er en statslig fond) aktivt spekulerer i obligationer via investeringer i realkreditpapirer (fordi statspapirudestændet øges parallelt med statens ejerskab af realkreditter), samt hvilke realkreditobligationer, der anses at være "højtforrentede".

Disse forhold taler for, at DSP's eventuelle opkøb i realkreditmarkedet (og det justerede reglement) klart kommunikerer som udtryk for statsgældspolitiske overvejelser, og mere specifikt, at de hensyn der i 1995 talte for at indføre den nuværende strategi for DSP ikke længere er relevante. I dag vil samstyring med statens øvrige aktiver og passiver, herunder hensynet til at sikre likvide obligationsserier, således tilsige, at DSP placerer en mindre del af sine aktiver i statspapirer og som modstykke hertil øger andelen i realkreditpapirer.

DSP's formue tilhører staten og reducerer derfor statsgælden tilsvarende. Ved opgørelsen af ØMU-gælden modregnes imidlertid alene den del af DSP's formue, som udgøres af statsobligationer.

Det betyder at en omlægning af DSP's formue bort fra stats- og over mod realkreditobligationer vil løfte ØMU-gælden. ØMU-gælden skønnes at udgøre 19 pct. af BNP ved udgangen af 2008, dvs. langt under vækst- og stabilitetspagtens grænse på 60 pct. Der er således i praksis ikke EU-problemer forbundet med en mere fleksibel investeringsstrategi for DSP.

## Løsning

Det **indstilles**, at DSP's reglement ændres med henblik på at kunne foretage placeringer i realkreditobligationer.

## Procedure

Finansudvalget orienteres om beslutningen ved [orienterende aktstykke].

Emj CW 1/11