

DANMARKS NATIONALBANK
Kapitalmarkedsafdelingen
20. oktober 2008
EDH 401-17-2, 402
G:\FONDS\STATSG\JVA\Udstedelse af 30-årige statspapirer_2.doc

Kopi:

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 fordelagtig ud fra en statsgældspolitisk betragtning, når transaktionen ansues ud fra afvejningen mellem omkostninger og risiko. Endvidere er udstedelse af en 30-årig statsobligation ikke i tråd med udstedelsesstrategiens fokus på opbygning af likvide benchmarkpapirer i det 10-årige segment.
- ◆ 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. Denne løsning forekommer relativt dyr sammenlignet med udenlandsk låntagning. Det skal imidlertid bemærkes, at omfanget af ATPs foreslåede omlægning overstiger statens samlede udenlandske låntagning.

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 svarende til finansieringsbehovet fra de almennyttige boliger. Dermed afdækker staten samlet renterisiko ved udstedelserne. ATP har endvidere tilkendegivet interesse for at placere op til 100 mia.kr. i rentetilpasningslån.

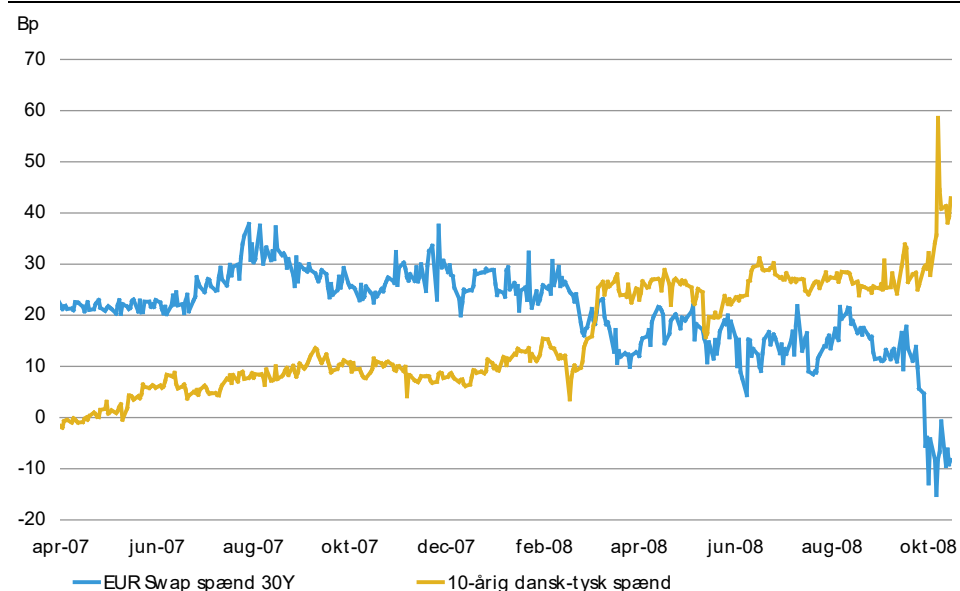
2. Pensionssektorens interesse i lange statsobligationer

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

Afdækningen kan også foretages ved hjælp af renteswaps, hvor der modtages en fast rente i fx 30 år mod at betale en variabel rente. I de senere år har pensionssektoren i stigende grad anvendt renteswaps frem for lange statsobligationer. Specielt ATP har været markedsledere 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.

30-ÅRIGT EUR SWAPSPÆND OG 10-ÅRIGT DANSK-TYSK RENTESPÆND Figur 1



Kilde: Bloomberg

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-

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

tyske rentespænd er steget markant. Det vil endvidere mindske eksponeringen over for de korte pengemarkedsrenter, som i øjeblikket giver anledning til høje omkostninger for pensionssektoren. Det betyder, at det i øjeblikket er profitabelt at købe en dansk 30-årig statsobligation² og ophæve en 30-årig swapkontrakt.

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. 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. Statens lånebehov er i øjeblikket ikke tilstrækkeligt til at understøtte et egentlig program med likvide udstedelser 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 imidlertid blive relevant i forbindelse med finansieringen af opførelsen af en Femernbro. Hvis en Femernbro finansieres med et statsligt genudlån med en lang tilbagebetalingshorisont, vil det være naturligt i den forbindelse at optage et tilsvarende langt lån.

Omkostninger vs. risiko

Udstedelser af lange statsobligationer vil isoleret set medføre en stigning i statsgældens gennemsnitlige restløbetid³ og dermed ændre statens risikoprofil. Pt. er den gennemsnitlige restløbetid på statsgældsporteføljen omkring 3 år. Ved udstedelse af 30 mia.kr. i det 30-årige segment, som placeres kort på

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

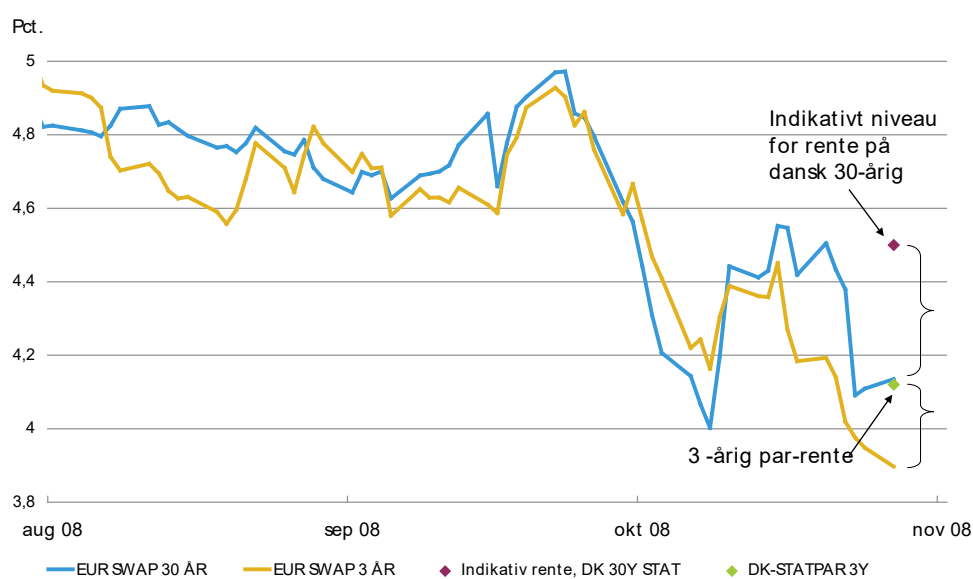
³ I Statsgældsforvaltningens vægtes den gennemsnitlige restløbetid med markedsrenten, svarende til beregning af Macauley-varigheden.

statens konto, vil den gennemsnitlige restløbetid stige til ca. 5,5 år. Dermed er risikoprofilen på statsgældsporteføljen ændret. For at vurdere fordelagtigheden for 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 4,1 procent.

Hvis der udstedes et 30-årigt paper 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.

FORDELAGTIGHED VED 30-ÅRIG UDSTEDELSE

Figur 2



Kilde: Bloomberg

Åbning og fremtidig handel med en 30-årig statsobligation

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

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 paper på daværende tidspunkt handlede med en rente på omkring 3,25 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.

4. 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 lovgivningsmæssige 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.

5. Konklusion

Statsgældspolitiske hensyn taler ikke for, at der på nuværende tidspunkt åbnes et 30-årigt statspapir. Hensynet til valutareserven kan tale for, at der åbnes et 30-årigt papir. I givet fald bør papiret hurtigt opbygges til et udestående på ca. 30 mia.kr. Udeståendet kan øges yderligere, hvis der er behov herfor. Åbning af et 30-årigt papir bør ikke berøre udstedelsesstrategien om opbygning af likvide serier i det 10-årige segment.