

Hovedpunkter for statsgældspolitikken

Efterspørgslen efter danske statspapirer var høj i 2011, og de danske låneomkostninger faldt til et historisk lavt niveau. Rentespændet til Tyskland blev negativt i slutningen af året, hvor der var ekstraordinær stor efterspørgsel efter danske statsobligationer.

De europæiske statsgældsmarkeder er fortsat præget af stor usikkerhed. Statens udstedelsespolitik og risikostyring er derfor rettet mod at fastholde lav følsomhed både over for stigende renter og pludselige ændringer i finansieringsbehovet. Det sker ved at:

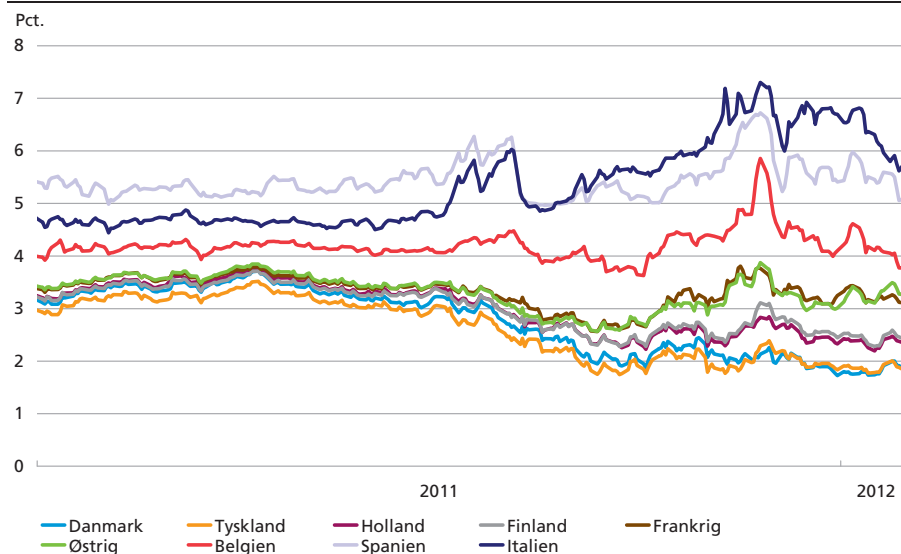
- Påbegynde finansieringen af udstedelsesbehovet for 2013 i år.
- Fastholde et højt likviditetsberedskab.
- Sikre en bred investorbase via en bred lånevifte.
- Udstede en større andel i de længere løbetidssegmenter og fastholde en høj varighed på statens gæld.

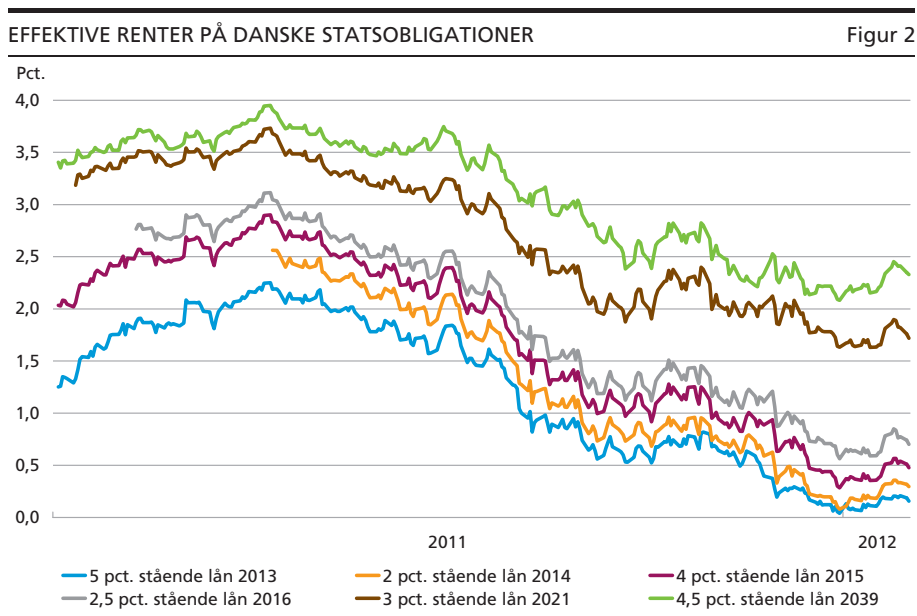
DE EUROPÆISKE STATSGÆLDSPOLITIKKER I 2011

Den europæiske statsgældskrise blev intensiveret i 2011. Stigende risikoaversion, usikkerhed om politisk reformvillighed samt forværrede vækstudsigter medførte en betydelig stigning i nogle eurolandes finansieringsomkostninger, jf. figur 1. Frygten for, at større eurolande ville blive afskå-

10-ÅRIGE STATSENTER I EUROPA

Figur 1





ret fra låntagning, skabte stor uro på kapitalmarkederne. Forværringen af krisen betød, at eurolandene og ECB udvidede deres krisetiltag.

Den store usikkerhed og øget risikoaversion medførte høj efterspørgsel efter statspapirer fra de mest kreditværdige lande. Det fik renterne til at falde til et historisk lavt niveau.

Renterne på danske statsobligationer fulgte udviklingen i Tyskland og faldt i alle løbetidssegmenter i 2011, jf. figur 2. I slutningen af året medførte usikkerhed om gældskrisens konsekvenser en øget efterspørgsel efter statspapirer fra de mest kreditværdige lande uden for eurområdet, herunder Danmark. Ved årets udgang var de danske statsrenter historisk lave, og rentespændet til Tyskland var negativt.

STATSGÆLDEN

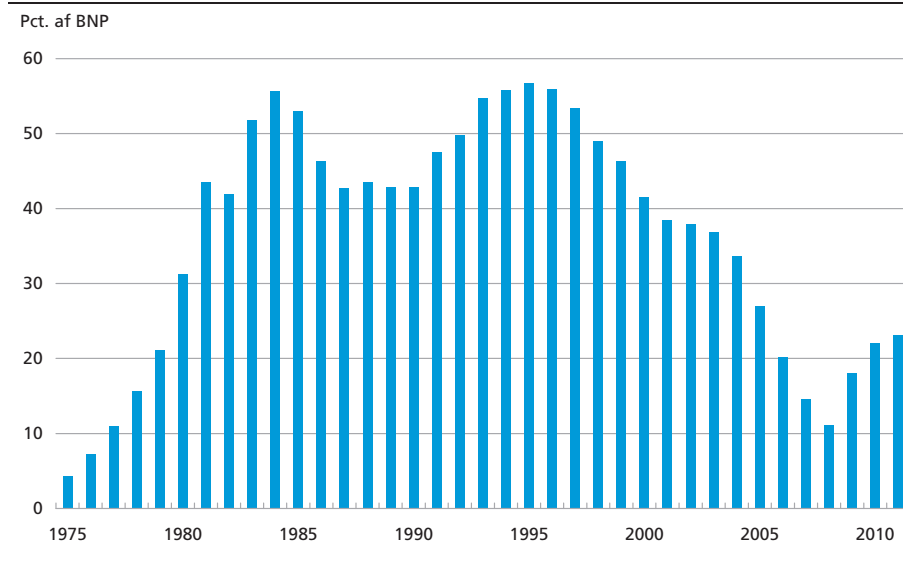
I 2011 var underskuddet på statens finanser 28 mia. kr., og statsgælden steg til 413 mia. kr. Statsgælden udgjorde 74.000 kr. pr. indbygger eller 23 pct. af BNP, jf. figur 3. Renteudgifterne på statsgælden var 17 mia. kr., svarende til 1 pct. af BNP. Renteudgifterne har været stabile de senere år trods stigningen i gælden. Det afspejler lave renter på statens nyudstedelser samt lave rentebetalinger på statens renteswaps.

Statens renteudgifter er robuste over for negative stød

Statens renteudgifter er meget lidt følsomme over for stigende renter. Selv i et risikoscenario, hvor renterne stiger markant, og den økonomi-

STATSGÆLDEN

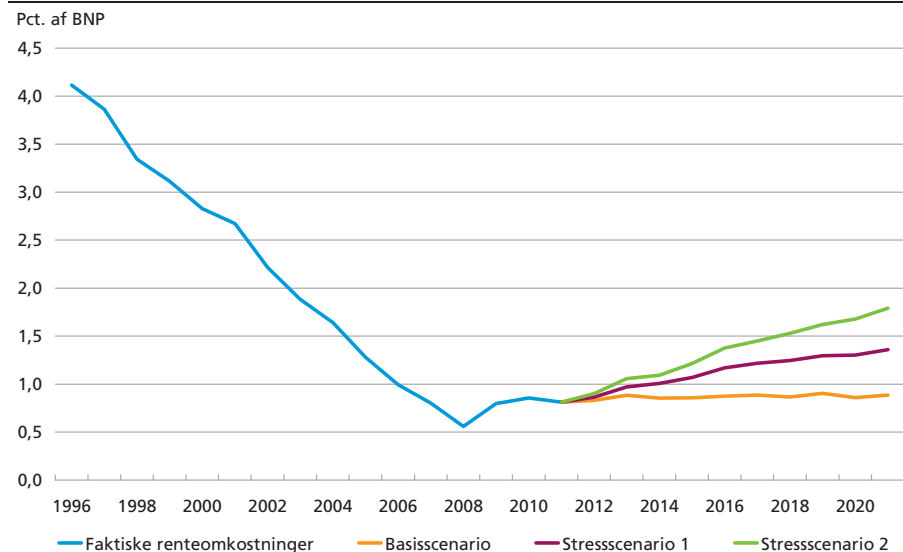
Figur 3



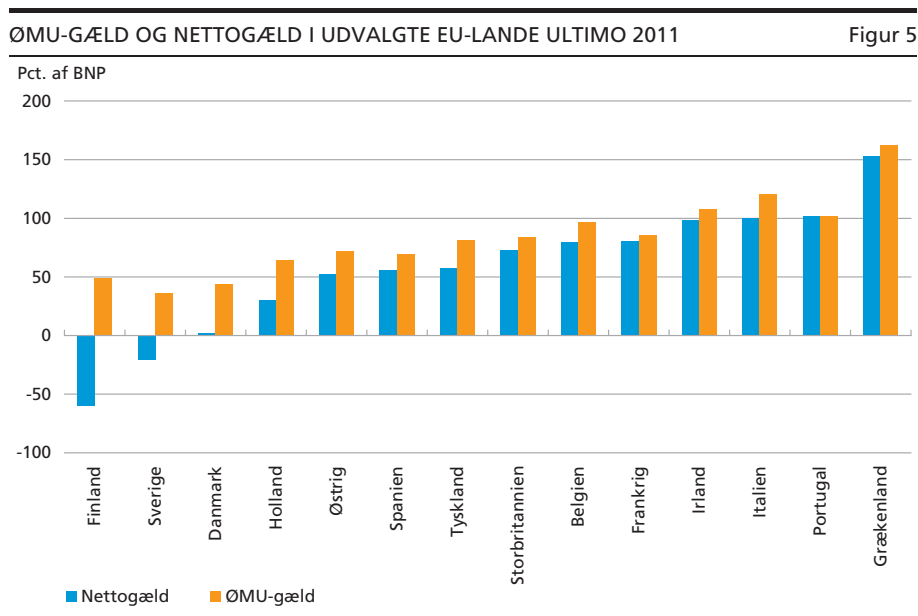
ske vækst og statsfinanserne forværres, vil renteomkostningerne i de kommende år kun udgøre en beskedent andel af BNP både i forhold til tidligere år og sammenlignet med andre lande, jf. figur 4. Den begræn-

RENTEOMKOSTNINGER I BASIS- OG STRESSSCENARIO

Figur 4



Anm.: Renteomkostninger på statsgælden korrigeret for renteindtægter på genudlån. Fremskrivningen af renteomkostningerne i basisscenariet er baseret på den offentlige saldo i *Budgetoversigt 3*, december 2011 og *Reformpakken 2020 – Kontant sikring af Danmarks velfærd*, april 2011, Finansministeriet. Stressscenari 1 er baseret på den offentlige saldo i stressscenariet fra *Dansk økonomi*, efterår 2011, Det økonomiske Råd. Den offentlige saldo er i stressscenariet årligt 1,5 pct. af BNP lavere end i basisscenariet. Stressscenari 2 er som scenari 1, men viser 95 pct.-percentilen for renteomkostningerne i Statsgældsforvaltningens Cost-at-Risk model.



Kilde: IMF World Economic Outlook, september 2011 og Europa-Kommissionens efterårsprognose, november 2011.

sede følsomhed afspejler Danmarks lave gældskvoté og den høje rentebindingsperiode på statens gæld.

Lav gæld sammenlignet med andre lande

I de seneste år er indeståendet på statens konto steget betydeligt. Stigningen er finansieret ved udstedelse af statsobligationer som led i strategien om at sikre staten et højt likviditetsberedskab. Det har øget den offentlige sektors bruttogæld, ØMU-gælden, da statens konto ikke modregnes i opgørelsen heraf. Trods stigningen er den danske gæld fortsat lav sammenlignet med andre EU-lande, jf. figur 5.

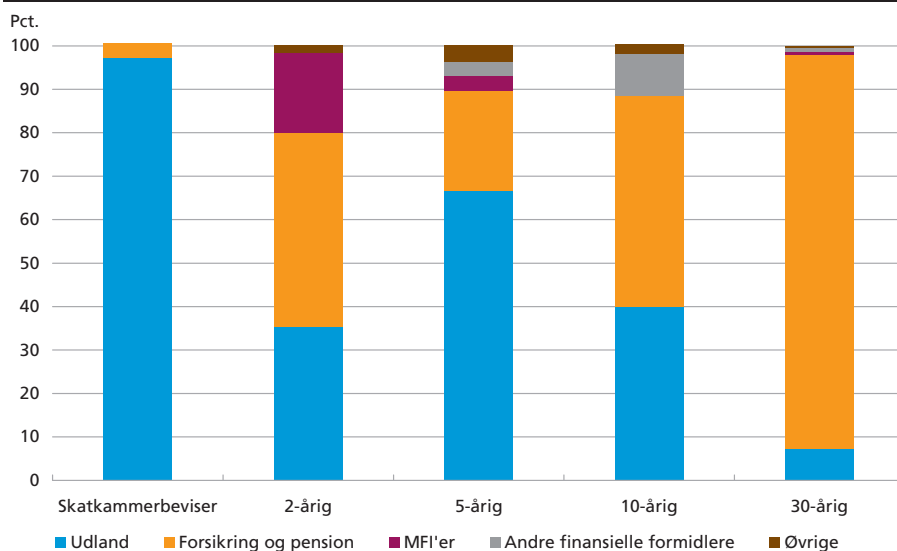
De offentlige financers langsigtede holdbarhed vurderes med udgangspunkt i den offentlige nettogæld, der omfatter alle finansielle aktiver og passiver i det offentlige, herunder indeståendet på statens konto og aktieposter i statslige selskaber. Den offentlige nettogæld i Danmark var ved udgangen af 2011 omkring nul.

Den danske statsgæld har den højeste rating

Statens indenlandske og udenlandske gæld har den højeste rating hos Fitch Ratings (AAA), Moody's (Aaa) og Standard & Poor's (AAA) med stabile udsigter. Moody's bekræftede deres rating i februar 2012, Standard & Poor's bekræftede deres rating i december 2011, mens ratingen blev bekræftet af Fitch Ratings i juli 2011.

EJERANDELE I INDENLANDSKE STATSPAPIRER ULTIMO 2011

Figur 6



Anm.: Ejerandelene er beregnet ud fra nominelle beholdninger ekskl. de statslige fondes beholdninger. MFI'er omfatter primært banker og realkreditinstitutter. Forsikring og pension inkluderer fåmandsforeninger.

Kilde: Danmarks Nationalbank, *Værdipapirstatistik*.

STATENS LÅNTAGNING I 2011

Staten udstedte obligationer for i alt 124 mia. kr. i 2011 og finansierede dermed en stor del af udstedelsesbehovet i 2012. Det afspejler stor efterspørgsel efter danske statsobligationer, lave renter og ønsket om et højt likviditetsberedskab for at reducere statens refinansieringsrisiko. Indeståendet på statens konto kan fuldt ud dække statens afdrag og det forventede budgetunderskud i 2012. Den gennemsnitlige rente på statens obligationsudstedelser var 2,2 pct. og under 1 pct. på skatkammerbeviserne.

Skatkammerbevisprogrammet blev opbygget med 19 mia. kr. til et udestående på 44 mia. kr. ved udgangen af året. Ved auktionen ultimo december blev der udstedt skatkammerbeviser til negative renter.

Udlændinge øgede deres beholdning af danske statspapirer

Udenlandske investorer havde ved udgangen af 2011 øget deres ejerandel af indenlandske statspapirer til 40 pct. Ejerandelen var størst i skatkammerbeviser og statsobligationer med en løbetid op til fem år, jf. figur 6. Det skyldes især, at udenlandske centralbanker ofte har mandat til at investere i løbetider op til fem år.

Forsikrings- og pensionssektorens, F&P, ejerandel udgjorde 50 pct. F&P-sektoren ejer primært obligationer i de længere løbetidssegmenter.

Det afspejler, at danske pensionselskaber har en naturlig interesse i lange kronedenominerede obligationer som følge af deres lange forpligtelser i danske kroner.

STATENS UDSTEDELSESTRATEGI FOR 2012

Oversalget i 2011 betyder, at staten har et lånebehov i statsobligationer på 28 mia. kr. i år. For at mindske refinansieringsrisikoen er det strategien at opretholde et højt indestående på statens konto og påbegynde finansieringen af lånebehovet i 2013. Det øger sigtepunktet for udstedelserne af statsobligationer i 2012 til omkring 75 mia. kr. Staten havde udstedt for knap 20 mia. kr. primært i det 10- og 30-årige løbetidssegment frem til begyndelsen af februar.¹

Større andel af udstedelserne i de længere løbetidssegmenter

Strategien for udstedelsen af statsobligationer har i de seneste år været at opbygge likvide serier med udgangspunkt i en 40-20-40 procentuel fordeling på de 2-, 5- og 10-årige løbetidssegmenter. I lyset af de lave lange renter og for at fastholde en lav rente- og refinansieringsrisiko er det strategien at udstede en større andel i de længere løbetidssegmenter i 2012. Strategien for skatkammerbeviser er at fastholde udeståendet i programmet omkring 44 mia. kr.

Åbning af inflationsindekseret obligation

Staten åbner i 1. halvår 2012 en inflationsindekseret obligation med udløb i 2023. Ved at supplere låneviften med en inflationsindekseret obligation kan staten udvide sin investorbasis. Den danske pensionssektor efterspørger i stigende grad inflationssikrede aktiver, og Statsgældsforvaltningen har modtaget en række tilkendegivelser om investorinteresse.

Obligationen indekseres til udviklingen i det danske forbrugerprisindeks og får karakteristika svarende til den internationale markedstandard. Udstedelsen vil foregå via auktioner suppleret med tapsalg, og der laves en ordning for løbende prisstillelse. Det er strategien at opbygge den inflationsindekserede statsobligation til mindst 20 mia. kr. over de kommende år.

Statens udenlandske låntagning

Staten optager udenlandske lån af hensyn til valutareserven. Staten har i 2012 udenlandske afdrag for 4,2 mia. euro (31 mia. kr.). Strategien for

¹ Salg til og med 7. februar 2012.

UDSTEDELSESTRATEGI OG MARKEDSRISIKOSTYRING I 2012

Boks 1

Indenlandsk strategi

- I de senere år har strategien for udstedelse af statsobligationer taget udgangspunkt i en 40-20-40 procentuel fordeling på de 2-, 5- og 10-årige løbetidssegmenter. I 2012 er det hensigten at udstede en større andel i de længere løbetidssegmenter.
- Opbygningen af de eksisterende papirer i den primære lånevifte fortsætter i 2012. Der forventes ikke at blive åbnet nye nominelle statsobligationer i 1. halvår 2012.
- En inflationsindekseret statsobligation med udløb i 2023 åbnes i 1. halvår 2012.
- Udestående i skatkammerbevisprogrammet fastholdes omkring 44 mia. kr.

Udenlandsk strategi

- Der optages udenlandske lån for 1-1,5 mia. euro.
- Der udstedes som udgangspunkt et 5-årigt eurolån.
- Der udstedes løbende i Commercial Paper i begrænset omfang for at fastholde investorinteressen og sikre adgangen til markederne.

Markedsrisiko

- Sigtepunktet for statsgældens gennemsnitlige varighed er fastholdt på 9 år +/- 1 år for 2012.

den udenlandske låntagning i 2012 er at optage lån for 1-1,5 mia. euro. Udgangspunktet er at udstede et 5-årigt eurolån.

Statsgældsforvaltningens strategi for 2012 er opsummeret i boks 1.

HANDEL OG UDSTEDELSE AF INDENLANDSKE STATSPAPIRER

Efterspørgslen på auktionerne over indenlandske statsobligationer var høj i 2011 med samlede bud på det dobbelte af den solgte mængde, jf. figur 7. Forværringen af den europæiske statsgældskrise i 2. halvår 2011 medførte større udsving i efterspørgslen efter statspapirer også på tværs af løbetidssegmenter.

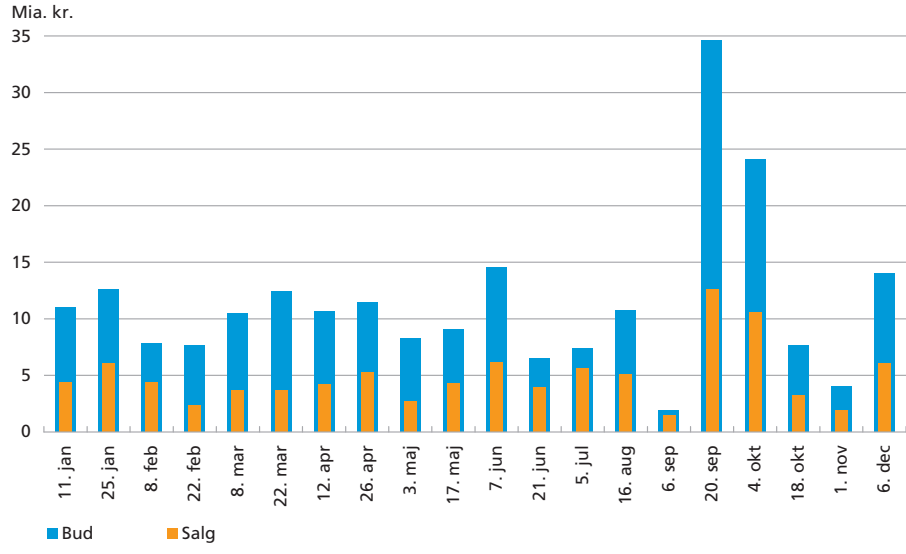
Efter den finansielle krise er der både i og uden for Den Europæiske Union, EU, fremsat forslag til ny regulering, som kan påvirke statspapirmarkederne. Det er vigtigt, at den nye regulering ikke hæmmer likviditeten på kapitalmarkederne og øger finansieringsomkostningerne.

STYRING AF KREDITRISIKO

Statens swapmodparter har indgået en aftale om ensidig sikkerhedsstillelse med staten. Det indebærer, at statens swapmodparter stiller sikkerhed til staten, når markedsværdien af swapporteføljen er positiv for staten, men at staten ikke stiller sikkerhed, når markedsværdien er i

BUD OG SALG AF STATSOBLIGATIONER VED AKTIONERNE I 2011

Figur 7



modpartens favør. Det er blevet dyrere for staten at indgå swaps med ensidig sikkerhedsstillelse, da bankernes finansieringsomkostninger er steget som følge af den finansielle krise. Dertil kommer reguleringsmæssige tiltag, der øger kravene til bankernes likviditet og kapital. Statsgældsforvaltningen er ved at undersøge de operationelle, likviditets- og risikomæssige konsekvenser ved at overgå til gensidig sikkerhedsstillelse. Analysen ventes afsluttet i 2012.