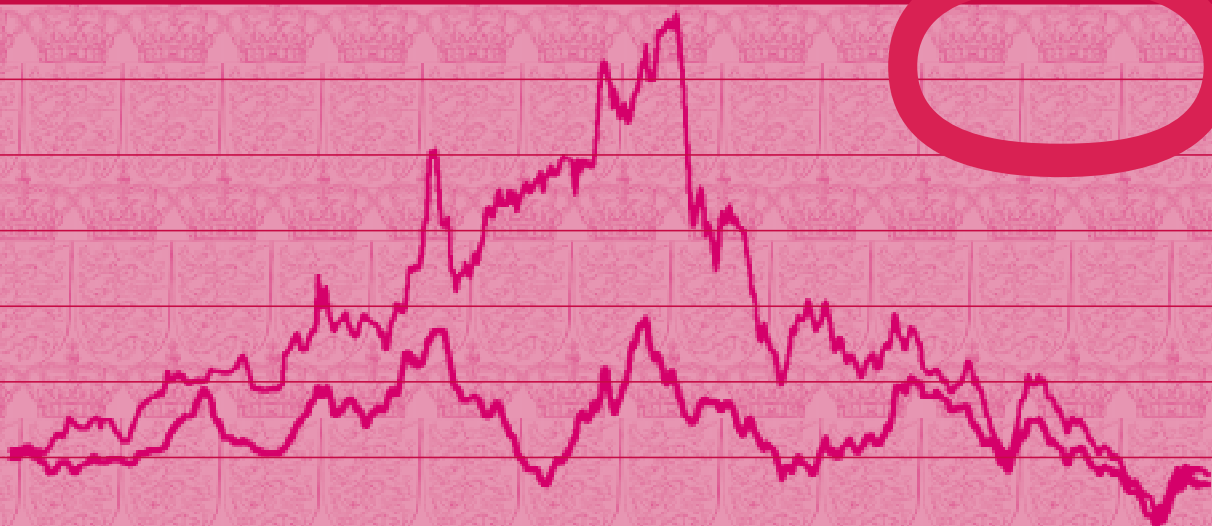


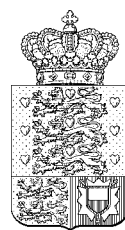


Danmarks
Nationalbank

Statens låntagning
og gæld

2000





Danmarks
Nationalbank

Statens låntagning
og gæld

2000

STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD 2000

Tryk: Schultz Grafisk

ISSN: 0902-6681

1398-3873 (online)

Danmarks Nationalbank

Havnegade 5

1093 København K

Telefon: 33 63 63 63

Telefax: 33 63 71 15

Internet: www.nationalbanken.dk

Henvendelser om statens låntagning og gæld kan sendes til
Danmarks Nationalbank, Statsgældssektionen i Kapitalmarkeds-
afdelingen, på e-mail: kma@nationalbanken.dk

Signaturforklaring

- Nul

0 Mindre end en halv af den anvendte enhed

- Tal kan efter sagens natur ikke forekomme

I tabeller kan afrunding medføre, at beløbene ikke summer til totalen.

Redaktionen er afsluttet den 1. februar 2001.

Indhold

FORORD	7
--------------	---

HOVEDPUNKTER FRA STATSGÆLDSPOLITIKKEN I 2000 OG STRATEGIEN FOR DE KOMMENDE ÅR	9
--	---

YDERLIGERE INFORMATION OM STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD ..	13
---	----

HOVEDPRINCIPPER

1. HOVEDPRINCIPPER FOR STATENS LÅNTAGNING	
1.1 Sammenfatning	17
1.2 Statsgældsforvaltningen	17
1.3 Normen for indenlandsk og udenlandsk låntagning	19
1.4 Strategi for den statslige låntagning	21
1.5 Markedsindretning og indenlandsk lånoptagelse i praksis	22
1.6 Styring af risiko på statsgælden	23

BERETNINGSKAPITLER

2. INDENLANDSK LÅNTAGNING	
2.1 Sammenfatning	29
2.2 Statspapirsalg og finansieringsbehov	29
2.3 Renteudvikling	31
2.4 Statsgældspolitik og budgetoverskud	33
2.5 Lånevifte og udstedelsesstrategi	34
2.6 Opkøb	37
2.7 Indenlandske renteswaps	38
2.8 Værdipapirudlånsordningen	39
3. UDENLANDSK LÅNTAGNING	
3.1 Sammenfatning	41
3.2 Låntagning i 2000	41
3.3 Retningslinjer for valg af låntype	43
3.4 Valutafordeling af statens udenlandske gæld	44
3.5 Udenlandsk låntagning i 2001	45

4.	DEN SOCIALE PENSIONS FOND	
4.1	Sammenfatning	49
4.2	Baggrund og forvaltning af DSP	49
4.3	Fondens løbende betalinger og beholdning	50
5.	STATSGÆLDEN	
5.1	Sammenfatning	53
5.2	Statsgæld og renteudgifter	53
5.3	Den offentlige sektors bruttogæld (ØMU-gæld)	55
5.4	Ejerfordeling for indenlandske statspapirer	56
5.5	Statsgaranterede enheder	58
6.	RISIKOSTYRING	
6.1	Sammenfatning	61
6.2	Rente- og refinansieringsrisiko	61
6.3	Valutakursrisiko	66
6.4	Kreditrisiko	68
SPECIALKAPITLER		
7.	TENDENSER I EU-LANDENES STATSGÆLDSPOLITIK	
7.1	Sammenfatning	75
7.2	EU-landenes låntagning og gæld	76
7.3	Udviklingstendenser i hovedtræk	77
7.4	Udstedelsesmetoder	81
7.5	Opkøb og ombytning	84
7.6	Elektronisk handel med statspapirer	85
7.7	Afslutning	87
8.	SAMSTYRING AF STATENS OG NATIONALBANKENS VALUTAKURSRISIKO	
8.1	Sammenfatning	89
8.2	Baggrund for indførelse af samstyringen	89
8.3	Samstyringen i praksis	90
8.4	Erfaringer med samstyringen	92
8.5	Nye rammer for samstyringen	93
9.	SCENARIOANALYSER AF STATSGÆLDEN	
9.1	Sammenfatning	95
9.2	Præsentation af scenariemodellen	95
9.3	Eksempel på brug af scenariemodellen	98
9.4	Afslutning	101

10. COST-AT-RISK	
10.1 Sammenfatning	103
10.2 Metode	103
10.3 Indenlandske renteswaps	105
10.4 CaR for udvalgte lånestrategier	107
10.5 Renteinput og stress-test	110
10.6 Afslutning	113
11. KREDITRISICI PÅ SWAPMODPARTER	
11.1 Sammenfatning	115
11.2 Kreditstyring af swapmodparter	115
11.3 Håndtering af sikkerhedsaftaler	118
11.4 Sikkerhedsaftaler og krediteksponering på swaps	120
11.5 Rating triggers	123
Appendiks 11.A. Oversigt over de vigtigste kreditregler	127
Appendiks 11.B. Opgørelse af krediteksponering på swaps	129

BILAG

MEDDELELSER OM STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD

Værdipapirudlånsordningen, uddrag fra meddelelse om statens indenlandske låntagning, 22. juni 1999	134
Forkortelse af tidsinterval mellem bud og resultat ved skatkammerbevisauktioner, 30. marts 2000	135
Statens indenlandske låntagning i 2. halvår 2000, 20. juni 2000	137
Ændring af markedskonventionerne på det danske obligationsmarked – statspapirer, 12. oktober 2000	139
Statens låntagning i 2001, 15. december 2000	140

BILAGSTABELLER

1. Statsgælden, ultimo 1990-2000	144
2. Statens indenlandske lånoptagelse i 2000	146
3. Statens udenlandske lånoptagelse i 2000	148
4. Indenlandske renteswaps, udenlandske swaptransaktioner og terminsforretninger	150
5. Indenlandske statslån pr. 31. december 2000	152
6. Udenlandske statslån pr. 31. december 2000	154
7. Renter og afdrag på statens indenlandske gæld, ultimo 2000 ...	163
8. Renter og afdrag på statens udenlandske gæld, ultimo 2000	164
9. Rating af den danske statsgæld	165
10. Rating af udvalgte landes statsgæld	166
ORDLISTE OVER FINANSIELLE BEGREBER	167

Forord

Nationalbanken udarbejder publikationen Statens låntagning og gæld som led i forvaltningen af statsgældsområdet. Publikationen beskriver udviklingen i det forløbne år, og der rapporteres om forhold af betydning for gældsplejen.

Med publikationen sigtes der mod at give alle med interesse for området mulighed for at få en dybere indsigt i den danske statsgældspolitik. I afsnittet *Hovedpunkter fra statsgældspolitikken i 2000 og strategien for de kommende år* er der fremhævet nogle udvalgte temaer fra publikationen.

Formålet med kapitel 1 er at give en samlet fremstilling af de *hovedprincipper*, der ligger bag statsgældspolitikken. Kapitlet indeholder ikke beretningsstof fra det forløbne år. Læsere med indblik i den danske statsgældspolitik kan springe kapitlet over uden tab af information.

Kapitel 2-6 udgør *beretningsdelen*. Her beskrives de overvejelser og hensyn, der ligger bag det forløbne års låntagning og gældspleje, ligesom strategien for 2001 omtales. Den indenlandske låntagning beskrives i kapitel 2 og den udenlandske låntagning i kapitel 3. Kapitel 4 beskriver forvaltningen af aktiverne i Den Sociale Pensionsfond, mens kapitel 5 redegør for udviklingen i statsgælden og de statsgaranterede enheders låntagning. I kapitel 6 berettes om statsgældens rente-, valutakurs- og kreditrisici.

Specialdelen omfatter kapitlerne 7-11. Kapitel 7 giver en oversigt over de senere års udviklingstendenser på statsgældsområdet i EU-landene. De øvrige specialkapitler omhandler forskellige aspekter af risikostyringen på statsgælden. I kapitel 8 gennemgås erfaringerne med den valutamæssige samstyring af statens udlandsgæld og Nationalbankens valutareserve. Kapitel 9 præsenterer den model, som anvendes i forbindelse med scenarieanalyser af varighed, opbygning af udestående i statspapirer og afdragsprofil. Kapitel 10 giver en status over arbejdet med risikomålet Cost-at-Risk, som Nationalbanken har udviklet til støtte for afvejningen af omkostninger og renterisiko på statsgælden. Endelig giver kapitel 11 en samlet status over styringen af kreditrisici på statens swapportefølje.

I *bilagsdelen* er optrykt meddelelser af betydning for statens låntagning og gæld. Hertil kommer et omfattende tabelafsnit med detaljerede opgørelser over statens låntagning og gæld. Endelig er der udarbejdet en ordliste med forklaring af de vigtigste finansielle begreber, som anvendes på statsgældsområdet.

Hovedpunkter fra statsgældspolitikken i 2000 og strategien for de kommende år

STATSGÆLDEN OG RENTEUDGIFTERNE FALDER

Overskuddet på statsbudgettet reducerer statens gæld og renteudgifter.

Statsgælden faldt i 2000 for tredje år i træk. Faldet var på 27 mia.kr. Ved udgangen af 2000 var statsgælden på i alt 535 mia.kr. Statsgælden omfatter den indenlandske og udenlandske gæld fratrukket aktiverne i Den Sociale Pensionsfond og indeståendet på statens konto i Nationalbanken.

Renteudgifterne på statsgælden udgjorde 37 mia.kr. i 2000. Det er omkring 1 mia.kr. lavere end i 1999. Renteudgifterne er faldet siden 1996.

STATEN LÅNER – SELV OM DER ER OVERSKUD PÅ STATSBUDETTET

Selv om der er overskud på statsbudgettet, har staten et lånebehov. Det skyldes, at afdrag på den eksisterende gæld skal refinansieres ved udløb.

I 2000 blev der udstedt indenlandske statspapirer for 66 mia.kr. Statspapirsalget blev i lighed med tidligere år tilrettelagt med henblik på at sikre en attraktiv lånevifte med likvide fast forrentede papirer i det 2-, 5- og især det 10-årige løbetidssegment.

Staten optog i 2000 nye mellem- og langfristede lån i udlandet for 14 mia.kr. Der var hovedsagelig tale om lån optaget i dollar og omlagt til euro via swaps.

DER SATSES FORTSAT PÅ LIKVIDITET I LÅNEVIFTEN

Likviditet er en konkurrenceparameter på de internationale obligationsmarkeder, og investorerne er normalt villige til at betale en merpris for likvide obligationer. Likviditet bidrager dermed til at sikre staten lave låneomkostninger.

De senere års budgetoverskud har reduceret statens behov for salg af kroneobligationer. Statsgældspolitikken er løbende blevet tilpasset, så der fortsat kan fastholdes en attraktiv lånevifte med vægt på store likvide papirer. Som led heri sigtes fortsat mod et udestående i låneviftens 10-årige papir på mindst 60 mia.kr.

Som en del af statsgældspolitikken er der mulighed for at købe op i et bredt udsnit af statspapirer uden for låneviften. Formålet er at understøtte målsætningen om en lånevifte med likvide udstedelser, da de opkøbte papirer refinansieres med udstedelser i låneviften. Anvendelsen af opkøb blev øget betydeligt i 2000, hvor der samlet blev købt op for knap 18 mia.kr. i papirer med udløb efter 2000. Opkøb anvendes ligeledes i de fleste andre EU-lande som et vigtigt instrument i sikring af likviditet i udstedelserne og vil også fremover være et centralt element i den danske statsgældspolitik.

Likviditeten af låneviftens lange papirer understøttes ligeledes med brugen af renteswaps i danske kroner. Renteswaps blev taget i brug i den indenlandske statsgældspolitik i 1998, og de første års erfaringer har været positive. I 2000 indgik staten renteswaps i kroner for 13 mia.kr. Anvendelsen af renteswaps gør det muligt at adskille udstedelsespolitikken fra styringen af renterisikoen på statsgælden og tilfører dermed øget fleksibilitet i den samlede statsgældspolitik.

For at understøtte likviditeten i låneviftepapirerne blev der i 1998 oprettet en værdipapirudlånsordning for statspapirer i låneviften. Hovedparten af udlånene i 2000 blev foretaget i 6 pct. stående lån 2011. Udlånsordningen har dermed været med til at understøtte papirets likviditet i opbygningsfasen, hvor udeståendet var relativt lavt.

I 2001 vil mulighederne for at styrke likviditeten i låneviften blive yderligere forbedret. Staten kan fremover gennemføre en del af den udenlandske lånoptagelse ved at udstede indenlandske kroneobligationer kombineret med valutaswaps fra kroner til euro. Der vil være tale om begrænsede beløb, da staten ikke ønsker at påvirke swapmarkedet. Valuta- og renteswaps i andre valutaer end kroner har i en årrække været anvendt i forbindelse med administrationen af statsgælden. Udenlandsk låntagning via udstedelse af indenlandske lån kombineret med valutaswaps kendes fra en række andre lande, bl.a. Sverige og England.

TILPASNINGER I SKATKAMMERBEVISPROGRAMMET

Statens korte låntagning i kroner foretages via skatkammerbevisprogrammet. Med henblik på at forøge interessen for programmet er det tanken at gennemføre nogle tilpasninger i maj 2001. Programmet vil blive udvidet med et 12-måneders bevis, der er almindeligt forekommende i tilsvarende programmer i andre EU-lande. Det er endvidere hensigten at inkludere skatkammerbeviserne i værdipapirudlånsordningen. Der vil senere blive udsendt en uddybende meddelelse herom.

MARKEDSKONVENTIONER FØLGER NU INTERNATIONALE STANDARDER

Danske statspapirer er efterspurgt blandt internationale investorer. Udlændinge ejer omkring 1/3 af den cirkulerende mængde af indenlandske statspapirer.

For at sikre, at danske obligationer også fremover er attraktive for internationale investorer, er de danske konventioner for beregning af vedhængende rente ved køb og salg af obligationer den 8. februar 2001 blevet tilpasset de internationale standarder på området. Ændringen har bestået af to dele: Rentekonventionen er ændret fra 30/360 til faktisk/faktisk, og ex-kupon-perioden er afskaffet.

RISIKOSTYRING

Gennem sin låntagning og gæld påtager staten sig en række risici, primært rente-, valutakurs- og kreditrisici. Styringen heraf indgår som en del af den løbende gældspleje.

Varighed og afdragsprofil indgår i styringen af statsgældens renterisiko. Ved udgangen af 2000 var varigheden på statsgælden 3,5 år mod 3,8 år ved årets begyndelse. Varighedsbåndet for statsgælden i 2001 er uændret fastsat til 3,5 +/- 0,5 år. Der tilstræbes en jævn afdragsprofil på gælden for at reducere statens refinansieringsrisiko.

Til brug for den overordnede styring af statsgældspolitikken udarbejdes scenarieanalyser af forskellige lånestrategiers betydning for statsgældens varighed og afdragsprofil set over en længere årrække. I 2000 er værktøjerne på dette område blevet videreudviklet, og denne form for analyser med en længere tidshorisont indgår som en regelmæssig del af beslutningsgrundlaget bag statsgældspolitikken.

I styringen af statsgældens renterisiko indgår ud over varighed risikomålet Cost-at-Risk (CaR), som angiver de maksimale omkostninger på gælden med 95 pct. sandsynlighed. CaR blev udviklet af Nationalbanken i 1997 og er siden løbende blevet udbygget.

Valutakursrisikoen på statens udenlandske gæld søges begrænset ved udelukkende at optage lån i euro eller lån, som er swappet til euro. Gæld i euro giver staten en lav valutakursrisiko grundet den danske fastkurspolitik over for euro. Siden 1992 har der eksisteret en formaliseret samstyring af valutakursrisikoen på statens udenlandske gæld og Nationalbankens valutareserve. Eftersom statsgælden nu udelukkende har eksponering i euro, og valutareserven overvejende er i euro, er der ikke længere behov for en formaliseret samstyring. Det formaliserede set-up er derfor afskaffet fra og med 2001. Det er fortsat sigtet, at der ikke sker lånoptagelse i én valuta med efterfølgende placering af provenuet i en

anden valuta, samt at staten ikke via Nationalbanken påføres en betydelig indirekte valutakursrisiko. Dette sikres ved, at Nationalbanken som udgangspunkt fortsat placerer valutareservens til- og afgang i euro, og at Nationalbanken overvejende har valutaeksponeringer i euro.

Når staten indgår swaps, er der en risiko for, at modparten ikke overholder sine betalingsforpligtelser. Staten risikerer dermed at lide tab. I 1999 begyndte staten at indgå aftaler om sikkerhedsstillelse med modparterne for at reducere denne kreditrisiko. Staten indgår kun swaps med modparter, som har underskrevet eller er tæt på at underskrive en aftale om sikkerhedsstillelse med staten. Ved udgangen af 2000 har staten indgået aftaler om ensidig sikkerhedsstillelse med 14 modparter. Hermed er 60 pct. af hovedstolen på statens swapportefølje dækket af sikkerhedsaftaler. Det forventes, at mindst 5 modparter vil underskrive en sikkerhedsaftale i løbet af 2001, hvorved dækningsgraden vil stige til ca. 80 pct.

STATENS LÅNEBEHOV I 2001

Statens indenlandske lånebehov i 2001 er i Budgetoversigt, december 2000, skønnet til 50 mia.kr. Lånebehovet dækkes ved at udstede indenlandske statspapirer med vægt på de 2-, 5- og 10-årige løbetidssegmenter. 7 pct. stående lån 2024 er udgået af låneviften.

Statens udenlandske lånebehov i 2001 er 18 mia.kr. Den udenlandske låntagning har i en længere årrække været baseret på optagelse af mindre lån på de internationale lånemarkeder. I 2001 lægges der mere vægt på at optage lidt større lån, gerne direkte i euro. Endvidere suppleres den hidtidige strategi som nævnt med muligheden for at gennemføre en del af den udenlandske låntagning via udstedelse af indenlandske obligationer kombineret med swap fra kroner til euro.

Yderligere information om statens låntagning og gæld

Nationalbanken udsender løbende informationsmateriale om statens låntagning og gæld.

Dagligt udsendes via DN-Nyheder¹ oplysninger om salg (billednummer 51) og opkøb (billednummer 58) af indenlandske statspapirer den foregående handelsdag. Siderne gengives bl.a. af Reuters (siderne DKNA-51 og DKNA-58).

Den 1. bankdag i hver måned sendes en meddelelse til Københavns Fondsbørs A/S om den foregående måneds salg og opkøb af indenlandske statspapirer.

Den 2. bankdag i hver måned udsender Nationalbanken en pressemeddelelse, som bl.a. indeholder oplysninger om statens faktiske finansieringsbehov mv. i den forløbne måned. Endvidere udsendes via DN-Nyheder oplysninger om statens indenlandske låntagning sammenholdt med det seneste skøn for det indenlandske lånebehov (billednummer 54). Sidstnævnte oplysninger gengives bl.a. af Reuters (side DKNA-54).

Ved de månedlige skatkammerbevisauktioner udsendes meddelelser til Københavns Fondsbørs A/S og via DN-Nyheder (billednummer 53) om forløbet af auktionen, herunder skæringsrenter og salg i de enkelte skatkammerbeviser. Oplysningerne gengives bl.a. af Reuters (side DKNA-53).

I Finansministeriets budgetoversigter – der udsendes i maj, august og december – skønnes over statens finansieringsbehov. Efter hver budgetoversigt udsender Nationalbanken en månedsfordeling til interesserede af de skønnede netto- og bruttofinansieringsbehov. Der udarbejdes ligeledes en dagsfordeling af likviditetspåvirkningen af statens betalinger, som udsendes til interesserede den næstsidste bankdag i hver måned.

Hvert halve år – normalt i juni og december – sendes en meddelelse til Københavns Fondsbørs A/S om statens låntagning, der bl.a. indeholder statens lånevifte. Meddelelsen indeholder desuden mere generel information om statsgældspolitikken.

Forud for åbningen af nye statspapirer sendes en meddelelse til Københavns Fondsbørs A/S, som indeholder oplysninger om bl.a. kupon, termin, udløbsår og åbningsdag for det nye lån. Informationen kan evt.

¹ Nationalbankens system for udsendelse af information til tilsluttede nyhedsbureauer.

være indeholdt i den halvårlige meddelelse om statens låntagning. På selve åbningsdagen sendes en meddelelse til Københavns Fondsbørs A/S om den initialt udbudte åbningsmængde og det maksimale salg på åbningsdagen. Sidstnævnte meddelelse bliver desuden udsendt via DN-Nyheder (billednummer 55) og gengives bl.a. af Reuters (DKNA-55).

En gang årligt, normalt i februar, udsender Nationalbanken publikationen Statens låntagning og gæld. Publikationen beskriver forvaltningen af statsgældsområdet i det forløbne år, og der redegøres for forhold af betydning for gældsplejen.

De fleste af ovennævnte informationer kan også ses på Nationalbankens hjemmeside (www.nationalbanken.dk), der desuden indeholder yderligere information om statsgældsområdet. Det er muligt at blive tilmeldt Danmarks Nationalbanks abonnementservice (se under www.nationalbanken.dk/nb/nb.nsf/alldocs/Fkontakt_os_info) og få direkte besked om nye informationer og opdaterede oplysninger vedrørende statens låntagning og gæld.

Henvendelser om statens låntagning og gæld kan sendes til Danmarks Nationalbank, Statsgældssektionen i Kapitalmarkedsafdelingen på e-mail: kma@nationalbanken.dk.

Hovedprincipper

KAPITEL 1

Hovedprincipper for statens låntagning

SAMMENFATNING**1.1**

Det overordnede mål for statsgældspolitikken er at opnå så lave langsigtede låneomkostninger som muligt. Målsætningen tilgodeses under en række hensyn, herunder de risici der er forbundet med gælden.

Strategien for statens låntagning fastlægges på kvartalsvise møder mellem Finansministeriet, Økonomiministeriet og Nationalbanken. Ansvar for statsgældspolitikken er placeret hos finansministeren, mens forvaltningen af statsgælden varetages af Nationalbanken. I Nationalbanken udføres opgaven af Statsgældssektionen i samarbejde med bankens øvrige afdelinger. Nationalbanken varetager dermed de funktioner på statsgældsområdet, som i en række andre lande ofte er placeret hos selvstændige enheder (agencies) eller er en del af finansministeriet.

Staten optager lån i danske kroner og udenlandsk valuta. Staten optager indenlandske lån for at refinansiere afdrag på den indenlandske gæld og dække et eventuelt underskud på statens budget. Udenlandsk låntagning sker af hensyn til valutareserven.

Indenlandsk låntagning sker primært ved salg af statsobligationer og statsgældsbeviser på Københavns Fondsbørs. Derudover udstedes skatkammerbeviser på månedlige auktioner. Der opbygges store likvide statspapirer inden for de 2-, 5- og 10-årige løbetidssegmenter. Strategien bidrager til lave låneomkostninger for staten via opnåelse af likviditetspræmier. Renteswaps i danske kroner og opkøb anvendes som supplerende instrumenter. Med henblik på at understøtte likviditeten i låneviftepapirerne er der etableret en værdipapirudlånsordning.

Al udenlandsk låntagning sker ved at optage lån direkte i euro eller lån, som er swappet til euro. Den udenlandske låntagning har hidtil primært været baseret på optagelse af fordelagtige, mindre lån på de internationale lånemarkeder. I 2001 lægges der mere vægt på at optage lidt større lån, gerne direkte i euro. Endvidere kan der som noget nyt udstedes indenlandske obligationer kombineret med swap til euro.

STATSGÆLDSFORVALTNINGEN**1.2**

Det overordnede mål for statsgældspolitikken er at opnå så lave langsigtede låneomkostninger som muligt. Målsætningen skal tilgodeses under

en række hensyn, herunder de risici der er forbundet med gælden og målsætningen om et velfungerende indenlandsk kapitalmarked, jf. boks 1.1.

Ved udgangen af 2000 var den samlede indenlandske og udenlandske gæld 709 mia.kr. nominelt. Fratrækkes aktiverne i Den Sociale Pensionsfond og indeståendet på statens konto i Nationalbanken, fremkommer statsgælden, som ultimo 2000 var på 535 mia.kr. svarende til godt 40 pct. af BNP, jf. figur 1.2.1. Renteomkostningerne på statsgælden udgjorde i 2000 37 mia.kr., hvilket er knap 3 pct. af BNP.

Det lovmæssige grundlag for statens låntagning findes i lov om bemyndigelse til optagelse af statslån. Loven giver finansministeren bemyndigelse til at optage lån på vegne af staten inden for et maksimum på 950 mia.kr., som er overgrænsen for den samlede indenlandske og udenlandske gæld.

Nationalbanken har siden 1991 varetaget alle funktioner relateret til statsgældsområdet. Arbejdsdelingen er fastlagt i en aftale mellem Finansministeriet og Nationalbanken.

Strategien for statens låntagning fastlægges på kvartalsvise møder mellem Finansministeriet, Økonomiministeriet og Nationalbanken. På mødet i december besluttet den overordnede strategi for det efterfølgende år. Strategien fastlægges på basis af oplæg fra Nationalbanken. Nationalbanken varetager forvaltningen af gældsporteføljen i overensstemmelse med den af Finansministeriet godkendte strategi.

MÅLSÆTNINGER FOR STATSGÆLDSPOLITIKKEN

Boks 1.1

Målsætningen for statsgældspolitikken findes i bemærkningerne til forslag til lov om bemyndigelse til optagelse af statslån og i aftalen om arbejdsdelingen på statsgældsområdet mellem Finansministeriet og Danmarks Nationalbank. Lånebemyndigelsesloven blev vedtaget af Folketinget i december 1993 (lov nr. 1079 af 22. december 1993).

Det overordnede mål for statsgældspolitikken er at opnå så lave langsigtede låneomkostninger som muligt. Målsætningen suppleres af andre hensyn:

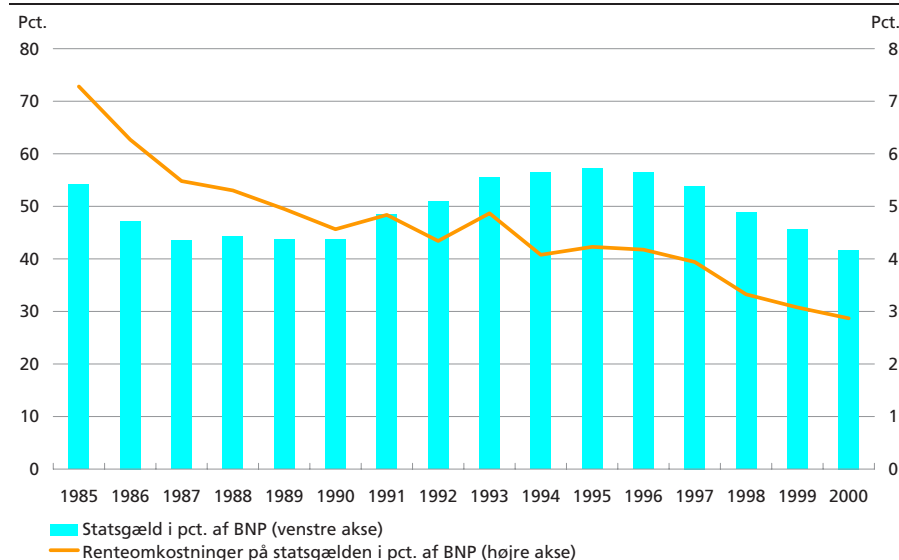
- Risikoen skal holdes på et acceptabelt niveau
- Den overordnede interesse i at opbygge og understøtte et velfungerende og effektivt kapitalmarked i Danmark
- At lette statens adgang til kapitalmarkederne på længere sigt.

De risikoelementer, der er forbundet med gælden, er:

- Renterisiko
- Valutakursrisiko
- Kreditrisiko
- Andre risici fx operationel risiko.

STATSGÆLD OG RENTEOMKOSTNINGER, 1985-2000

Figur 1.2.1



Anm.: Statsgælden opgøres som statens indenlandske og udenlandske gæld fratrukket aktiverne i Den Sociale Pensionsfond og indeståendet på statens konto i Nationalbanken.

I Nationalbanken løses opgaven af Statsgældssektionen i Kapitalmarkedsafdelingen i samarbejde med bankens øvrige afdelinger, herunder primært Handelsafdelingen, Regnskabsafdelingen og Revisionskontoret.

Nationalbanken varetager dermed de funktioner på statsgældsområdet, som i en række andre lande ofte er placeret i selvstændige enheder (agencies) eller er en del af finansministeriets administration.

NORMEN FOR INDENLANDSK OG UDENLANDSK LÅNTAGNING

1.3

Fordelingen og omfanget af statens indenlandske og udenlandske låntagning styres af den såkaldte norm for statens låntagning, som er fastlagt i en aftale mellem regeringen og Nationalbanken. Der er fastsat en indenlandsk og en udenlandsk norm. Tilsammen sikrer de en adskillelse af finanspolitik og pengepolitik.

Overordnet fastlægger den indenlandske norm, at den indenlandske låntagning i kroner for året som helhed dækker statens indenlandske bruttofinansieringsbehov, dvs. statens løbende underskud og afdrag på den indenlandske gæld. Den udenlandske norm fastlægger, at der normalt optages udenlandske lån til refinansiering af afdragene på den udenlandske gæld. Normen og det indenlandske bruttofinansieringsbehov er beskrevet nærmere i henholdsvis boks 1.2 og boks 1.3.

NORMEN FOR STATENS LÅNTAGNING

Boks 1.2

I tilrettelæggelsen af statens låntagning tages der hensyn til situationen på lånemarkederne og til indeståendet på statens konto i Nationalbanken. Statens konto i Nationalbanken må ikke være i overtræk, jf. EU-traktatens artikel 101, der forbyder monetær finansiering.

Fordelingen og omfanget af statens låntagning styres af normen for den statslige låntagning. Normen er fastlagt i en aftale mellem regeringen og Nationalbanken. Aftalen består af to dele, en norm for den indenlandske låntagning og en norm for den udenlandske låntagning. Normen udgør et vigtigt element i skillelinjen mellem finanspolitik og pengepolitik.

Normen for den indenlandske låntagning fastsætter, at statens indenlandske bruttofinansieringsbehov for året som helhed dækkes via salg af indenlandske statspapiere.

Normen for den udenlandske låntagning fastsætter, at afdrag på statsgælden i fremmed valuta (den udenlandske statsgæld) normalt refinansieres via låntagning med sluteksponering i udenlandsk valuta.

Statens udenlandske låntagning sker af hensyn til valutareserven. Hvis valutareserven falder mere end ønskeligt, vil staten optage lån i udlandet. Låneprovenuet i valuta overlades til Nationalbanken, og indeståendet på statens konto i Nationalbanken forøges med modværdien i kroner. Hvis valutareserven vokser mere, end det anses for nødvendigt, kan den udenlandske norm reduceres, såfremt indeståendet på statens konto giver mulighed for det.

DET INDENLANDSKE BRUTTOFINANSIERINGSBEHOV

Boks 1.3

Det indenlandske bruttofinansieringsbehov opgøres som:

- Indbetalinger til staten
- + Udbetalinger fra staten
- = *Nettofinansieringsbehov*
- + Afdrag på den indenlandske gæld
- + Den Sociale Pensionsfonds nettoobligationskøb
- = *Indenlandsk bruttofinansieringsbehov*

I udbetalinger fra staten indgår kroneværdien af statens løbende betalinger i form af renter og overførsler.

Det *indenlandske bruttofinansieringsbehov* dækkes ved salg af statsobligationer, statsgældsbeviser, nettosalg af skatkammerbeviser og en eventuel reduktion i statens indestående i Nationalbanken. Statens *indenlandske lånebehov* udgøres dermed af den del af det indenlandske bruttofinansieringsbehov, som ikke finansieres via en reduktion i statens konto i Nationalbanken.

Statspapisalget tilrettelægges efter de skøn for bruttofinansieringsbehovet, som offentliggøres i Finansministeriets budgetoversigter. Skønnene kan afvige fra det endelige bruttofinansieringsbehov som følge af usikkerhed omkring statens ind- og udbetalinger. Salg og opkøb fastlægges op til årsskiftet ud fra udviklingen i statens indestående i Nationalbanken.

Statens konto i Nationalbanken må i henhold til EU-traktatens forbud mod monetær finansiering ikke være i overtræk. Statens låntagning tilrettelægges derfor, så der altid er et passende indestående på statens konto, som kan opfange daglige udsving.

Set for det enkelte kalenderår kan der forekomme over- eller underfinansiering i forhold til normen. Over- eller underfinansiering vil afspejle sig i modsvarende ændringer i statens konto.

STRATEGI FOR DEN STATSIGE LÅNTAGNING

1.4

Strategien for *den indenlandske låntagning* er baseret på opbygning af store likvide obligationsserier i de 2-, 5- og især 10-årige løbetidssegmenter. Ved låntagning i likvide obligationsserier kan staten reducere låneomkostningerne via en likviditetspræmie. Likviditetspræmien opstår, fordi investorer typisk er villige til at betale en merpris for likvide obligationer, der kan omsættes uden væsentlige kurspåvirkninger og med et lille bid/offer spread.

De 2-, 5- og 10-årige segmenter er de vigtigste løbetidssegmenter internationalt. Dette er med til at gøre de danske statspapirudstedelser attraktive for indenlandske og udenlandske investorer. Den udenlandske interesse for statspapirer er vigtig for finansieringen af statsgælden, idet de udenlandske investorer med deres efterspørgsel efter danske statspapirer er med til sikre lave renteomkostninger på statsgælden.

I den korte ende af løbetidsspektret udsteder staten skatkammerbeviser på auktion. Skatkammerbeviser er korte nulkuponpapirer. Løbetiden på skatkammerbeviser er op til 9 måneder ved udstedelsen. Det er tanken at ændre dette i 2001, således at der udstedes skatkammerbeviser med en løbetid på op til 1 år.

Indenlandske renteswaps anvendes som et vigtigt instrument i styringen af statsgælden. Renteswaps gør det muligt at adskille udstedelsespolitikken fra styringen af renterisikoen på statsgælden og tilfører dermed øget fleksibilitet i den samlede statsgældspolitik. De indenlandske renteswaps indgås som porteføljeswaps, dvs. uden direkte tilknytning til udstedelsen af obligationer.

Endvidere anvendes opkøb i styringen af statsgælden. Med henblik på at understøtte likviditeten i låneviftepapirerne er der desuden etableret en værdipapirudlånsordning.

Al *udenlandsk låntagning* sker direkte i euro eller via lån, som er swappet til euro. Den udenlandske lånoptagelse har i en længere årrække været baseret på optagelse af mindre lån på de internationale lånemarkeder. I 2001 lægges der mere vægt på at optage lidt større lån, gerne di-

rette i euro. Desuden suppleres den hidtidige strategi med muligheden for at udstede indenlandske obligationer kombineret med swap til euro. Dette vil bidrage til at styrke likviditeten i den indenlandske lånevifte.

Kreditvurderingen eller ratingen af staten har betydning for statens lånevilkår og dermed for renteomkostningerne på gælden. Den indenlandske gæld er af Moody's og Standard & Poor's tildelt den højeste rating, henholdsvis Aaa og AAA. Kreditværdigheden for den danske stats udenlandske gæld er af Moody's tildelt den højeste rating, Aaa. Standard & Poor's giver den danske stats udenlandske gæld den næsthøjeste rating, AA+ med kommentaren "positive outlook".

MARKEDSINDRETNING OG INDENLANDSK LÅNOPTAGELSE I PRAKSIS 1.5

Statsobligationer og statsgældsbeviser udstedes ved løbende salg (tapsalg) i handelssystemet SAXESS på Københavns Fondsbørs. SAXESS er et fælles handelssystem for Københavns Fondsbørs og Stockholms Fondsbørs. Skatkammerbeviser udstedes ved månedlige auktioner afholdt af

UDSTEDELSE AF STATSOBLIGATIONER OG STATSGÆLDSBEVISER

Boks 1.4

Salget af statsobligationer og statsgældsbeviser foretages af Nationalbanken på statens vegne via Københavns Fondsbørs. Alle handelsberettigede på Københavns Fondsbørs kan købe statspapirer direkte fra Nationalbanken gennem Fondsbørsens handelssystem.

Statsobligationer og statsgældsbeviser udstedes ved løbende salg i markedet, såkaldt tapsalg. Tapsalg indebærer, at der løbende sælges statspapirer, når staten har et finansieringsbehov, og markederne er gunstige. Nationalbanken tilstræber, at tapsalget gennemføres på en sådan måde, at det undgås at skabe eller forstærke tendenser i markedet. Nationalbanken underbyder normalt ikke sig selv inden for den samme dag eller inden for en periode på nogle dage. Tilsvarende tilstræbes det, at tapsalget foregår på en gennemsigtig måde. Der oplyses dagligt om salget af statspapirer den foregående dag.

Fremgangsmåden ved åbningen af nye statsobligationer og statsgældsbeviser indebærer, at der 1-2 uger før åbningen via Københavns Fondsbørs oplyses om det nye lån med angivelse af kupon, løbetid og åbningsdag. Forud for åbningsdagen udsendes en meddelelse om maksimum for salget på åbningsdagen. Åbningskursen fastsættes på baggrund af de aktuelle markedsforhold og erfaringer fra tidligere åbninger af statspapirer. Fastsættelsen af maksimum for salget på åbningsdagen sikrer, at der i tilfælde af voldsom efterspørgsel stoppes for salget, uden at det er nødvendigt at hæve kursen til et niveau, der kunne vanskeliggøre salget de efterfølgende dage. Det meddelte maksimum for salget giver samtidig markedsdeltagerne større sikkerhed for forløbet af salget på åbningsdagen. Det angivne maksimum er ikke et udtryk for et ønsket mål for salget på åbningsdagen, men angiver overgrænsen for salget.

UDSTEDELSE AF SKATKAMMERBEVISER	Boks 1.5
Skatkammerbeviser udstedes ved månedlige auktioner afholdt af Nationalbanken. Bevisernes korte løbetid giver en kort opbygningsperiode, hvorfor auktionsformen betragtes som den mest hensigtsmæssige salgsform. Alle handelsberettigede på Københavns Fondsbørs og Nationalbankens pengepolitiske modparter kan byde ved auktionerne. Der bydes på renten. Alle bud til eller under den fastsatte skæringsrente imødekommes til skæringsrenten (uniform pricing). Der kan ske forholdsmæssig tildeling ved bud på skæringsrenten. Fra tidsfristen for indlevering af buddene, til resultatet af auktionen annonceres, går der en halv time.	

Nationalbanken. Alle indenlandske statspapirer er noteret på Københavns Fondsbørs.

Handelsberettigede på Københavns Fondsbørs kan købe statsobligationer og statsgældsbeviser direkte fra Nationalbanken gennem Fondsbørsen. Ved skatkammerbevisauktionerne kan handelsberettigede på Fondsbørsen og Nationalbankens pengepolitiske modparter deltage. Salget af statsobligationer og statsgældsbeviser samt skatkammerbeviser er nærmere beskrevet i henholdsvis boks 1.4 og 1.5.

Der eksisterer market maker-ordninger for statspapirer i regi af henholdsvis Københavns Fondsbørs og Børsmæglerforeningen. I ordningerne forpligter deltagerne sig til gensidigt at stille både købs- og salgspris for en bestemt mængde af de omfattede obligationer på ethvert tidspunkt. Market maker-ordningerne er med til at understøtte statspapirernes likviditet. I Fondsbørsens ordning stilles kun priser i den 10-årige benchmark, mens Børsmæglerforeningens ordning omfatter andre likvide statspapirer. Der kan hentes mere information om Københavns Fondsbørs på hjemmesiden www.xcse.dk.

Statsobligationer, statsgældsbeviser og skatkammerbeviser er registreret i Værdipapircentralen (VP). Det er desuden muligt at opbevare danske statspapirer i Euroclear og Clearstream. Euroclear er tilsluttet VP med et direkte link, således at værdipapirer kan flyttes mellem VP og Euroclear uden tab af handelsdage. Ved handel med statspapirer foregår afviklingen normalt i VP, men afviklingen kan også ske i Euroclear og Clearstream. For yderligere information henvises til VPs hjemmeside www.vp.dk.

STYRING AF RISIKO PÅ STATSGÆLDEN

1.6

Gennem sin låntagning og gæld påtager staten sig en række risici, primært rente-, valutakurs- og kreditrisiko. Rente- og valutakursrisiko er risikoen for, at udviklingen i renter eller valutakurser resulterer i højere

fremtidige omkostninger. Ud over rente- og valutakursrisiko påtager staten sig kreditrisiko i forbindelse med swaps. Endelig har staten operationelle risici, dvs. risici for fejl ved administrationen af gælden. Risiko-styringen beskrives i kapitel 6.

Renterisiko

Hvert år refinansieres dele af statsgælden. Den fremtidige renteudvikling influerer derfor på renteomkostningerne på gælden, idet refinansieringen sker til de fremtidige renter. Typisk vil gæld med en kort løbetid medføre en højere renterisiko end en længerelevende gæld. Dette skyldes, at korte renter normalt udviser større udsving end lange renter.

Statsbudgettet påvirkes af udsving i renteudgifterne på statsgælden. Renteudgifterne udgjorde i 2000 omkring 10 pct. af de samlede statslige udgifter.

Renterisikoen kan opdeles i to elementer. Dels er der risikoen for et generelt skift opad i renterne, dels er der risikoen for, at refinansieringen af et større afdrag på gælden falder sammen med et forbigående højt renteniveau eller en periode, hvor statens lånevilkår er specielt dårlige. Sidstnævnte benævnes også refinansieringsrisiko. Renterisikoen styres ved hjælp af tre forskellige mål: Varighed, afdragsprofilens form og Cost-at-Risk (CaR).

Varigheden er det centrale mål i styringen af statsgældens renterisiko. Varigheden er et udtryk for længden af den periode, hvor passivernes eller aktivernes rente er fastlåst. Varigheden er dermed et mål for, hvor hurtigt renteændringer slår igennem på de faktiske renteomkostninger på gælden. Længere varighed giver lavere følsomhed over for renteændringer, men betyder til gengæld højere gennemsnitlige renteomkostninger, idet rentestrukturen normalt er stigende. Ved fastlæggelsen af målsætningen for varigheden foretages der derfor en afvejning mellem de gennemsnitlige renteomkostninger og omkostningernes rentefølsomhed.

Målsætningen for varigheden fastsættes i form af et varighedsbånd, inden for hvilket varigheden holdes. Varighedsmålsætningen fastsættes for hele statsgælden under ét. Styringen af varigheden på statsgælden er beskrevet i kapitel 6.

Afdragsprofilen anvendes sammen med varigheden i styringen af statsgælden. Ved at sikre en jævn afdragsprofil, uden for store udsving i de årlige afdrag på gælden, mindskes risikoen for at skulle refinansiere store dele af gælden under ugunstige markedsforhold. Statsgældens afdragsprofil er beskrevet i kapitel 6.

Cost-at-Risk (CaR) supplerer varighed og afdragsprofil i styringen af statsgælden. I modsætning til varighed og afdragsprofil er CaR et risikomål, der kvantificerer risikoen for, at staten udsættes for store stigninger i renteomkostningerne.

CaR kan derfor medvirke til en mere konsistent afvejning mellem renteomkostninger og renterisiko ved fastlæggelsen af statsgældspolitikken. CaR anvendes i øjeblikket alene på den indenlandske gæld. I 2001 arbejdes der videre på at udvide modellen til også at omfatte de øvrige dele af statsgælden. CaR er gennemgået i kapitel 6 og 10.

Valutakursrisiko

Valutakursrisiko er risikoen for, at værdien af gælden stiger som følge af udviklingen i valutakurserne. Valutakursrisikoen på statsgælden begrænses ved, at staten udelukkende har gæld optaget i euro eller gæld, som er swappet til euro. Statens låntagning i udlandet sker af hensyn til Nationalbankens valutareserve. Nationalbankens valutareserve er overvejende placeret i euro. Styringen af valutakursrisikoen er gennemgået i kapitel 6 og 8.

Kreditrisiko

En swap er en aftale mellem to parter om at bytte betalinger over en nærmere fastlagt periode. Når en swap indgås, har den normalt en markedsværdi på nul. Efter indgåelsen kan rente- og valutakursændringer medføre, at swappen får en markedsværdi forskellig fra nul. I en situation, hvor modparten ikke honorerer sine forpligtelser, lider staten derfor et tab svarende til markedsværdien af swappen. Denne tabsrisiko betegnes kreditrisiko. Den samlede krediteksponering på swaps afhænger både af den faktiske markedsværdi (den aktuelle krediteksponering) og den værdi, swappen kan få i fremtiden (den potentielle krediteksponering).

For at begrænse kreditrisikoen indgår staten kun swaps med modparter, der har en rating på AA- eller derover. For renteswaps i danske kroner er minimumskravet A-. Endvidere indgår staten kun swaps med modparter, som enten har underskrevet eller er tæt på at underskrive en aftale om ensidig sikkerhedsstillelse. Ifølge aftalerne skal en modpart stille værdipapirer til sikkerhed over for staten, hvis den aktuelle eksponering på modparten overskrider en aftalt tærskelværdi.

Der har ikke været eksempler på, at staten har lidt tab på swaps på grund af modparters misligholdelse.

Status for indgåelse af sikkerhedsaftaler beskrives i kapitel 6 og kreditstyringen af swaps i kapitel 11.

Andre risici

Staten løber i forbindelse med statsgælden også andre risici end de hidtil nævnte. Der er tale om risikoen for fejl ved administration af gælden (operationelle fejl) eller risikoen for, at det juridiske grundlag for fx swapkontrakter viser sig ikke at holde. Hertil kommer, at staten ønsker at undgå at deltage i visse typer af lånearrangementer af etiske eller politiske årsager.

Risikoen for operationelle fejl søges minimeret ved at adskille de forskellige funktioner i statsgældsadministrationen og ved at anvende simple og velkendte instrumenter i administrationen af gælden. Den juridiske risiko søges minimeret ved brug af standardiserede kontrakter. Dette princip anvendes fx i relation til swapkontrakter.

Beretningskapitler

KAPITEL 2

Indenlandsk låntagning

SAMMENFATNING

2.1

De seneste års statslige budgetoverskud har reduceret behovet for salg af statspapirer. Statsgældspolitikken og de statsgældspolitiske instrumenter er løbende udviklet under indtryk heraf for at sikre en attraktiv lånevifte, hvor de enkelte statspapirserier fortsat opnår en størrelse, som gør det muligt at reducere statens låneomkostninger gennem en likviditetspræmie.

Salget af statsgældsbeviser og statsobligationer i 2001 vil, som det var tilfældet i 2000, være koncentreret i de 2-, 5- og 10-årige løbetidssegmenter. Opkøb og indenlandske renteswaps vil i 2001 fortsat blive anvendt med henblik på at understøtte en lånevifte med likvide papirer.

Efter drøftelse med markedsdeltagere er der forberedt visse tilpasninger af skatkammerbevisprogrammet. Det er tanken, at programmet i 2001 vil blive udvidet med et 12-måneders bevis. For at underbygge likviditeten planlægges det desuden at inkludere skatkammerbeviserne i værdipapirudlånsordningen.

For yderligere at understøtte likviditeten i indenlandske statspapirer kan staten fra 2001 udstede indenlandske statspapirer og indgå valutawaps fra kroner til euro i stedet for direkte låntagning i valuta.

STATSPAPIRSA LG OG FINANSIERINGSBEHOV

2.2

Som udgangspunkt tilrettelægges salget af statspapirer, så det dækker det indenlandske bruttofinansieringsbehov. I 2000 var det indenlandske bruttofinansieringsbehov 62,3 mia.kr., mens det samlede salg af statspapirer var 65,7 mia.kr. til kursværdi, jf. tabel 2.2.1. Oversalget modsvarede af en forøgelse i indeståendet på statens konto.

Oversalget i 2000 var afledt af, at der i slutningen af året blev foretaget betydelige justeringer af skønnet for budgetoverskuddet (nettokassesaldoen) som følge af, at skatteindtægterne var større end forventet. I august forventedes det således, at nettokassesaldoen for 2000 ville blive 16,5 mia.kr., mens skønnet i december blev forøget til 30,2 mia.kr., hvor statspapirsalget i stort omfang var tilrettelagt efter det tidligere skøn.

STATENS DAU-, NETTO- OG BRUTTOKASSESALDO, 1997-2000

Tabel 2.2.1

Mia.kr.	1997	1998	1999	2000
Drifts-, anlægs- og udlånsbudget	7,6	31,4	9,1	30,5
Nettoobligationskøb ¹	7,4	-	-	-
Genudlån af statslån	-0,8	0,3	-1,6	-2,1
Fordeelte emissionskurstab og skyldige renter	5,1	2,1	3,2	1,6
Andre kapitalposter	-6,6	0,1	0,2	0,3
Nettokassesaldo	12,7	34,0	10,9	30,2
<i>Afdrag på indenlandsk statsgæld</i>				
Statsobligationer	28,1	57,8	60,4	70,1
Statsgældsbeviser	53,3	21,2	15,5	21,5
Afdrag på udenlandsk statsgæld²	31,4	37,4	20,0	15,7
Bruttokassesaldo	-100,1	-82,5	-85,0	-77,1
Indenlandsk bruttofinansieringsbehov ³	73,8	64,4	67,9	62,3
Salg af statspapirer, kursværdi	73,0	68,0	68,8	65,7
Oversalg, kursværdi	-0,8	3,6	0,9	3,4

Kilde: 1997-99 er statsregnskabstal. For 2000 foreløbige tal baseret på prognosen i Budgetoversigt, december 2000, Nationalbankens pressemeddelelse samt foreløbige tal fra statens bogføring.

¹ Fra 1998 indgår Den Sociale Pensionsfonds nettokøb af obligationer ikke længere i nettokassesaldoen. Den Sociale Pensionsfonds nettoobligationskøb er medregnet i afdragene på den indenlandske statsgæld fra 1998.

² Mellem- og langfristet låntagning.

³ Baseret på Nationalbankens opgørelse ultimo året. Tallene kan derfor afvige fra statsregnskabstallene.

SALG AF STATSOBLIGATIONER OG STATSGÆLDSBEVISER I 2000

Figur 2.2.1



Anm.: Opgjort til kursværdi.

Statsobligationer og statsgældsbeviser sælges løbende i markedet gennem tapsalg under hensyntagen til markedsforholdene. Derudover tages der i fordelingen af salget hensyn til, at indeståendet på statens konto altid skal være positivt.

Salget af statsobligationer og statsgældsbeviser var størst i den første del af året og var bortset fra et mindre beløb i december tilendebragt ved udgangen af november, jf. figur 2.2.1.

RENTEUDVIKLING

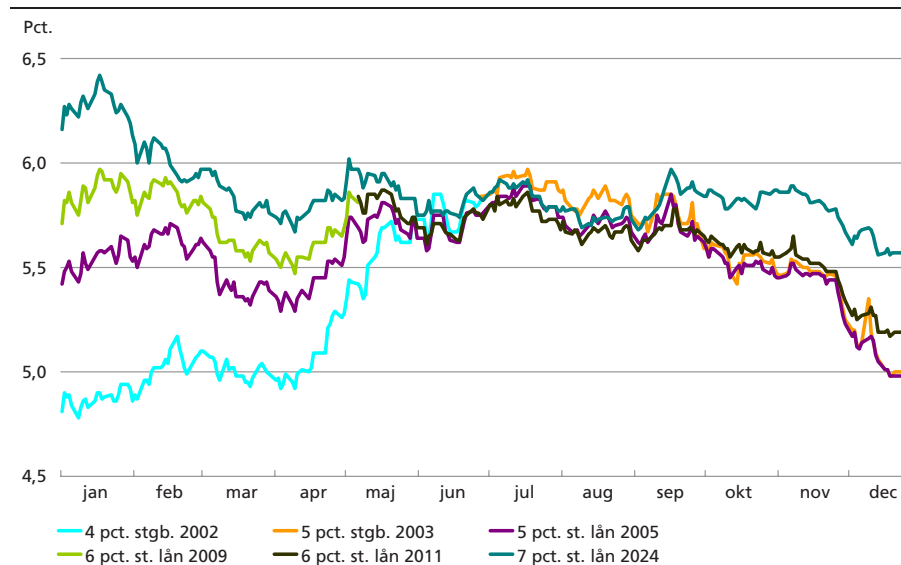
2.3

I 2000 blev de danske pengepolitiske renter forhøjet, dels som følge af Den Europæiske Centralbanks renteforhøjelser, dels i forbindelse med folkeafstemningen den 28. september 2000 om dansk deltagelse i ØMU'en. De korte statspapirrenter steg i forbindelse med renteforhøjelserne. Over året skete der et mindre fald i de lange renter med en udfladning af rentekurven som resultat, jf. figur 2.3.1 og 2.3.2.

Det danske 10-årige rentespænd til Tyskland var omkring 30 basispoint ved begyndelsen og udgangen af året, jf. figur 2.3.3. Rentespændet blev midlertidigt udvidet til omkring 55 basispoint i midten af året, men blev ikke påvirket i større grad af resultatet af folkeafstemningen. Det kan skyldes, at markedsdeltagerne allerede før afstemningen i høj grad havde inddiskonteret resultatet. Op til afstemningen viste meningsmålingerne vedrørende tilslutningen til ØMU'en således langt overvejende et flertal for at forblive uden for den fælles valuta. Ved udgangen af 2000

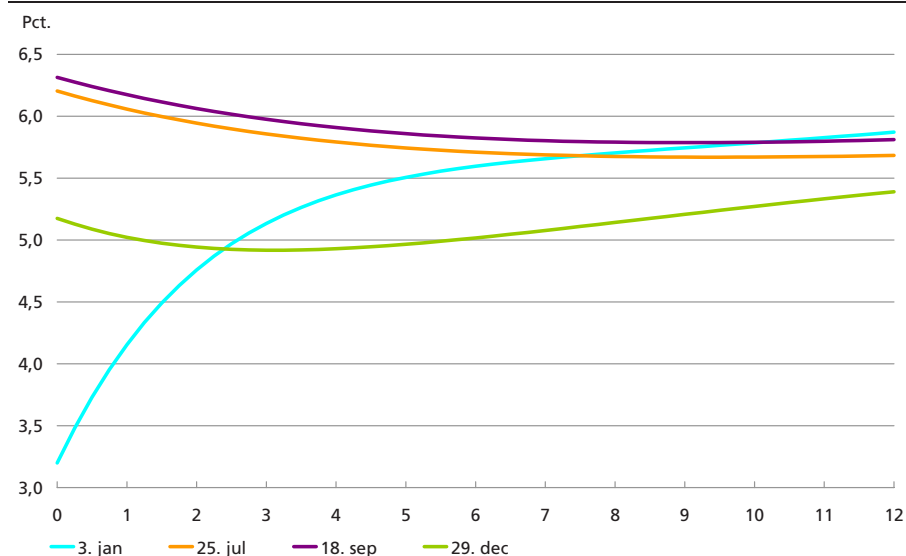
RENTER PÅ UDVALGTE DANSKE STATSPAPIRER I 2000

Figur 2.3.1



ESTIMEREDE NULKUPONRENTESTRUKTURER, 2000

Figur 2.3.2



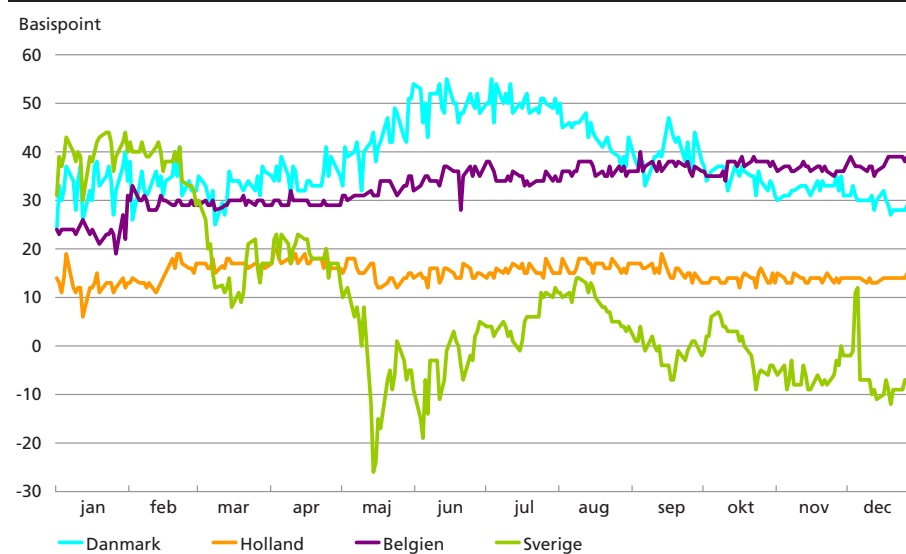
Anm.: Nulkuponrentekurven er en estimeret kurve af renterne på ikke-kuponbærende obligationer, der viser sammenhængen mellem rente og løbetid på et givet tidspunkt.

var det danske 10-årige rentespænd til Tyskland lavere end det belgiske, men dog større end det hollandske. Den belgiske stat har en større gældskvotest og lavere kreditrating end den danske stat.

Det svenske 10-årige rentespænd til Tyskland blev i løbet af 2000 reduceret og var i perioder negativt, hvilket kan henføres til den svenske

DET 10-ÅRIGE RENTESPÆND OVER FOR TYSKLAND, 2000

Figur 2.3.3



stats opkøb af statsobligationer i forbindelse med privatiseringen af Telia. Udviklingen i rentespændet skal desuden ses i lyset af, at Sverige har flydende valutakurs over for euroen.

STATSGÆLDSPOLITIK OG BUDGETOVERSKUD

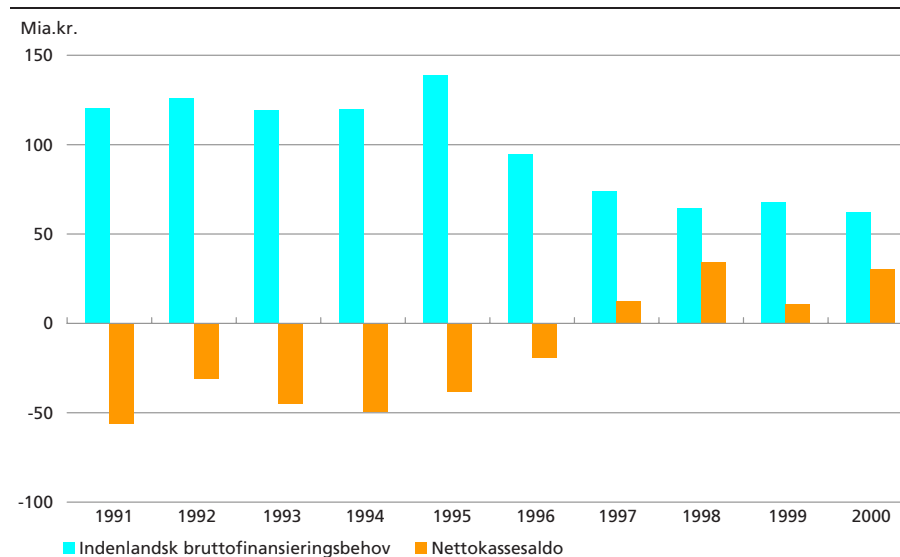
2.4

De seneste års statslige budgetoverskud har reduceret behovet for salg af statspapirer. Figur 2.4.1 viser udviklingen i behovet for salg af indenlandske statspapirer (indenlandsk bruttofinansieringsbehov) og budgetoverskud (nettokassesaldo) siden 1991. Statsgældspolitikken og de statsgældspolitiske instrumenter er løbende udviklet under indtryk heraf for at sikre en attraktiv lånevifte, hvor de enkelte statspapirserier fortsat opnår en størrelse, som gør det muligt at reducere statens låneomkostninger gennem en likviditetspræmie.

Udstedelsen af statsgældsbeviser og statsobligationer er koncentreret i de internationalt set vigtige 2-, 5- og 10-årige segmenter, fordi finansieringsbehovet ikke er stort nok til at sælge i yderligere segmenter, hvis der skal opbygges likvide serier. På baggrund heraf er 7 pct. stående lån 2024 i det 30-årige segment udgået af låneviften fra 2001. Antallet af statsgældsbeviser, hvori der foretages udstedelser, blev allerede i 1998 reduceret fra to til et. Koncentrationen af udstedelser på få, forholdsvis store serier i de vigtigste løbetidssegmenter betyder, at de danske statspapirer ikke afviger væsentligt fra standarden på de europæiske låne-

BUDGETOVERSKUD OG LÅNEBEHOV 1991-2000

Figur 2.4.1



markeder, hvor der er kommet øget fokus på likviditet i forbindelse med overgangen til euroen, jf. kapitel 7. Herved sikres, at danske statspapirer forbliver attraktive for såvel indenlandske som udenlandske investorer. Udenlandske investorer ejer en betydelig andel af de danske statspapirer og er en væsentlig faktor i finansieringen af den danske statsgæld, jf. kapitel 5.

Introduktionen af indenlandske renteswaps i 1998 understøtter ligeledes hensynet til likviditeten i indenlandske statspapirer. Ved at swappe fra fast til variabel rente er det muligt at opbygge likviditeten i det 10-årige segment, der internationalt set er det vigtigste løbetidssegment, samtidig med at varighedsmålsætningen tilgodeses.

Opkøb har hidtil primært været anvendt til at udjævne afdragsprofilen. I 1999 introduceredes en bredere vifte af statspapirer, hvori der kan foretages opkøb. Herved blev mulighederne for at anvende opkøb med henblik på at fastholde udstedelsen i store serier forbedret. Dette er i overensstemmelse med den internationale udvikling, hvor et af hovedmotiverne til opkøb blandt andre EU-lande på det seneste har været at opbygge større, likvide serier hurtigere, end det ellers ville være muligt, jf. kapitel 7.

For at understøtte likviditeten i indenlandske statspapirer kan staten fra 2001 i begrænset omfang udstede indenlandske statspapirer og indgå valutaswaps fra kroner til euro i stedet for direkte låntagning i valuta, jf. kapitel 3.

For at forbedre likviditeten blev der i januar 1998 etableret en udlånsordning for nyåbnede statsobligationer og statsgældsbeviser i låneviften. I 1999 blev udlånsordningen udvidet til mere generelt at omfatte statsobligationer og statsgældsbeviser i låneviften. Formålet er at understøtte likviditeten især i opbygningsfasen af et papir, hvor udeståendet er begrænset.

LÅNEVIFTE OG UDSTEDELSESTRATEGI

2.5

Statens låntagning sker ved udstedelse af statsobligationer, statsgældsbeviser og skatkammerbeviser. Udstedelsen af statsobligationer og statsgældsbeviser sker i de 2-, 5- og 10-årige løbetidssegmenter, mens skatkammerbeviser, der har løbetid op til 9 måneder ved udstedelsen, er de korte papirer i låneviften.

Ud over valg af lånestrategi og seriestørrelse er gennemsigtighed og åbenhed over for markedsdeltagerne vigtige elementer i den danske statsgældspolitik. Denne del af politikken gennemføres via løbende meddelelser vedrørende lånevifte, salg og opkøb.

Statsobligationer og statsgældsbeviser

Statsobligationer og statsgældsbeviser er fast forrentede, stående lån, som er den låntype, der altovervejende anvendes internationalt blandt statslige låntagere. I 2000 blev der udstedt i 5 forskellige papirer, jf. tabel 2.5.1. Statsgældsbeviser og statsobligationer udstedes løbende ved tapsalg. Salget, som sker via Københavns Fondsbørs, var koncentreret på forholdsvis få aftagere. 5 medlemmer aftog således godt 80 pct. af de samlede udstedelser.

I det 10-årige segment blev der i begyndelsen af året udstedt i 6 pct. stående lån 2009. Papiret udgik af låneviften den 4. maj 2000, hvor det blev afløst af 6 pct. stående lån 2011. Der sigtes som tidligere mod et udestående på mindst 60 mia.kr. i det 10-årige papir.

I det 5-årige segment fortsatte udstedelsen i 5 pct. stående lån 2005, der blev åbnet i januar 1997.

I det 2-årige segment blev 5 pct. statsgældsbevis 2003 åbnet den 29. juni som konsekvens af en stigning i mindsterenten den 1. juli fra 4 til 5 pct. Papiret afløste dermed 4 pct. statsgældsbevis 2002 i låneviftens 2-årige segment.

INDENLANDSKE STATSLÅN I 2000				Tabel 2.5.1
Mio.kr.	Emission			Nominelt udestående ultimo 2000
	Nominelt	Kursværdi	Kurstab	
7 pct. stående lån 2024	0	0	0	25.000
6 pct. stående lån 2011	15.695	15.975	-280	15.695
6 pct. stående lån 2009	9.955	10.113	-158	66.645
5 pct. stående lån 2005	13.240	12.893	347	51.660
Obligationer i alt	38.890	38.981	-91	
5 pct. statsgældsbevis 2003	10.827	10.581	246	10.827
4 pct. statsgældsbevis 2002	17.890	17.499	391	35.075
Statsgældsbeviser i alt	28.717	28.081	636	
Obligationer og statsgældsbeviser i alt	67.607	67.062	545	
Skatkammerbevis 2001 III	8.100	7.779	321	8.100
Skatkammerbevis 2001 II	18.251	17.600	651	18.251
Skatkammerbevis 2001 I	10.495	10.179	316	10.495
Skatkammerbevis 2000 IV	13.539	13.218	321	
Skatkammerbevis 2000 III	13.401	13.172	229	
Skatkammerbevis 2000 II	4.383	4.335	48	
Indfrielse	67.673	67.673		
Skatkammerbeviser, netto	496	-1.390	1.886	
Statspapirsalg i alt	68.103	65.672	2.431	

Skatkammerbeviser

Skatkammerbeviser er nulkuponpapirer, dvs. at forrentningen sker i form af kursændringer. Skatkammerbevisprogrammet står for den korte indenlandske låntagning. Skatkammerbeviser sælges ved auktioner, der er karakteriseret ved et mindre antal store deltagere samt en række små deltagere. I 2000 var der i løbet af året knap 20 deltagere i auktionerne, hvoraf de 5 største aftog omkring 85 pct. af det samlede udbud af skatkammerbeviser. Der var en tendens til, at de store aftagere deltog hyppigst i auktionerne.

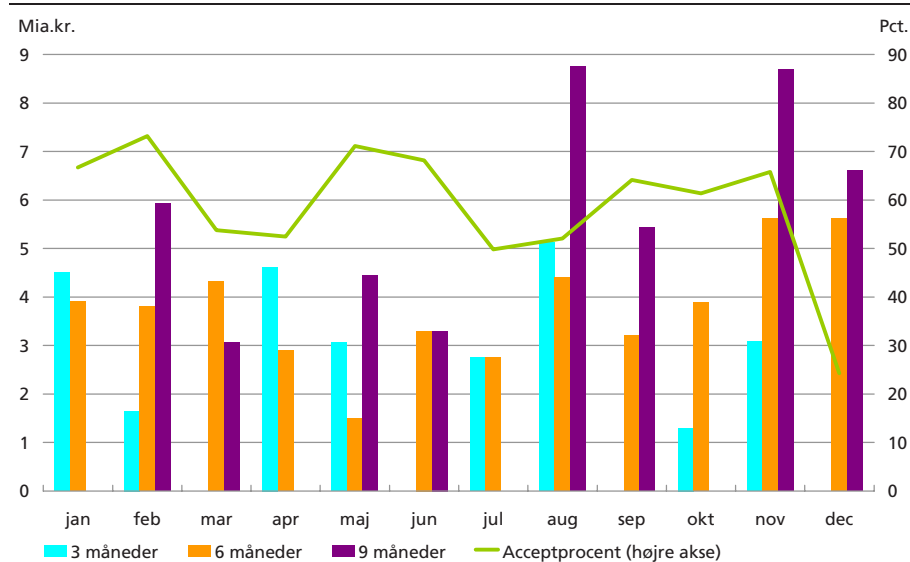
I lighed med tidligere år var der i løbet af 2000 betydelige udsving i de budte mængder på skatkammerbevisauctionerne og andelen af accepterede bud, jf. figur 2.5.1.

Med virkning fra den 27. april 2000 blev tidsintervallet mellem budafgivelsen og offentliggørelsen af auktionsresultatet reduceret fra 1 til ½ time. Auktionsvilkårene for skatkammerbeviser er beskrevet i meddelelsen om statens indenlandske låntagning i 2000 af 30. marts 2000. Meddelelsen er optrykt som bilag sidst i publikationen.

Med henblik på at forøge interessen for skatkammerbevisprogrammet er der efter drøftelse med markedsdeltagere forberedt visse tilpasninger af programmet. Det er tanken, at programmet i 2001 vil blive udvidet

BUDTE MÆNGDER OG ACCEPTPROCENTER
VED SKATKAMMERBEVISAUKTIONER I 2000

Figur 2.5.1



Anm.: 3 måneder inkluderer papirer med restløbetid på 3 og 4 måneder, 6 måneder inkluderer papirer med restløbetid på 5, 6 og 7 måneder, og 9 måneder inkluderer papirer med restløbetid på 8 og 9 måneder. Acceptprocenten for de enkelte måneder er udregnet som et vægtet gennemsnit af acceptprocenterne for de enkelte papirer, der sælges ved den månedlige auktion.

med et 12-måneders bevis, hvor de længste udstedelser hidtil har haft restløbetid på 9 måneder. Papirer med 12 måneders løbetid er almindeligt forekommende i tilsvarende programmer i de øvrige EU-lande. For at underbygge likviditeten planlægges det endvidere at inkludere skatkammerbeviserne i værdipapirudlånsordningen.

OPKØB

2.6

Opkøb af statspapirer med udløb inden for samme år fremrykker finansieringsbehovet inden for året. Der blev i 2000 opkøbt for i alt 31,0 mia.kr. til nominel værdi i 9 pct. stående lån 2000 forud for forfaldsdatoen i november for at udjævne finansieringsbehovet inden for året, jf. tabel 2.6.1.

Opkøb i papirer med udløb i et efterfølgende år fremrykker finansieringsbehovet til opkøbsåret. Disse opkøb er i 2000 anvendt til dels at udjævne afdrag mellem årene, hvorved rente- og refinansieringsrisikoen kan reduceres, dels at reducere oversalget af statspapirer i forhold til finansieringsbehovet. Opkøbene var koncentreret i den sidste del af året i forbindelse med, at skønnet for statens budgetoverskud blev revideret, jf. figur 2.6.1. I 2000 var det samlede opkøb i papirer med udløb efter 2000 17,5 mia.kr. til nominel værdi, hvoraf 14,3 mia.kr. var opkøb i papirer med udløb i 2001, mens de resterende opkøb på 3,3 mia.kr. var i 8 pct. stående lån 2003.

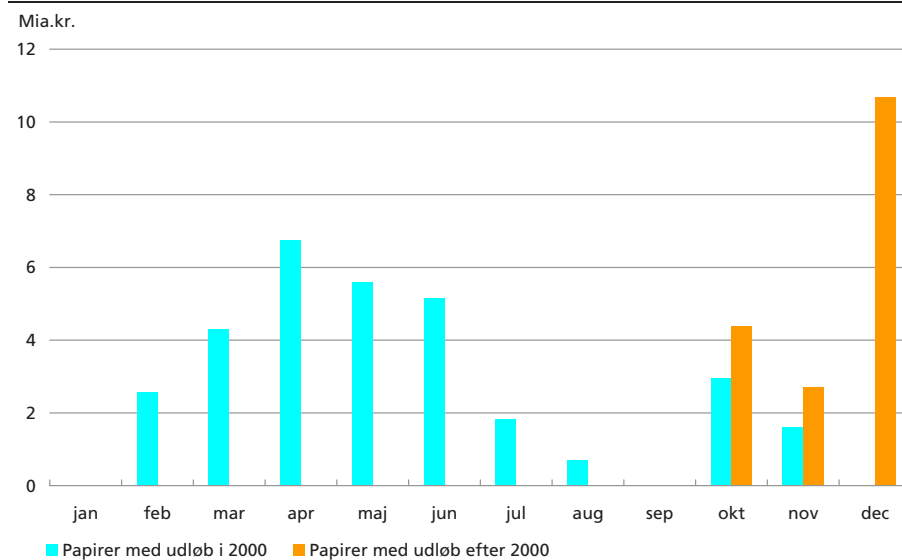
Staten foretager kun opkøb, når det er fordelagtigt ud fra en samlet statsgældspolitisk vurdering. Opkøbte obligationer annulleres som hovedregel umiddelbart efter opkøbet. Ud over de direkte statslige opkøb købte Den Sociale Pensionsfond statspapirer til sin egenbeholdning for 18,5 mia.kr. til nominel værdi.

OPKØB AF INDENLANDSKE STATSPAPIRER I 2000 Tabel 2.6.1

	Opkøbt		Nominelt udestående ultimo 2000
	Nominelt	Kursværdi	
9 pct. stående lån 2000	30.950	31.505	
Opkøb med udløb i 2000, i alt	30.950	31.505	
4 pct. statsgældsbevis 2001 I	9.100	9.061	35.355
12 pct. serielån 2001	2.000	2.025	678
8 pct. stående lån 2001	3.150	3.222	39.635
8 pct. stående lån 2003	3.250	3.454	65.750
Opkøb med udløb efter 2000, i alt	17.500	17.761	

OPKØB AF STATSOBLIGATIONER OG STATSGÆLDSBEVISER I 2000

Figur 2.6.1



Anm.: Opgjort til kursværdi.

INDENLANDSKE RENTESWAPS

2.7

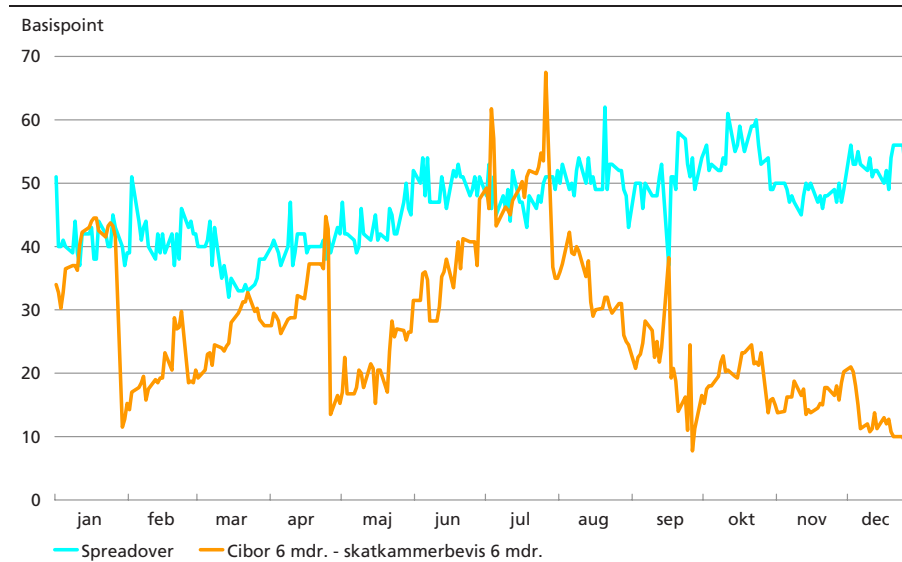
Indenlandske renteswaps anvendes primært med det formål at øge fleksibiliteten i statens låntagning. I de hidtil indgåede swaps har staten omlagt lang, fast forrentet gæld til kort, variabelt forrentet gæld. Dette har isoleret set reduceret varigheden på gælden. Løbetiden for renteswaps i danske kroner er på baggrund af effektiviteten af markedet fastlagt til ikke at måtte overstige 10 år. Der anvendes udelukkende standardiserede renteswaps, såkaldte "plain vanilla"-renteswaps. Staten ønsker ikke at påvirke markedet og indgår kun renteswaps for mindre beløb ad gangen.

I løbet af 2000 er der indgået renteswaps for 13,0 mia.kr. Det samlede udestående ved udgangen af 2000 var på 21,0 mia.kr., jf. bilagstabel 4b. Der blev i 2000 indgået 49 renteswaps, heraf 10 med danske modparter. Hovedstolen i de enkelte indgåede renteswaps var på mellem 200 og 500 mio.kr., jf. bilagstabel 4a.

Ved indgåelse af renteswaps påtager staten sig en kreditrisiko over for modparter i de indgåede swaps, jf. kapitel 11. Kreditrisikoen er sammen med likviditeten i swapmarkedet afgørende for forskellen mellem swaprenten og statsobligationsrenten (spreadover), jf. figur 2.7.1. Der er i 2000 udelukkende anvendt swaps, hvor staten betaler 6-måneders Ci-bor-rente og modtager en 10-årig fast swaprente. Udstedelse af 10-årige statsobligationer kombineret med renteswaps har omtrent samme varig-

UDVIKLINGEN I SPREADOVER MV., 2000

Figur 2.7.1



Anm.: Spreadover er forskellen mellem den 10-årige indikative swaprente og den 10-årige obligationsrente.

hed som udstedelse af skatkammerbeviser med 6 måneders løbetid. Forskellen mellem spreadover og rentespændet mellem 6-måneders Cibor og 6-måneders skatkammerbeviser er et udtryk for den besparelse, der på en given dag (og 6 måneder frem) kan opnås ved at indgå en renteswap frem for at udstede skatkammerbeviser.

Erfaringerne med anvendelse af indenlandske renteswaps har været gode, og renteswaps vil også i 2001 være et vigtigt instrument i statsgældspolitikken. Der vil dog fortsat være tale om relativt beskedne beløb, idet staten som tidligere nævnt ikke ønsker at påvirke swapmarkedet. For en detaljeret gennemgang af swaps henvises til kapitel 8 i Statens låntagning og gæld 1998.

VÆRDIPAPIRUDLÅNSORDNINGEN

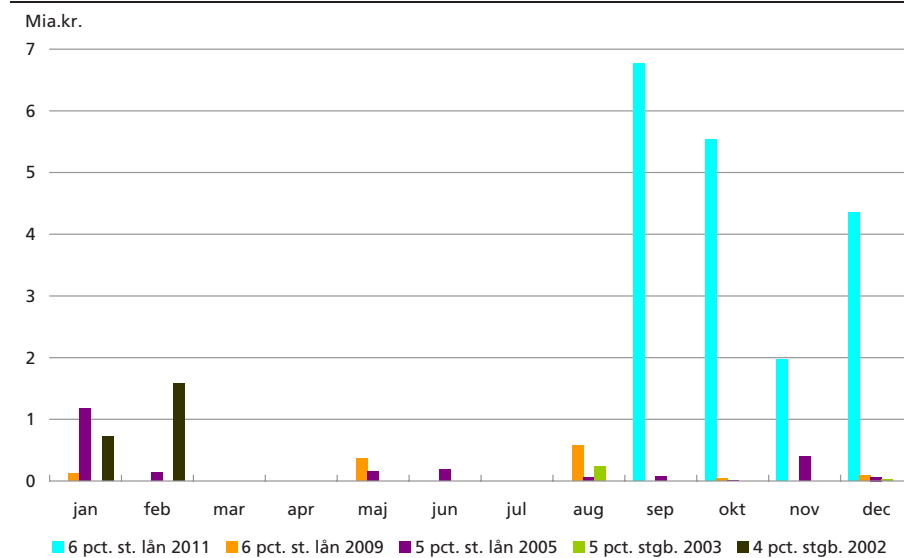
2.8

Statsobligationerne og statsgældsbeviserne i værdipapirudlånsordningen kan lånes i en periode fra 1 til 5 børsdage. Hovedparten af udlånene under ordningen blev foretaget i 6 pct. stående lån 2011, jf. figur 2.8.1. Udlånsordningen har været med til at understøtte papirets likviditet i opbygningsfasen. Reglerne for værdipapirudlånsordningen er gengivet i meddelelser om statens låntagning og gæld sidst i publikationen.

Ved indgangen til 2001 omfattede værdipapirudlånsordningen alle statsobligationer og statsgældsbeviser, der indgik i låneviften. I 2001 er det hensigten, at skatkammerbeviser bliver omfattet af udlånsordningen.

VÆRDIPAPIRUDLÅN I 2000

Figur 2.8.1



Anm.: Indgåede udlånsaftaler fordelt på måneder. Nominel værdi af udlånte papirer.

KAPITEL 3

Udenlandsk låntagning

SAMMENFATNING

3.1

Statens udenlandske gæld blev i 2000 nedbragt med omkring 5 mia.kr. Al låntagning er de senere år sket udelukkende i euro – enten direkte eller ved indgåelse af valutaswaps i tilknytning til lånoptagelsen.

Den udenlandske låntagning har i en længere årrække været baseret på optagelse af mindre lån på de internationale lånemarkeder. I 2001 lægges der sammenlignet med tidligere mere vægt på lidt større lån, gerne direkte i euro. Endvidere suppleres den hidtidige strategi med muligheden for at anvende indenlandsk låntagning kombineret med swap til euro.

LÅNTAGNING I 2000

3.2

Staten optog i 2000 mellem- og langfristede lån for 14,0 mia.kr. Afdrag på den mellem- og langfristede gæld udgjorde 15,7 mia.kr. Statens kortfristede låntagning var -3,6 mia.kr., jf. tabel 3.2.1. Samlet blev den udenlandske gæld reduceret med omkring 5 mia.kr.

Mellem- og langfristet låntagning

Den mellem- og langfristede udenlandske låntagning har gennem en længere årrække været baseret på en opportunistisk lånestrategi, hvor staten optager mindre lån på de internationale lånemarkeder. Målsætningen har været at opnå lave låneomkostninger ved at udnytte fordel-

STATENS UDENLANDSKE LÅNTAGNING TIL KURSVÆRDI

Tabel 3.2.1

Mia.kr.	Kortfristet låntagning, netto	Mellem- og langfristet låntagning	Afdrag på mellem- og langfristet gæld	Netto-låntagning
1999	4,3	16,6	19,5	1,5
2000	-3,6	14,0	15,7	-5,2
1. kvrt.	-4,2	2,1	4,2	-6,2
2. kvrt.	0,6	2,6	4,6	-1,4
3. kvrt.	0,0	5,4	4,9	0,5
4. kvrt.	0,0	3,8	2,0	1,9

Anm.: Opkøb af egne obligationer indgår under afdrag. Mellem- og langfristet låntagning inkluderer provenu modtaget i forbindelse med nedbringelse af markedsværdien på en swap.

agtige lånemuligheder. Lånene kommer typisk i stand ved henvendelse fra udenlandske investeringsbanker, som har kontakt til investorer med særlige placeringsbehov. Investeringsbankerne orienteres løbende om, hvilke vilkår staten er villig til at optage lån på. Den opportunistiske lånestrategi har medført en forholdsvis illikvid låneportefølje, som begrænser mulighederne for omlægninger i gælden.

Staten indgår typisk valuta- og renteswaps i tilknytning til selve låntagningen. Det gør det muligt at tilpasse det enkelte lån i overensstemmelse med målsætninger for gældens varighed og valutaeksponering.

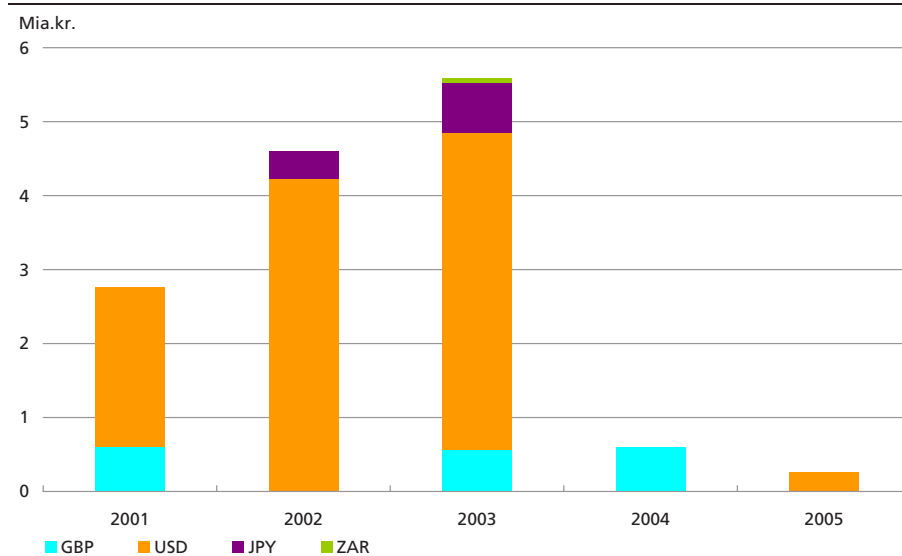
Staten optog i 2000 mellem- og langfristede lån for 14 mia.kr. Låntagningen fordelte sig på 20 lån. Lån denomineret i ikke-euro blev swappet til euro. Valuta- og løbetidsfordelingen af låntagningen før swaps fremgår af figur 3.2.1. De enkelte lån er beskrevet i bilagstabel 3.

Det blev i 2000 besluttet at nedbringe kreditrisikoen knyttet til en nul-kuponswap. Markedsværdien blev nedbragt til 0 ved en opskrivning af hovedstolen på swappens passivben, jf. kapitel 6. Staten modtog i forbindelse hermed et provenu på 1 mia.kr.

Staten har i 2000 optaget lån til renter på omkring 6-måneders Euribor minus 20 basispoint, hvilket er lidt mindre fordelagtigt end tidligere år. Renteniveauet afspejler, at låneniveauerne generelt er blevet dårligere, idet mulighederne for at optage små fordelagtige lån på de internationale lånemarkeder er blevet færre de senere år. Udviklingen skyldes dels

UDENLANDSK LÅNTAGNING FØR SWAPS I 2000

Figur 3.2.1



Anm.: Låntagning opgjort før swaps og ekskl. CP'ere.

stigende integration og effektivitet på kapitalmarkederne, dels mere fokus på likviditet og kreditprodukter hos investorerne.

Kortfristet låntagning

Kortfristet låntagning benyttes fortrinsvis, hvis der er behov for hurtigt at øge valutareserven eller til sikring af et positivt indestående på statens konto. Låntagningen sker primært via statens Commercial Paper-programmer, som giver mulighed for hurtigt at tilvejebringe betydelige beløb.

Staten udstedte i juli CP'ere for 1,7 mia.kr. med udløb samme måned. Formålet med udstedelsen var at teste beredskabet vedrørende kort låntagning og desuden at markere, at staten fortsat er aktiv i CP-markedet.

Herudover optog staten i 2000 lån for 0,8 mia.kr. med løbetid lige under et år. De enkelte lån er beskrevet i bilagstabel 3.

RETNINGSLINJER FOR VALG AF LÅNTYPE

3.3

Staten har de seneste år udelukkende benyttet sig af simple lånekonstruktioner og optager ikke længere strukturerede lån. Retningslinjerne for valg af låntype fremgår af boks 3.1.

Anvendelsen af simple låntyper har medført, at der kun resterer fem strukturerede lån i den udenlandske låneportefølje. Alle fem lån er swappet til en variabel rente, og lånenes struktur påvirker derfor kun kreditrisikoen på swapporteføljen. Det er besluttet at bibeholde lånene i statens låneportefølje, selv om lånene falder uden for de nuværende retningslinjer for valg af låntype. Beslutningen skal ses i lyset af, at de strukturerede lån er illikvide og svære at førtidsindfri. Samtidig betragtes risikoen i forbindelse med lånene som begrænset. De enkelte lån er beskrevet i tabel 3.3.1.

RETNINGSLINJER FOR VALG AF LÅNTYPE	Boks 3.1
Ved låntagningen lægges der vægt på simple lånekonstruktioner, som er gængse i markedet. Simple lånekonstruktioner er nemme at prisfastsætte, ligesom de juridiske og operationelle risici forbundet med konstruktionerne er reduceret til et minimum. Retningslinjerne for den udenlandske låntagning kan opsummeres som: • Lånekonstruktionen skal være kendt i markedet og være brugt af anerkendte markedsdeltagere. • Lånekonstruktionen skal være opbygget af simple elementer, der gør konstruktionen gennemskuelig. • Lånekonstruktionen må ikke medføre usikkerhed om statens afdragsbetalinger eller føre til, at staten påtager sig uforholdsmæssigt stor kreditrisiko i forbindelse med tilknyttede rente- og valutaswaps.	

STATENS STRUKTUREREDE LÅN, ULTIMO 2000 Tabel 3.3.1

Nr.	Lånets struktur	Hovedstol	Hovedstol i kr.	Udløb	Swappet til
794	JPY-lån med valutakurs-afhængig variabel rente	1.000 mio.JPY	70 mio.kr.	Jan 2007	DEM 6-mdrs Libor -32 bp.
796	CHF-lån med valutaoptioner tilknyttet afdrag	200 mio.CHF	980 mio.kr.	Jan 2004	DEM 6-mdrs Libor -32 bp.
850	JPY-lån med valutakurs-afhængig variabel rente	2.000 mio.JPY	140 mio.kr.	Sep 2007	DEM 6-mdrs Libor -24 bp.
853	JPY-lån med valutakurs-afhængig variabel rente	500 mio.JPY	35 mio.kr.	Okt 2007	DEM 6-mdrs Libor -28 bp.
863	Variabelt forrentet DEM-lån med struktureret rentecap	125 mio.DEM	477 mio.kr.	Dec 2004	DEM 6-mdrs Libor -18 bp.

VALUTAFORDELING AF STATENS UDENLANDSKE GÆLD

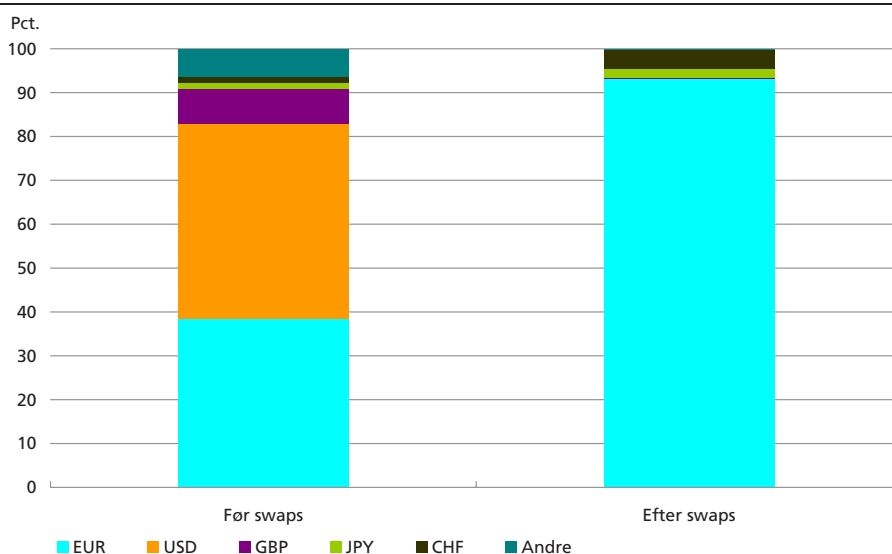
3.4

Staten optager udenlandske lån i en række forskellige valutaer. Gennem valutaswaps er lånene omlagt, så langt hovedparten af statens udenlandske gæld er denomineret i euro. Al låntagning er de senere år sket i euro enten direkte eller via indgåelse af valutaswaps. Figur 3.4.1 illustrerer effekten af valutaswaps.

Den resterende ikke-euro-denominerede del af den udenlandske statsgæld blev i starten af 2001 omlagt til euro. Omlægningen giver staten den lavest mulige valutakursrisiko. Styringen af valutakursrisikoen på statens udenlandske gæld er beskrevet i kapitel 8.

VALUTAFORDELING AF DEN UDENLANDSKE STATSGÆLD
FØR OG EFTER VALUTASWAPS, ULTIMO 2000

Figur 3.4.1



Anm.: Den resterende ikke-euro-denominerede del af statens udenlandske gæld er i starten af 2001 omlagt til euro.

I 2001 vil al låntagning i lighed med tidligere år udelukkende ske i euro, enten direkte eller via indgåelse af valutaswaps.

UDENLANDSK LÅNTAGNING I 2001

3.5

Der skal i 2001 optages udenlandske lån for 18,0 mia.kr., svarende til afdragene på den udenlandske gæld. Afdragernes fordeling inden for året er vist i figur 3.5.1.

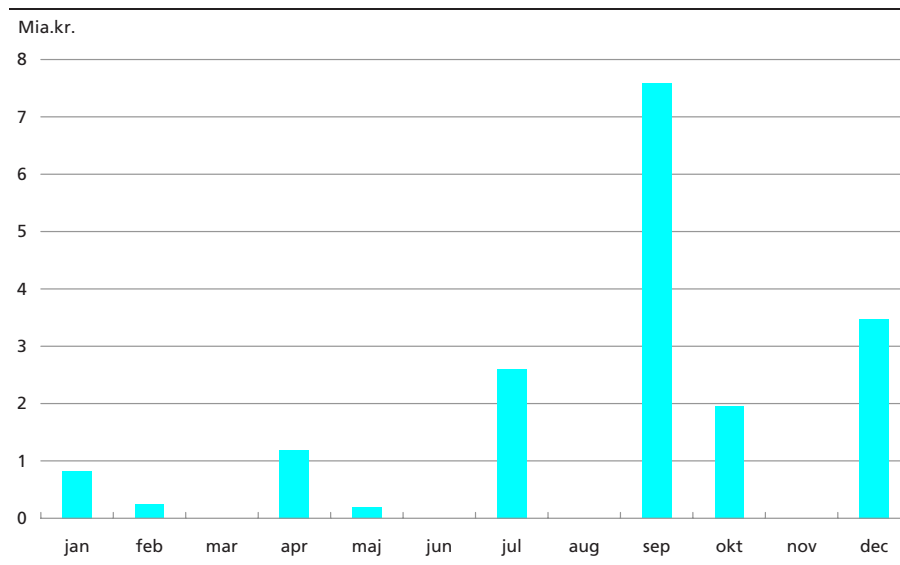
Staten vil i 2001 åbne mulighed for brug af flere instrumenter i den udenlandske låntagning. Herved opnår staten et bredere spillerum ved tilrettelæggelsen af låntagningen. Udvidelsen skal ses i lyset af udviklingen på de internationale lånemarkeder. Mulighederne for opportunistisk låntagning er som nævnt generelt blevet færre og mindre fordelagtige end tidligere år.

Staten vil i 2001 fortsat optage lån i henhold til den hidtidige strategi, men satser i højere grad end tidligere på lidt større lån, gerne direkte i euro. Ved at optage lån direkte i euro nedbringes kreditrisikoen på swapporteføljen, da der bliver behov for færre valutaswaps mellem fx USD og euro. I styringen af statens kreditrisiko vægter sådanne swaps risikomæssigt mere end swaps mellem fx kroner og euro.

Som noget nyt åbner staten i 2001 mulighed for at supplere den direkte låntagning i fremmed valuta med indenlandsk låntagning kombineret med swap til euro.

AFDRAG PÅ DEN UDENLANDSKE GÆLD I 2001

Figur 3.5.1



Indenlandsk låntagning kombineret med swap til euro

Indenlandsk låntagning kombineret med swap til euro er et nyt instrument i den udenlandske låntagning. Andre lande anvender denne form for udenlandsk låntagning, bl.a. Sverige og England. Instrumentet bidrager til likviditeten i de indenlandske udstedelser, og omkostningsmæssigt har erfaringerne været gode.

Låntagningen sker ved, at staten udsteder indenlandske obligationer. Den indenlandske udstedelse kombineres med en valutaswap. Herved opnår staten et låneprovenu i euro, jf. boks 3.2. Samlet kan lån og swap

BETALINGER I FORBINDELSE MED INDENLANDSK LÅNTAGNING KOMBINERET MED SWAP TIL EURO

Boks 3.2

En valutaswap (currency swap) er et bytte af ydelser svarende til lån i forskellige valutaer. I en standard-valutaswap fra kroner til euro modtager staten en variabel rente i kroner og betaler en variabel rente i euro. Der er udveksling af hovedstole både ved swappens start- og sluttidspunkt. Staten modtager dermed et europrovenu ved swappens indgåelse mod betaling af et kroneprovenu. Ved swappens udløb betaler staten europrovenuet tilbage og modtager kroneprovenuet. Samlet kan udstedelse af en kroneobligation kombineret med en valutaswap til euro derfor betragtes som låntagning i euro.

Den indenlandske udstedelse kan ud over en valutaswap også kombineres med en plain vanilla-renteswap. I renteswappen modtager staten fx en fast rente og betaler en variabel. Herved reduceres varigheden på statsgælden.

I forbindelse med indenlandsk låntagning kombineret med swap til euro anvender staten kun porteføljeswaps. Den samlede rentebetaling på kroneobligation og renteswap matcher derfor ikke nødvendigvis de modtagne renter i valuta- og renteswaps.

Eksempel på beregning af rentebetalinger

Rentebetalingerne ved indenlandsk låntagning kombineret med swap til euro kan illustreres med følgende eksempel: Staten udsteder en 10-årig obligation kombineret med en rente- og valutaswap. Det er antaget, at rente- og valutaswaps indgås samtidig med udstedelsen af den 10-årige kroneobligation. Rentesatserne i tabellen nedenfor er indikative.

RENTENIVEAU VED INDENLANDSK LÅNTAGNING KOMBINERET MED SWAP TIL EURO

Tabel

	Pct.	
Salg af statsobligation:	+ Staten betaler fast DKK-rente	5,20
Renteswap:	– Staten modtager fast DKK-rente	5,64
	+ Staten betaler variabel DKK-rente	6-mdrs Cibor
Valutaswap:	– Staten modtager variabel DKK-rente	6-mdrs Cibor
	+ Staten betaler variabel EUR-rente	6-mdrs Euribor +3 bp.
Låneomkostning, netto		6-mdrs Euribor -41 bp.

Kilde: Bloomberg og Reuters, 26. januar 2001. Tallene er mid-markedssatser.

derfor betragtes som udenlandsk låntagning samtidig med, at der bidrages til likviditeten i den indenlandske lånevifte.

Den indenlandske udstedelse kan ud over en valutaswap også kombineres med en renteswap. Renteswappen indgås som led i styringen af varigheden. Både rente- og valutaswap indgås som porteføljeswaps, dvs. uden direkte tilknytning til specifik lånoptagelse. Hermed undgår staten at blive eksponeret over for fastsættelse af den korte rente på enkelte dage.

Løbetiden på valutaswappen afgør tilbagebetalingstidspunktet for hovedstolen i euro. En fleksibel anvendelse af valutaswaps kan herved indgå i styringen af afdragsprofilen for den udenlandske gæld.

Anvendelsen af indenlandsk låntagning kombineret med swap til euro begrænses af likviditeten i markedet for valutaswaps fra kroner til euro. Staten ønsker ikke at påvirke markedet og vil kun indgå valutaswaps for mindre beløb – svarende til fremgangsmåden ved indenlandske renteswaps.

KAPITEL 4

Den Sociale Pensionsfond

SAMMENFATNING**4.1**

Den Sociale Pensionsfonds (DSP) beholdning af obligationer havde ultimo 2000 en nominel værdi på 139,6 mia.kr. Statsobligationer udgjorde 76 pct. af beholdningen. Resten var primært placeret i realkreditobligationer. DSPs renteindtægter beløb sig i 2000 til 9,9 mia.kr. Der blev overført 8,2 mia.kr. til Socialministeriet til dækning af pensionsforbedringer og betalt 2,3 mia.kr. i pensionsafkastskat. Varigheden på DSPs obligationsbeholdning var 4,1 år ved udgangen af 2000.

BAGGRUND OG FORVALTNING AF DSP**4.2**

DSP blev oprettet ved lov i 1970, hvor der indførtes et særligt folkepensionsbidrag. Midlerne blev henlagt til DSP og anbragt i obligationer. Med virkning fra 1982 blev loven ændret, og indbetalingerne til DSP ophørte. DSP blev videreført som en del af statens aktiver.

DSP er under socialministerens og finansministerens ansvarsområder. Bestyrelsen af DSPs obligationsbeholdning varetages af et udvalg med repræsentanter for Finansministeriet, Socialministeriet og Nationalbanken. Den daglige pleje af DSPs aktiver varetages af Nationalbanken.

Principperne for bestyrelsen af DSPs midler er nærmere fastsat i et reglement. Af reglementet fremgår, at der tilstræbes en god forrentning af DSPs aktiver under hensyntagen til de samlede statsfinansielle konsekvenser af DSPs dispositioner.

DSPs midler anbringes i børsnoterede obligationer. Af reglementet fremgår, at der primært investeres i statsobligationer. Det tilstræbes, at DSPs køb foretages uden væsentlig påvirkning af rentedannelsen på obligationsmarkedet, herunder renteforskellen mellem realkredit- og statsobligationer.

Renterne af DSPs obligationsbeholdning efter betaling af pensionsafkastskat anvendes til finansiering af pensionsforbedringer eller henlægges i DSP. DSPs grundkapital kan anvendes til finansiering af pensionsforbedringer, hvis udgifterne til pensionsforbedringer overstiger DSPs renteindtægter.

I finansloven fastsættes det beløb, der løbende overføres fra DSP til Socialministeriet til dækning af udgifterne ved de pensionsforbedringer, der gennemføres med henvisning til DSP.

FONDENS LØBENDE BETALINGER OG BEHOLDNING

4.3

DSPs renteindtægter var i 2000 på 9,9 mia.kr., jf. kapitel 5. Der blev overført 8,2 mia.kr. til Socialministeriet til finansiering af pensionsforbedringer og betalt 2,3 mia.kr. i pensionsafkastskat. Der blev udtrukket og solgt obligationer for i alt 20,6 mia.kr. De overskydende renteindtægter samt provenuet fra udtræk og salg blev placeret i statspapirer.

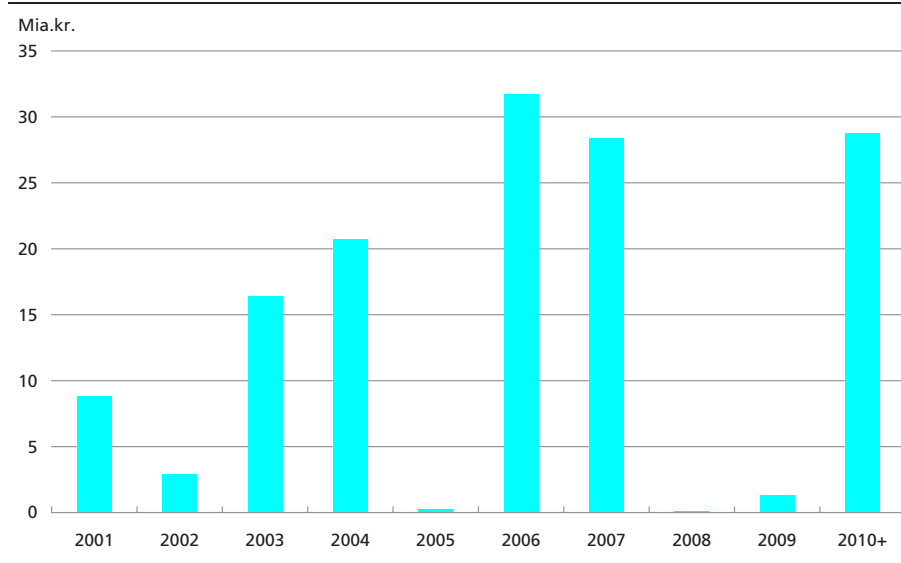
Ved udgangen af året udgjorde DSPs beholdning af obligationer 139,6 mia.kr. til nominel værdi, jf. tabel 4.3.1. Den nominelle beholdning er gennem 2000 faldet med 2,1 mia.kr. Faldet kan henføres til, at udtrukne obligationer er genplaceret i statsobligationer med kurser over pari. Endvidere blev en mindre del af refinansieringsbehovet i 2000 (1,3 mia.kr.) midlertidigt placeret på DSPs konto i Nationalbanken ultimo 2000. Kursværdien af beholdningen faldt gennem 2000 med 1,6 mia.kr.

Obligationsbeholdningen består overvejende af statsobligationer, der udgør 76 pct. af den samlede beholdning, jf. tabel 4.3.2. Resten af beholdningen er primært placeret i realkreditobligationer.

Beholdningen af statspapirer har alle udløb i 2007 eller før, mens den overvejende del af realkredit-, indeks- og skibskreditobligationer har udløb efter 2007. DSPs beholdning fordelt på udløbsår er vist i figur 4.3.1.

DEN SOCIALE PENSIONS FONDENS OBLIGATIONSBEHOLDNING
FORDELT PÅ UDLØBSÅR, ULTIMO 2000, NOMINEL VÆRDI

Figur 4.3.1



Ved udgangen af 2000 var varigheden på DSPs obligationsbeholdning 4,1 år, hvilket er 0,1 år mindre end ved udgangen 1999, jf. tabel 4.3.3. Varigheden på beholdningen af statsobligationer er steget, mens varigheden af den øvrige obligationsbeholdning er faldet. Faldet skyldes bl.a. det faldende renteniveau, som øger konverteringsrisikoen og dermed mindsker varigheden for konverterbare realkreditobligationer.

DEN SOCIALE PENSIONSFRONDS OBLIGATIONSBEHOLDNING
ULTIMO 1995-2000 Tabel 4.3.1

Mia.kr.	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Nominel værdi	151,5	148,8	146,8	143,6	141,6	139,6
Kursværdi	153,5	156,6	157,4	159,8	150,7	149,1

Anm.: I opgørelsen af nominel værdi indgår indeksobligationer til indekseret værdi.

DEN SOCIALE PENSIONSFRONDS OBLIGATIONSBEHOLDNING
FORDELT PÅ OBLIGATIONSTYPER, ULTIMO 2000 Tabel 4.3.2

Nominel værdi	Mia.kr.	Pct.
8 pct. stående lån 2001	7,7	
6 pct. stående lån 2002	2,8	
8 pct. stående lån 2003	16,3	
7 pct. stående lån 2004	18,3	
8 pct. stående lån 2006	31,2	
7 pct. stående lån 2007	27,6	
12 pct. serie lån 2001	0,2	
10 pct. serie lån 2004	2,1	
Statsobligationer i alt	106,3	76,2
Realkreditobligationer mv.	25,3	18,1
Indeksobligationer ¹	7,9	5,7
I alt	139,6	100,0

¹ Indekseret værdi.

VARIGHED PÅ DEN SOCIALE PENSIONSFRONDS OBLIGATIONSBEHOLDNING Tabel 4.3.3

År	Ultimo 1999	Ultimo 2000
Statsobligationer	3,8	3,9
Andre obligationer	5,6	4,9
Samlet beholdning	4,2	4,1

Anm.: For konverterbare realkreditobligationer er anvendt en optionsjusteret varighed.

KAPITEL 5

Statsgælden

SAMMENFATNING

5.1

Overskuddet på statsbudgettet i de senere år har medført et fald i statens gæld. Ved udgangen af 2000 udgjorde statens gæld 535,0 mia.kr. og faldt således med 26,7 mia.kr. i forhold til 1999. Den offentlige sektors gæld opgjort i henhold til EU-traktaten var 619,5 mia.kr. ved udgangen af 2000 svarende til 48,3 pct. af BNP.

Renteudgifterne på statsgælden udgjorde i 2000 36,8 mia.kr. og har været faldende siden 1996. Faldet skal ses i sammenhæng med lavere markedsrenter samt nedbringelsen af statens gæld.

Den udenlandske ejerandel af danske statspapirer var ultimo 2000 33 pct. Den udenlandske ejerandel har været relativt konstant over en år-række.

De statsgaranterede enheder havde ved udgangen af 2000 en samlet gæld med statsgaranti på 83,2 mia.kr.

STATSGÆLD OG RENTEUDGIFTER

5.2

Statsgæld

Statens gæld udgjorde ultimo 2000 535,0 mia.kr. og faldt således med 26,7 mia.kr. i forhold til 1999, jf. tabel 5.2.1. Faldet i statens gæld kan tilskrives overskuddet på statens finanser. Boks 5.1 uddyber, hvordan statens gæld og låntagning opgøres.

Renteudgifter

I 2000 var de samlede renteudgifter på 36,8 mia.kr. svarende til et fald på 1,0 mia.kr. i forhold til 1999, jf. tabel 5.2.2. Siden 1996 er statens årlige renteudgifter reduceret med 7 mia.kr. Et yderligere fald på 3 mia.kr. forventes i 2001.

Faldet i statens årlige renteudgifter gennem de seneste år skyldes for det første, at gælden er faldet, jf. tabel 5.2.1. For det andet har lavere markedsrenter gjort det muligt for staten at refinansiere relativt højt forrentet gæld med lavere forrentet gæld, hvorved de samlede renteudgifter mindskes. Boks 5.1 uddyber, hvordan renteudgifter for statsgælden opgøres.

NETTOLÅNTAGNING OG BEVÆGELSER I STATSGÆLDEN, 1997-2001 Tabel 5.2.1

Mia.kr.	1997	1998	1999	2000	2001
<i>Nettolåntagning</i>					
Indenlandsk låntagning	-5,9	-10,2	-7,1	-27,8	-27,5
Udenlandsk låntagning ¹	-0,2	-21,7	1,5	-5,2	0,0
Træk på Nationalbanken	2,0	-1,3	-4,8	1,8	4,7
Nettolåntagning til kursværdi	-4,1	-33,1	-10,3	-31,2	-22,9
<i>Kurstab</i>					
Indenlandsk emissionskurstab ²	1,8	-0,5	-0,8	3,2	2,5
Udenlandsk emissionskurstab ²	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Valutakurstab mv.	1,4	-0,3	0,2	0,4	0,0
Nettolåntagning til nominel værdi	-0,8	-33,8	-11,0	-27,6	-20,3
<i>Statusposter, ultimo året, nominel værdi</i>					
Indenlandsk gæld	673,7	656,4	648,6	624,0	599,0
Udenlandsk gæld	103,6	88,3	90,0	85,2	85,2
Statens konto i Nationalbanken ³	-29,0	-30,4	-35,2	-34,7	-30,0
Den Sociale Pensionsfond ⁴	-146,8	-143,6	-141,6	-139,6	-140,7
Statsgæld	601,5	570,8	561,7	535,0	513,5

Anm.: I 1998 blev statens 8,5 pct. stående eurolån 2002 omdefinert fra indenlandsk til udenlandsk gæld. Den Sociale Pensionsfonds nettoobligationskøb indgår ikke i nettolåntagningen.

Kilde: Statsregnskab 1997, 1998 og 1999. For 2000 prognosen i Budgetoversigt, december 2000, samt foreløbige tal fra statens bogføring. Prognosetal for 2001 er baseret på Budgetoversigt, december 2000, og forslag til finanslov for 2001.

¹ 1999 inkl. provenu på 0,5 mia.kr. som følge af førtidsindfrielse af 2 udenlandske renteswaps. Beløbet modregnes under valutakursreguleringer. For 2000 inkl. provenu på 1,0 mia.kr. modtaget i forbindelse med nedbringelse af markedsværdien på en swap.

² Inkl. opkøbskurstab.

³ For 2000 er statens konto opgjort i henhold til Nationalbankens månedsbalance.

⁴ Den Sociale Pensionsfonds beholdning af indeksobligationer er opgjort til indekseret værdi.

OPGØRELSE AF STATENS GÆLD OG RENTEUDGIFTER

Boks 5.1

Statens gæld opgøres som den nominelle værdi af indenlandsk gæld og udenlandsk gæld fratrukket statens indestående i Nationalbanken og aktiverne i Den Sociale Pensionsfond (DSP).

Ændringen i statsgælden svarer til nettolåntagningen til nominel værdi fratrukket ændringen i DSPs aktiver. Nettolåntagningen til nominel værdi består af låntagning til kursværdi tillagt kursreguleringer. Nettolåntagningen opgøres som indenlandsk og udenlandsk låntagning samt træk på statens konto. Kursreguleringerne består af emissions- og opkøbskurstab samt realiserede og urealiserede valutakurstab.

Opdelingen på henholdsvis indenlandsk og udenlandsk låntagning og gæld sker på basis af valuta. Opdelingen foretages efter valutaswaps. Indenlandsk gæld er gæld i kroner, mens udenlandsk gæld er gæld i valuta.

Renteudgifter i forbindelse med statens gæld består af renter, fordelte emissionskurstab og realiserede valutakurstab.

Renter og emissionskurstab periodiseres ifølge et optjeningsprincip. Renteudgifterne opgøres i forhold til årets rentetilskrivning svarende til det antal dage, et lån løber det pågældende år. Emissionskurstab, som udgøres af forskellen mellem nominel værdi og kursværdi ved emission, fordeles over lånets løbetid i overensstemmelse med lånets renteomkostninger.

RENTEUDGIFTER FOR STATSGÆLDEN, 1997-2001					Tabel 5.2.2
Mia.kr.	1997	1998	1999	2000	2001
<i>Indenlandsk gæld</i>					
Renter	49,7	45,7	43,7	42,5	38,5
Fordelte emissionskurstab	4,4	3,5	2,9	2,3	2,7
Renteudgifter	54,1	49,1	46,6	44,8	41,2
<i>Udenlandsk gæld</i>					
Renter	3,9	4,8	4,0	3,9	4,7
Realiserede valutakurstab på afdrag	-	-1,3	-0,3	0,0	0,0
Fordelte emissionskurstab	0,7	0,1	0,1	0,1	0,0
Renteudgifter	4,6	3,6	3,8	4,0	4,6
<i>Renter vedrørende</i>					
Statens konto i Nationalbanken	-1,2	-1,7	-1,8	-2,1	-2,2
Den Sociale Pensionsfond	-14,0	-12,2	-10,8	-9,9	-9,8
I alt	43,5	38,9	37,8	36,8	33,8

Anm.: Nyt regnskabsprincip fra 1. januar 1998 ændrede opgørelsen af renteudgifter og fordelte emissionskurstab, jf. *Statens låntagning og gæld 1997*. Samtidig blev statens eurolån omdefinert fra indenlandsk til udenlandsk gæld.
 Kilde: Statsregnskab 1997, 1998, 1999. For 2000 foreløbige tal fra statens bogføring. For 2001 prognosetal baseret på Budgetoversigt, december 2000, og forslag til finanslov for 2001.

DEN OFFENTLIGE SEKTORS BRUTTOGÆLD (ØMU-GÆLD)

5.3

Den offentlige sektors bruttogæld omfatter ud over statens gæld også gælden hos kommuner og amter samt sociale kasser og fonde. Statens gæld tegner sig for størstedelen.

Opgørelsen af den offentlige sektors bruttogæld sker i henhold til EU-traktaten. Gælden opgøres brutto, men den offentlige sektor kan konsolidere gælden med fordringer på sig selv. Dette betyder fx, at Den Sociale Pensionsfonds beholdning af statspapirer kan fratrækkes i gældsopgørelsen, mens fondens beholdning af realkreditobligationer m.m. ikke kan.

Den offentlige sektors bruttogæld adskiller sig således fra statsgælden opgjort i tabel 5.3.1 ved at omfatte hele den offentlige sektor samt ved at være opgjort brutto.

DEN OFFENTLIGE SEKTORS BUDGETSALDO OG GÆLD, 1996-2000					Tabel 5.3.1
	1996	1997	1998	1999	2000
Den offentlige saldo i mia.kr.	-10,6	5,3	14,0	34,3	34,3
Den offentlige saldo i pct. af BNP	-1,0	0,5	1,2	2,8	2,7
Bruttogæld i mia.kr.	690,6	682,8	649,7	639,7	619,5
Bruttogæld i pct. af BNP	65,1	61,4	55,8	52,6	48,3

Kilde: Økonomiministeriet, *Økonomisk Oversigt*, december 2000.

EU-Kommissionen overvåger udviklingen i medlemslandenes budgetsituation med henblik på at vurdere, om budgetdisciplinen overholdes. Vurderingen sker på baggrund af to kriterier, som fremgår af EU-traktaten. For det første må det offentlige underskud som hovedregel ikke overstige 3 pct. af BNP, og for det andet må den offentlige gæld som hovedregel ikke overstige 60 pct. af BNP.

Ved udgangen af 2000 var den offentlige sektors gæld, opgjort i henhold til EU-traktaten, 619,5 mia.kr. svarende til 48,3 pct. af BNP.

EJERFORDELING FOR INDENLANDSKE STATSPAPIRER

5.4

Ejerfordelingen for danske kronedenominerede statspapirer fremgår af tabel 5.4.1. Ejerfordelingen har været stabil gennem det seneste år. Udlandet tegnede sig for en ejerandel på 33 pct. ved udgangen af 2000. Udelades Den Sociale Pensionsfonds beholdning af statspapirer, udgør udlandets ejerandel 40 pct.

Udlandets ejerandel ultimo 4. kvartal 2000 af en række udvalgte statspapirer er vist i figur 5.4.1. Af de udvalgte statspapirer har 5 pct. stående lån 2005 den højeste udenlandske ejerandel med knap 50 pct. Statsgældsbeviset med udløb i 2002 har en ejerandel på ca. 35 pct. Det 10-årige benchmarkpapier har en ejerandel på ca. 35 pct. Skatkammerbeviserne har en udenlandsk ejerandel på ca. 25 pct.

Landefordelinger for udlandets beholdning af indenlandske statspapirer udstedt af Belgien, Danmark, Finland, Holland og Sverige er vist i ta-

EJERFORDELING AF CIRKULERENDE
KRONEDENOMINEREDE STATSPAPIRER, 1999-2000

Tabel 5.4.1

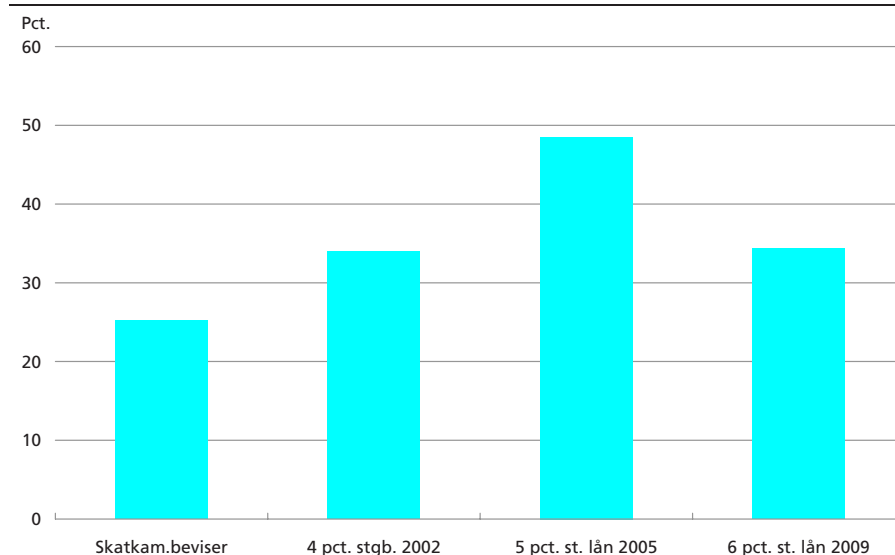
Pct.	Ultimo 4. kv. 99	Ultimo 1. kv. 00	Ultimo 2. kv. 00	Ultimo 3. kv. 00	Ultimo 4. kv. 00
Ikke finansielle selskaber	5	5	4	5	5
Finansielle institutioner inkl. Nationalbanken	23	23	22	22	21
Forsikringselskaber og pensionskasser .	10	10	10	11	10
Offentlig sektor	22	22	22	22	24
Private, ikke udbyttegivende institutioner	3	3	3	3	3
Husholdninger	1	1	1	1	1
Udlændinge	35	35	35	35	33
Uoplyst	1	2	2	2	2
I alt	100	100	100	100	100
Kursværdi i alt, mia.kr.	684,1	684,9	678,4	686,4	662,9

Anm.: Nationalbanken har korrigeret tallene for genkøbsforretninger mellem danske pengeinstitutter og valutaudlændinge. Desuden er der skønsmæssigt korrigeret for valutaindlejnings beholdninger i depot.

Kilde: Danmarks Statistik på baggrund af oplysninger fra Værdipapircentralen.

UDLANDETS EJERANDEL AF UDVALGTE INDENLANDSKE STATSPAPIRER
ULTIMO 4. KVARTAL 2000

Figur 5.4.1



Anm.: Nominel værdi. Nationalbanken har korrigeret tallene for genkøbsforretninger mellem danske pengeinstitutter og valutaudlændinge. Desuden er der skønsmæssigt korrigeret for valutaindlændinges beholdninger i depot.
Kilde: Danmarks Statistik på baggrund af oplysninger fra Værdipapircentralen.

bel 5.4.2. Opgørelsen er udarbejdet på baggrund af Capital Access Internationals database over obligationsbeholdninger hos en række finansielle institutioner i Europa, USA og Canada. Opgørelsen dækker for Danmarks vedkommende omkring 20 pct. af udlandets samlede beholdning af kronedenominerede statsobligationer, hvorfor tallene skal tages med noget forbehold.

LANDEFORDELING FOR UDLANDETS BEHOLDNING
AF INDENLANDSKE STATSPAPIRER

Tabel 5.4.2

Pct.	Belgien	Danmark	Finland	Holland	Sverige
Danmark, Finland, Norge og Sverige	0	0	0	2	1
Tyskland	22	37	18	20	28
Belgien, Holland og Luxembourg	21	17	6	9	8
Storbritannien	7	12	5	11	6
Frankrig	27	4	33	10	3
Italien	7	7	9	27	22
Irland, Spanien og Østrig	4	2	3	6	2
Schweiz	11	12	23	11	18
USA og Canada	2	10	3	4	12
I alt	100	100	100	100	100

Anm.: Tabellen omfatter statspapirer denomineret i det enkelte lands egen valuta. Tabellen baserer sig for hvert enkelt land på statspapirer ejet af udlændinge. Data omfatter statspapirer med initial løbetid på over ét år og er opgjort i perioden 3. kvartal 1999-4. kvartal 2000. Antallet af finansielle institutioner omfattet af databasen spænder fra 39 (Portugal) til 1264 (USA).

Kilde: Capital Access International.

Sammenlignes fordelingen for Danmark med fordelingerne for de øvrige lande, ses, at Danmarks andel af investorer fra Tyskland er forholdsvis stor. Herudover har Danmark relativt store andele af investorer fra Belgien, Holland og Luxembourg, USA og Canada samt Storbritannien. Derimod har Danmark en relativt lav andel af investorer fra Frankrig og Italien sammenlignet med de øvrige lande.

Belgien og Finland adskiller sig ved at have høje andele af deres indenlandske statspapirer placeret hos investorer i Frankrig, mens Holland tilsvarende adskiller sig ved at have en høj andel placeret i Italien.

STATSGARANTEREDE ENHEDER

5.5

Staten garanterer for en række selskabers låntagning og tilknyttede finansielle transaktioner. Der er typisk tale om selskaber, hvis opgaver er fastlagt ved lov eller aktstykke, der tillige giver adgang til statsgaranti for lån inden for en beløbsramme. Selskaberne er typisk organiseret som statsligt ejede aktieselskaber.

De statsgaranterede enheder er hovedsageligt beskæftiget med infrastrukturprojekter. De statsgaranterede enheder omfatter Storebæltsforbindelsen, Øresundsforbindelsen, Hypotekbanken, DSB og Danmarks Radio.

Staten pådrager sig gennem ydelse af statsgaranti en risiko. Selskabernes låntagning er derfor underlagt bestemte retningslinjer, der sigter mod at reducere denne risiko. Retningslinjerne er fastlagt i et aftalesæt bestående af 3 elementer. En aftale mellem henholdsvis Finansministeriet eller Trafikministeriet og Nationalbanken, en aftale mellem ministeriet og den enkelte enhed og endelig en liste over acceptable låntyper. Listen udarbejdes og vedligeholdes i samarbejde mellem Finansministeriet og Nationalbanken. Inden for aftalesættets rammer er de statsgaranterede enheders bestyrelse og direktion ansvarlige for enhedens finansielle transaktioner, risikostyring mv.

Listen over acceptable låntyper er senest ændret i efteråret 2000 og bygger på følgende principper: Transaktionerne skal være gængse, dvs. kendte og brugte i markedet af anerkendte låntagere, og skal være opbygget af simple elementer, der gør dem gennemskuelige. Desuden lægges der vægt på, at styringen af kreditrisiko tager udgangspunkt i et ratingbaseret limitsystem, ligesom det anbefales, at der indgås aftaler om sikkerhedsstillelse. Valutaeksponeringen af enhedernes låneporteføljer skal som udgangspunkt begrænses til euro. Hvis den statsgaranterede enhed har fremtidige drifts- eller investeringsmæssige indtægter i andet end euro, kan enheden have valutaeksponering modsvarende disse indtægter.

GÆLD MED STATSGARANTI		Tabel 5.5.1
Mia.kr.		Ultimo 2000
Hypotekbanken		8,4
Storebæltsforbindelsen		41,3
Øresundsforbindelsen		8,8
Øresundsbro Konsortiet		22,7
DSB og DSB S-tog A/S		1,9
Danmarks Radio		0
I alt		83,2

Anm.: Øresundsbro Konsortiets gæld er garanteret af den danske og den svenske stat i fællesskab.

Sammen med den svenske stat garanterer staten desuden for Øresundsbro Konsortiet. Øresundsbro Konsortiets låntagning mv. er underlagt retningslinjer fra både den svenske og den danske stat.

Samlet udgør selskabernes statsgaranterede gæld ved udgangen af 2000 83,2 mia.kr., jf. tabel 5.5.1.

Ud over de nævnte selskaber er også Ørestadsselskabet, der står for anlæggelsen af Københavns Metro og Ørestaden, underlagt retningslinjerne for de statsgaranterede enheders låntagning. Der stilles imidlertid ikke statsgaranti for selskabets låntagning, da der er tale om et interessentskab med staten som medejer. Ørestadsselskabets gæld udgør ultimo 2000 omkring 8 mia.kr.

KAPITEL 6

Risikostyring

SAMMENFATNING

6.1

Gennem sin låntagning og gæld påtager staten sig en række risici på statsgælden. De vigtigste er rente-, valutakurs- og kreditrisiko.

Renterisikoen styres ved at fastsætte bånd for statsgældens varighed og ved at tilstræbe en jævn afdragsprofil. Endvidere anvendes Cost-at-Risk som supplement i styringen af renterisikoen på den indenlandske gæld.

Varigheden på statsgælden blev i 2000 reduceret fra 3,8 til 3,5 år. Varighedsbåndet for 2001 er fastsat til 3,5 år +/- 0,5 år, hvilket er uændret i forhold til 2000.

Valutakursrisikoen på statsgælden begrænses ved, at staten udelukkende har gæld i euro eller gæld, som er swappet til euro. Samtidig er Nationalbankens eksponering på valutareserven overvejende i euro.

Siden 1992 har der eksisteret en formaliseret samstyring af valutakursrisikoen på statens udenlandske gæld og Nationalbankens valutareserve. Eftersom statsgælden nu udelukkende har eksponering i euro, og valutareserven overvejende er i euro, er der ikke længere behov for en formaliseret samstyring. Det formaliserede set-up er derfor afskaffet fra og med 2001.

Krediteksponeringen på statens swapportefølge faldt med 3,1 mia.kr. til i alt 8,3 mia.kr. ultimo 2000. Faldet i krediteksponeringen kan tilskrives sikkerhedsaftaler med 14 modparter, hvoraf 10 blev indgået i løbet af 2000. Uden sikkerhedsaftaler ville krediteksponeringen ved udgangen af 2000 have været på 13,3 mia.kr.

Der indgås kun swaps med modparter, som enten har underskrevet eller er tæt på at underskrive en sikkerhedsaftale. Det forventes, at mindst 5 modparter vil underskrive en sikkerhedsaftale i løbet af 2001. Ved udgangen af 2000 var 60 pct. af hovedstolen på swapporteføljen dækket af sikkerhedsaftaler. Dækningsgraden forventes at stige til ca. 80 pct. inden udgangen af 2001.

RENTE- OG REFINANSIERINGSRISIKO

6.2

Varighed

Varigheden er et udtryk for, hvor lang tid der går, inden renteomkostningerne på gælden tilpasser sig en ændring i renteniveauet. I stats-

gældsadministrationen benyttes den såkaldte Macaulay-varighed, jf. boks 6.1. Varigheden styres ved hjælp af et varighedsbånd for den samlede statsgæld. Via varighedsbåndet styres renteomkostningernes følsomhed over for ændringer i renteniveauet.

Ved fastsættelsen af varigheden tages der desuden hensyn til de øvrige målsætninger i statsgældspolitikken, herunder opbygning af en attraktiv lånevifte i de 2-, 5- og 10-årige løbetidssegmenter.

VARIGHED PÅ STATENS GÆLD

Boks 6.1

I opgørelsen af *varigheden* på statsgælden anvendes Macaulay-varigheden (V_{Mac}). Denne defineres som:

$$V_{Mac}(s, i_s) = \sum_t (t - s) \frac{C_t (1 + i_s)^{-(t-s)}}{\sum_u C_u (1 + i_s)^{-(u-s)}}$$

hvor s er opgørelsestidspunktet, i_s er diskonteringsrenten, og t er tidspunktet for den fremtidige betaling C_t . Varigheden kan også udtrykkes på formen $\sum_t (t-s) w_t$, hvor w_t er den andel, som betalingen på tidspunkt t udgør af betalingernes samlede nutidsværdi.

Varigheden angiver gældens gennemsnitlige rentebindingstid. Jo længere varighed, desto længere tid vil der gå, før renteomkostningerne på gælden tilpasser sig en ændring i renteniveauet. Længere varighed giver dermed lavere rentefølsomhed på gældens renteomkostninger. Lang varighed indebærer dermed typisk en lav variation i de årlige renteomkostninger.

For variabelt forrentede lån opgøres varigheden som tiden til næste rentetermin. Denne definition anvendes i beregningen af varigheden på renteswaps. Som eksempel kan nævnes det tilfælde, hvor staten indgår en 10-årig renteswap, hvor der modtages en fast 10-årig rente (det faste ben), og der betales en variabel 6-måneders rente (det variable ben). Varigheden på det variable ben opgøres som tiden til næste termin, jf. ovenfor, og varigheden på det faste ben opgøres efter Macaulay-formlen. Den samlede varighed på swappen beregnes som varigheden på det variable ben (passivet) minus varigheden på det faste ben (aktivet).

Opgørelsen af varigheden for den samlede statsgæld sker ved at beregne varigheden på statsgældens delporteføljer og herefter sammenveje dem med deres respektive andele af statsgælden. Varigheden på passiver regnes med positivt fortegn, mens varigheden på aktiver regnes med negativt fortegn.

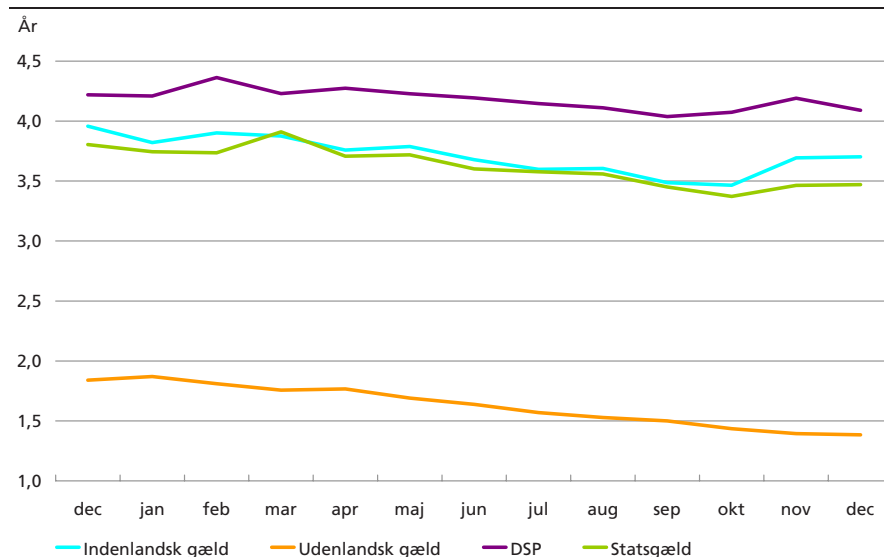
I beregningen af varigheden på Den Sociale Pensionsfond (DSP) anvendes en optionsjusteret varighed. Her indgår DSPs konverterbare realkreditobligationer med en kortere varighed end for et tilsvarende papir, hvor der ikke er nogen konverteringsmulighed.

Varigheden er et gennemsnitligt mål for gældens rentebindingstid og er derfor ikke tilstrækkeligt for at vurdere spredningen i betalingerne på gælden. Derfor kombineres varighedsmålet med styring af afdragsprofilen.

Varighed og afdragsprofil kvantificerer ikke renterisikoen på statsgælden. For at måle risikoen på gælden er det nødvendigt at specificere sandsynlighederne for forskellige udviklinger i renten. Dette sker i Cost-at-Risk, hvor renterisikoen på gælden beregnes.

UDVIKLING I VARIGHED I 2000, ULTIMO MÅNEDEN

Figur 6.2.1



Anm.: Varigheden på indestående på statens konto i Nationalbanken er 0 år.

I 2000 faldt varigheden på den samlede statsgæld fra 3,8 år til 3,5 år. Reduktionen i varigheden opfylder målsætningen for året om at nedbringe varigheden til omkring 3,5 år. De seneste års reduktion i varigheden skal ses i lyset af en faldende gæld og en vurdering af sammenhængen mellem renteomkostninger og renterisiko.

Statsgældens delkomponenter består af den indenlandske gæld, den udenlandske gæld, Den Sociale Pensionsfond (DSP) og indestående på statens konto i Nationalbanken. Udviklingen i varigheden på statsgælden og dens delkomponenter er vist i figur 6.2.1.

Varighedsbåndet i 2001 for den samlede statsgæld er uændret i forhold til 2000, dvs. 3,5 år +/- 0,5 år.

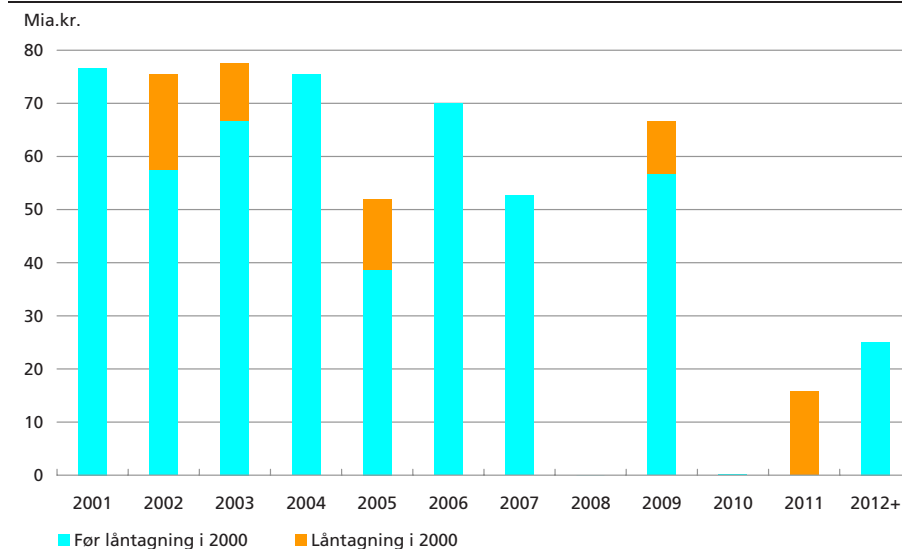
Afdragsprofil

Afdragsprofilen på den indenlandske gæld viser den tidsmæssige placering og spredning af afdragene. Der tilstræbes stabile årlige afdrag på gælden med henblik på at reducere statens refinansieringsrisiko, dvs. risikoen for at staten i et enkelt år skal refinansiere en stor del af gælden til relativt høje renter.

Afdragsprofilen for den indenlandske statsgæld er vist i figur 6.2.2. Afdragene er opdelt i den del, som stammer fra låntagning i tidligere år, og den del, der kan henføres til låntagningen i 2000. Det fremgår af figuren, at der i 2000 er udstedt i statsgældsbeviser og statsobligationer med fem forskellige udløbstidspunkter. Nyudstedelserne i 2000 har bidraget til at

AFDRAGSPROFIL – INDENLANDSK STATSGÆLD, ULTIMO 2000

Figur 6.2.2



Anm.: Ekskl. skatkammerbeviser.

udjævne afdragsprofilen. Strukturen i afdragsprofilen afspejler låneviftestrategien med udstedelser i de 2-, 5- og 10-årige segmenter.

Afdragsprofilen styres ikke alene via sammensætningen af låneviften men også ved anvendelse af opkøb af statspapirer før ordinært udløbstidspunkt. I 2000 blev finansieringen af afdragene i 2001 påbegyndt, idet der blev opkøbt for 14,3 mia.kr. i papirer med udløb i 2001. Endvidere blev der opkøbt for 3,5 mia.kr. i papirer med udløb i 2003. Disse opkøb har bidraget til en jævn fordeling af afdragene i 2001 og 2002 og er med til at modvirke for store afdrag i 2003.

For den udenlandske gæld sigtes der ligeledes mod et nogenlunde konstant årligt refinansieringsbehov. For at opnå dette blev der tidligere sigtet efter en faldende afdragsprofil. Baggrunden var, at låntagningen var baseret på mindre lån, der som udgangspunkt blev antaget at fordele sig jævnt over det 1-10-årige segment.

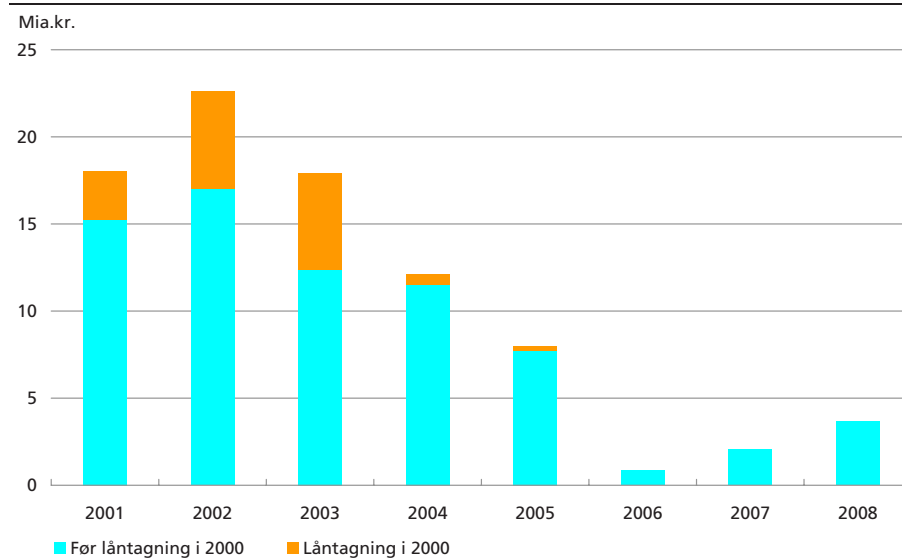
I lyset af den ændrede strategi for den udenlandske låntagning, hvor der i højere grad satses på lidt større lån evt. suppleret af udstedelse i indenlandske kroneobligationer kombineret med swaps til euro, styres refinansieringsrisikoen i stedet fremover af et maksimum for de årlige afdrag. Afdragsprofilen for den udenlandske statsgæld er vist i figur 6.2.3.

Cost-at-Risk

Cost-at-Risk (CaR) benyttes som supplement til varighed og afdragsprofil i styringen af rente- og refinansieringsrisikoen på statsgælden. CaR er et

AFDRAGSPROFIL – UDENLANDSK STATSGÆLD, ULTIMO 2000

Figur 6.2.3

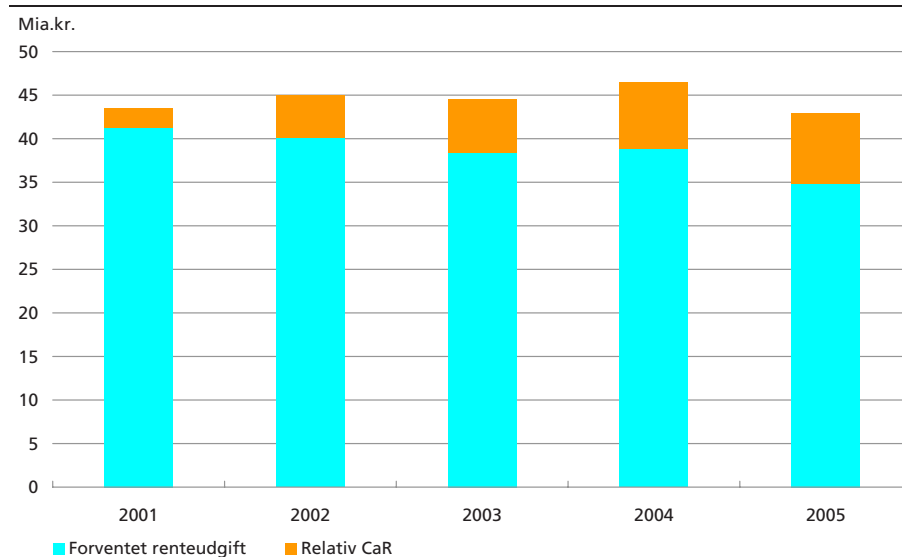


risikomål, der kvantificerer risikoen for, at staten udsættes for store stigninger i renteomkostningerne.

CaR-tallene i figur 6.2.4 er baseret på en antagelse om et overskud på statens finanser efter renteudgifter på gennemsnitlig 23 mia.kr. i perioden 2001-05, jf. kapitel 10. Beregningerne viser, at de forventede rente-

COST-AT-RISK FOR DEN INDENLANDSKE STATSGÆLD

Figur 6.2.4



Anm.: Relativ CaR er defineret som absolut CaR (95 pct.-fraktilen) fratrasket den forventede renteomkostning. Den forventede renteomkostning er defineret som middelværdien.

udgifter under de givne antagelser falder fra omkring 41 mia.kr. i 2001 til 35 mia.kr. i 2005. I 2005 vil renteudgifterne med 95 pct. sandsynlighed ikke overstige 43 mia.kr. (absolut CaR). Målt ved relativ CaR er usikkerheden på renteudgifterne i 2005 dermed på 8 mia.kr. svarende til godt 20 pct. af de forventede renteomkostninger. En stigning i renteomkostningerne til omkring 43 mia.kr. i 2005 forudsætter et gennemsnitligt renteniveau over hele perioden på godt 9 pct. p.a.

VALUTAKURSRISIKO

6.3

Staten og Nationalbanken er udsat for valutakursrisiko som følge af henholdsvis statens udenlandske gæld og Nationalbankens valutareserve. Tilsammen giver disse enten et nettotilgodehavende eller en nettogæld i udenlandsk valuta. Siden 1992 er statens og Nationalbankens valutakursrisici blevet samstyret ved en formaliseret styring af valutakursrisikoen på nettotilgodehavendet/-gælden, idet statens udenlandske låntagning sker af hensyn til valutareserven.

Fra og med 2001 er den formaliserede samstyring afskaffet. Det er fortsat sigtet, at der ikke sker lånoptagelse i én valuta med efterfølgende placering af provenuet i en anden, samt at staten ikke via Nationalbanken påføres en betydelig indirekte valutakursrisiko. Fra 2001 er det besluttet, at statens udenlandske gæld udelukkende er med eksponering i euro. Samtidig er valutakurseksponeringen på Nationalbankens valutareserve hovedsageligt i euro, og ændringer i størrelsen af valutareserven sker som udgangspunkt i euro.

Nettotilgodehavende og valutafordeling 2000

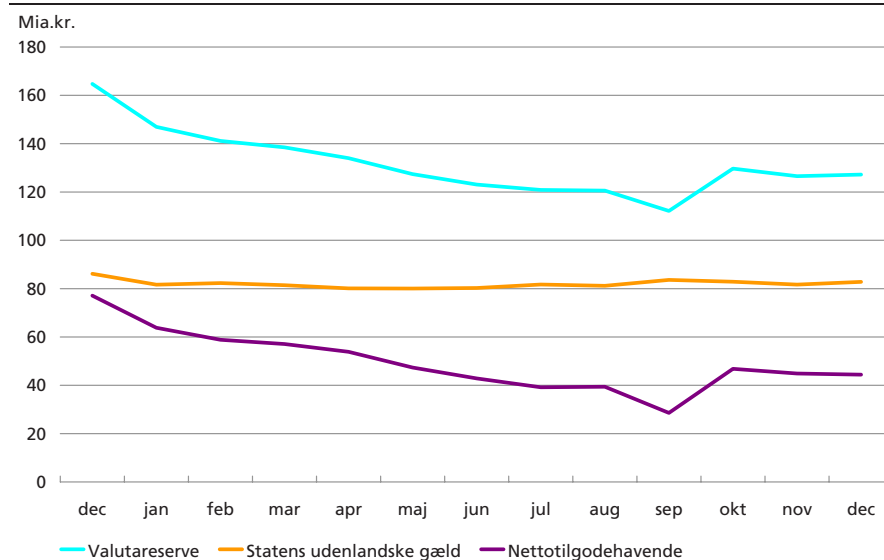
Der har gennem hele året været et nettotilgodehavende, der dog faldt fra ca. 77 mia.kr. ved årets begyndelse til ca. 44 mia.kr. ved årets udgang, jf. figur 6.3.1. Faldet over året har været en konsekvens af Nationalbankens interventionssalg af udenlandsk valuta¹, som indebar et fald i valutareserven.

Valutakursrisikoen på nettotilgodehavendet/-gælden har i praksis været styret ved fastsættelse af en såkaldt neutralfordeling for den valutamæssige sammensætning, og risikoen er blevet holdt på et lavt niveau. Neutralfordelingen er blevet fastsat på de kvartalsvise statsgældsmøder mellem Finansministeriet, Økonomiministeriet og Nationalbanken. Fastsættelsen har taget udgangspunkt i en afvejning af forventet risiko og af-

¹ Statens optagelse af udenlandske lån har i sig selv ingen påvirkning på nettotilgodehavendets/-gældens størrelse, idet Nationalbanken veksler valutaprovenuet herfra mod at indsætte et tilsvarende kronebeløb på statens konto. Herved stiger Nationalbankens valutatilgodehavende i takt med statens udenlandske gæld.

NETTOTILGODEHAVENDETS FORDELING I 2000

Figur 6.3.1



Anm.: Observationer ultimo måneden.

kast. Til støtte for bestemmelsen af neutralfordelingen er blevet anvendt en porteføljemodel, som tager højde for langsigtede valutakursforventninger, valutakursrisici og rentespænd i forhold til eurolandene.

Der har kun været små eksponeringer i andre valutaer end euro, jf. tabel 6.3.1. Der har været nettogæld i schweizerfranc og yen, hvor renterne er lavere end de tilsvarende eurorenter. Baggrunden for den relativt mindre gældsposition i yen trods de meget lave japanske renter er den markant højere valutakursrisiko i yen. Positionerne i dollar og pund skal ses i sammenhæng, idet de to valutaer er stærkt korrelerede. Valutakursrisikoen på nettotilgodehavendet i pund er derfor blevet modvirket af nettogælden i dollar.

Performance

Det har været en målsætning med positionstagningen at opnå et merafkast i forhold til en ren eksponering i euro. Dette merafkast er neu-

NEUTRALFORDELINGEN FOR NETTOTILGODEHAVENDET, 2000

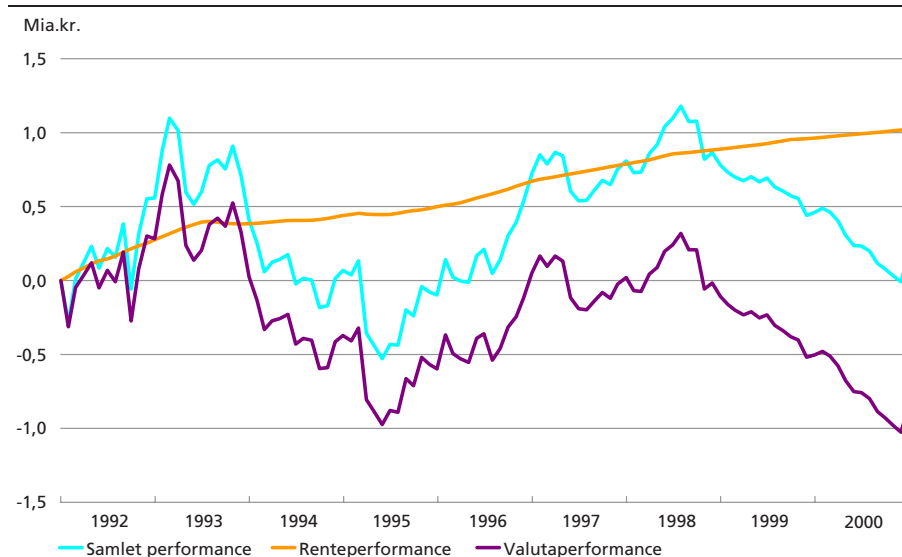
Tabel 6.3.1

Mia.kr.	USD	JPY	GBP	CHF	EUR	I alt
1. kvartal	-2,0	-0,5	2,0	-3,5	Rest	57,1
2. kvartal	-2,0	-0,5	2,0	-3,5	Rest	42,8
3. kvartal	-2,0	-0,5	2,0	-3,5	Rest	28,6
4. kvartal	-2,0	-0,5	2,0	-3,5	Rest	44,4

Anm.: Negative tal angiver gældspositioner. Nettotilgodehavendets størrelse "I alt" er opgjort ultimo kvartalet.

NEUTRALFORDDELINGENS AKKUMULEREDE PERFORMANCE, 1992-2000

Figur 6.3.2



Anm.: Observationer ultimo måneden. I beregningen er taget hensyn til overgangen fra styring efter et relativt til et absolut risikomål, jf. *Statens låntagning og gæld 1998*, kapitel 4.

tralfordelingens performance og er beregnet på basis af udviklingen i valutakurser og rentespænd over for euro.

I 2000 har performance været -0,3 mia.kr., jf. figur 6.3.2. Den negative performance skyldes overvejende svækkelsen af euro over for dollar og schweizerfranc samt styrkelsen af dollar over for pund. Set over hele perioden siden introduktionen af samstyringen i 1992 har performance været 0,2 mia.kr.

Nationalbanken har kun taget meget beskedne daglige positioner i forhold til neutralfordelingen, og performance på disse har givet anledning til et mindre tab, overvejende på grund af styrkelsen af dollar.

KREDITRISIKO

6.4

Swaps anvendes af staten til at omlægge valuta- og rentevilkår på eksisterende eller nye lån. En swap er en aftale om at bytte forskellige typer betalinger over en nærmere fastlagt periode. Forskellen i værdi mellem disse to betalingsstrømme kan udvikle sig til statens fordel, hvorved staten løber en risiko for at tabe penge, såfremt modparten misligholder sine betalingsforpligtelser. Denne tabsrisiko betegnes kreditrisiko.

For at begrænse kreditrisikoen på statens swapportefølje er der fastlagt principper for kreditstyringen af denne. Væsentlige elementer i kreditstyringen er kravet om, at modparter skal have en høj kreditværdighed (rating), at krediteksponeringer skal holdes inden for forholdsvis

beskedne rammer, og endelig at der kun indgås nye forretninger med modparter, som har underskrevet eller er tæt på at underskrive en sikkerhedsaftale. For en yderligere beskrivelse af principperne for kreditstyringen henvises til kapitel 11.

Kreditrisikoen på swapporteføljen ultimo 2000

Staten indgik i 2000 85 nye swaps med en samlet hovedstol på 27,2 mia.kr. Heraf var 49 renteswaps i danske kroner med en samlet hovedstol på 13 mia.kr. I løbet af året udløb 49 swaps med en samlet hovedstol på 29,8 mia.kr. Swapporteføljens sammensætning er vist i tabel 6.4.1.

Hovedstolen på de swaps, der er tilknyttet den udenlandske gæld, overstiger statens udenlandske gæld. Dette er primært et resultat af, at der i forbindelse med optagelse af et nyt udlandslån ofte indgås både en rente- og en valutaswap, jf. kapitel 3.

Markedsværdien på statens swapportefølj steg med 0,9 mia.kr. i løbet af 2000, jf. tabel 6.4.2.

Der kan forekomme forholdsvis kraftige udsving i swapporteføljens markedsværdi over tid som følge af bevægelser i renter og valutakurser. Markedsværdien vil derfor være meget afhængig af det specifikke opgørelsestidspunkt. Eksempelvis var markedsværdien 10,1 mia.kr. i slutningen af oktober 2000, hvor dollaren var stærkest i forhold til euroen.

Af tabel 6.4.3 fremgår således, at swapporteføljens markedsværdi vil stige med 1,5 mia.kr. ved et indenlandsk rentefald på 1 procentpoint, ligesom en dollarappreciering på 1 pct. over for danske kroner vil øge markedsværdien med 0,4 mia.kr. Faldet i den indenlandske rente og dollarens styrkelse over for euro i løbet af 2000 medførte derfor en stigning i swapporteføljens markedsværdi.

Det skal bemærkes, at markedsværdien af swapporteføljen isoleret set kun er interessant fra et kreditstyringsmæssigt synspunkt, da swapporteføljen skal ses i sammenhæng med resten af statsgælden.

STATENS SWAPPORTEFØLJE, ULTIMO 1998-2000			Tabel 6.4.1
	1998	1999	2000
Antal modparter	33	36	34
Antal swaps	177	192	228
	Mia.kr.		
Renteswaps, danske kroner	0,5	8,0	21,0
Renteswaps, andre valutaer	61,5	54,2	40,3
Valutaswaps	48,2	55,1	57,5
Strukturerede swaps	3,9	3,5	1,7
Hovedstol, i alt	114,1	120,7	120,5

SWAPPORTEFØLJENS MARKEDSVÆRDI (NETTO), 1998-2000			Tabel 6.4.2
Mia.kr.	1998	1999	2000
Renteswaps, danske kroner	-0,0	-0,2	0,7
Renteswaps, andre valutaer	-1,1	-0,4	0,3
Valutaswaps	1,0	4,8	4,1
Strukturerede swaps	0,0	0,3	0,1
I alt	-0,1	4,4	5,2

Statens krediteksponering på swaps faldt med 3,1 mia.kr. til i alt 8,3 mia.kr. ultimo 2000, jf. tabel 6.4.4, på trods af stigningen i markedsværdi på swapporteføljen.

Denne udvikling skyldes, at flere swapmodparter er blevet omfattet af sikkerhedsaftaler igennem 2000. Krediteksponeringen påvirkes på to måder af indførelse af sikkerhedsaftaler. Hvis en swapporteføljes markedsværdi overstiger en vis tærskelværdi, stilles der sikkerhed, hvorved den *aktuelle* krediteksponering falder. Men sikkerhedsaftalen medvirker samtidig til at begrænse mulige *fremtidige* stigninger i markedsværdien, hvorved den såkaldte *potentielle* krediteksponering også falder. Sidstnævnte forhold gør sig også gældende, selv om markedsværdien ikke overstiger tærskelværdien.

Samlet fås, at sikkerhedsaftalerne har medført en væsentlig reduktion af statens krediteksponering, jf. tabel 6.4.5. Uden sikkerhedsaftaler ville krediteksponeringen således have været 13,3 mia.kr.

Swap nr. 793 krævede særlig opmærksomhed i 2000. Da sikkerhedsaftalen med modparten oprindeligt blev etableret i 1999, blev netop denne swap ikke omfattet heraf, da der er tale om en swaptypen, der var vanskelig at indpasse i sikkerhedsaftalen. Imidlertid udviklede swappens markedsværdi sig kraftigt i statens favør, hvorved en uacceptabel krediteksponering opstod. Der blev derfor indledt drøftelser med modparten

SWAPPORTEFØLJENS VALUTAKURS- OG RENTEØLSOMHED, ULTIMO 2000			Tabel 6.4.3
Mia.kr.	Stigning i markedsværdi ved appreciering på 1 pct. over for DKK	Stigning i markedsværdi ved rentefald på 1 procentpoint	
DKK	•	1,5	
EUR	-0,4	-0,4	
USD	0,4	1,0	
GBP	0,1	0,1	
Andre valutaer (netto)	0,0	0,2	
Alle valutaer (netto)	0,0	2,3	

Anm.: De angivne mål er ekskl. strukturerede swaps.

SWAPPORTEFØLJENS KREDITKVALITET

Tabel 6.4.4

Rating	1998		1999		2000	
	Antal mod-parter	Kredit-eksponering (mia.kr.)	Antal mod-parter	Kredit-eksponering (mia.kr.)	Antal mod-parter	Kredit-eksponering (mia.kr.)
AAA	9	2,1	9	2,9	10	2,2
AA+	5	1,2	5	1,9	4	0,9
AA	4	1,8	3	1,8	3	1,6
AA-	13	2,1	13	4,5	12	3,0
A+	2	0,2	5	0,3	4	0,6
A	-	-	1	0,0	1	0,1
A-	-	-	-	-	-	-
I alt	33	7,4	36	11,4	34	8,3
Heraf:						
- Aktuel eksponering		2,2		5,5		5,9
- Indlagt sikkerhed		0,0		-0,2		-2,2
- Potentiel eksponering ...		5,2		6,0		4,6

Anm.: Fra 2000 ændredes principperne for opgørelse af krediteksponeringen fordelt på rating. I tabellen er tallene for 1998 og 1999 genberegnet med anvendelse af de nye principper.

med henblik på at eliminere denne eksponering. Løsningen blev, at swappens passivben (statens forpligtelser på swappen) forøgedes svarende til swappens daværende markedsværdi, som herefter blev udbetalt til staten. Samtidig blev swappen omfattet af sikkerhedsaftalen, således at en evt. fremtidig positiv markedsværdi vil være afdækket. Justeringen af swap nr. 793 har isoleret set medført et fald i statens krediteksponering på 1,0 mia.kr.

Samlet set må kreditrisikoen på statens swapmodparter fortsat betegnes som beskeden.

Status for etablering af sikkerhedsaftaler med swapmodparter

Staten indledte i maj 1999 forhandlinger om etablering af sikkerhedsaftaler. Efter aftalerne skal modparterne stille sikkerhed for markedsværdier i statens favør på indgåede swaps, der overstiger det aftalte maksi-

SIKKERHEDSAFTALERS PÅVIRKNING AF KREDITEKSPONERINGEN

Tabel 6.4.5

	Mia.kr.
Krediteksponering uden sikkerhedsaftaler	13,3
Reduktion af krediteksponering på swap nr. 793	-1,0
Indlagt sikkerhed	-2,2
Reduktion af potentiel krediteksponering	-1,8
Krediteksponering med sikkerhedsaftaler	8,3

mum. Baggrunden for dette initiativ er et ønske om at begrænse statens kreditrisiko på swapmodparter mest muligt. En uddybende beskrivelse af sikkerhedsaftalerne og deres betydning for statens kreditrisiko på swapporteføljen findes i kapitel 11.

Staten indgår kun nye swaps med modparter, som har underskrevet eller er tæt på at underskrive en sikkerhedsaftale. Ved indgangen til 2001 er 14 aftaler underskrevet og implementeret. Herudover er 5 aftaler stort set forhandlet færdig og forventes underskrevet inden for de nærmeste måneder. Den væsentligste komplicerende faktor ved indgåelsen af sikkerhedsaftalerne har været at få de tilknyttede aftaler med depotbankerne om administration af modtagne sikkerheder på plads.

Ved udgangen af 2000 var 60 pct. af hovedstolen på swapporteføljen dækket af sikkerhedsaftaler. Dækningsgraden forventes at stige til ca. 80 pct. inden udgangen af 2001.

Specialkapitler

KAPITEL 7

Tendenser i EU-landenes statsgældspolitik

SAMMENFATNING

7.1

Internationalt har der i en årrække været en tendens til standardisering af statsgældspolitikken. Udviklingen er sket i takt med den gradvise integration af de internationale kapitalmarkeder og senest forstærket af etableringen af euroen. Udviklingen har betydet, at landene – ikke mindst i EU – i stigende grad er konkurrenter, når det drejer sig om at opnå den billigste låntagning.

På baggrund af udviklingstendenserne i årene op til og efter etableringen af euroen beskrives nogle centrale fællestræk i EU-landenes statsgældspolitik. Udviklingen har været præget af hensynet til likviditet og investordiversifikation. Der er fokuseret på udstedelsesmetoder, opkøb og ombytning samt elektronisk handel for at tilgodese disse hensyn.

Likviditet er en af de vigtigste konkurrenceparametre på eurostatsobligationsmarkedet. I lyset af faldende finansieringsbehov og øget konkurrence har landene valgt at koncentrere gælden i færre, større serier ved brug af opkøb og ombytning. For nogle lande er det ikke muligt at opretholde likvide serier over hele løbetidsspektret. Det 10-årige segment har høj prioritet i alle EU-lande, og udestående ligger mellem 5 og 24 mia.euro afhængig af udstederens finansieringsbehov.

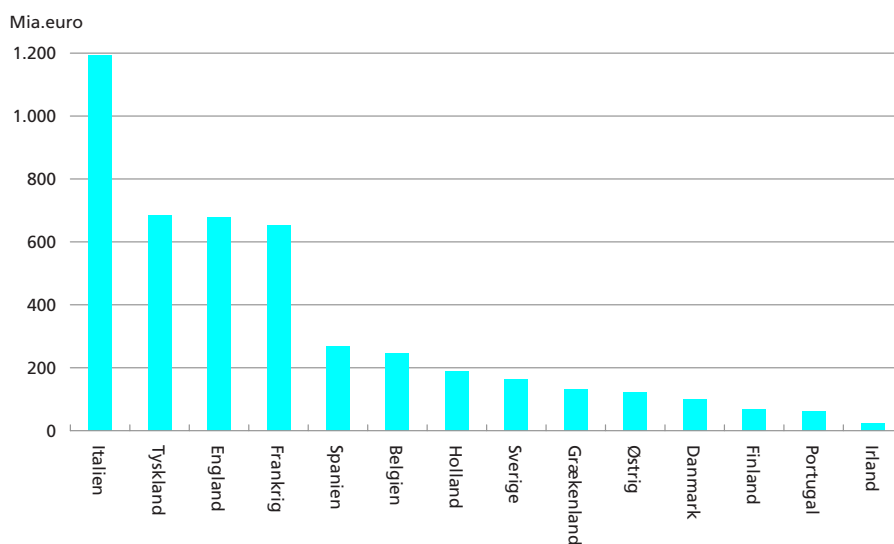
Den nedre grænse på 5 mia.euro er sammenfaldende med et af optagelseskriterierne på det elektroniske handelssystem EuroMTS. Der er en tendens til stigende elektronisk handel både på nationalt og europæisk plan. Det reducerer omkostningerne ved at handle visse statsobligationer, samtidig med at likviditeten øges.

Auktioner er fortsat den mest anvendte udstedelsesmetode blandt EU-landene. Gennemsigtheden er via offentliggørelse af auktionskalendere blevet større. Især de mindre lande kombinerer auktioner med syndikering af benchmarkobligationer. Dette muliggør en hurtig opbygning af udestående og giver stor sikkerhed i afsætningen.

Der er stigende fokus på sammensætningen af investorbasen. En bred international investorbase bestående af primært større institutionelle investorer bidrager til lave låneomkostninger og letter afsætningen af fremtidige udstedelser. Bortfaldet af valutakursrisiko har i sig selv bidraget til at diversificere investorbasen.

STATSGÆLD FOR EU-LANDENE, ULTIMO 1999

Figur 7.2.1



Kilde: OECD Government Debt Statistics, februar 2001.

EU-LANDENES LÅNTAGNING OG GÆLD

7.2

Omfanget af EU-landenes gæld og låntagning varierer betydeligt. Italien har den største statsgæld i EU på 1.200 mia.euro opgjort ultimo 1999, jf. figur 7.2.1. Herefter kommer Tyskland, England og Frankrig med en gæld på omkring 650 mia.euro. Spanien, Belgien, Holland og Sverige har en gæld på 150-300 mia.euro. De resterende EU-lande har en gæld på under 130 mia.euro.

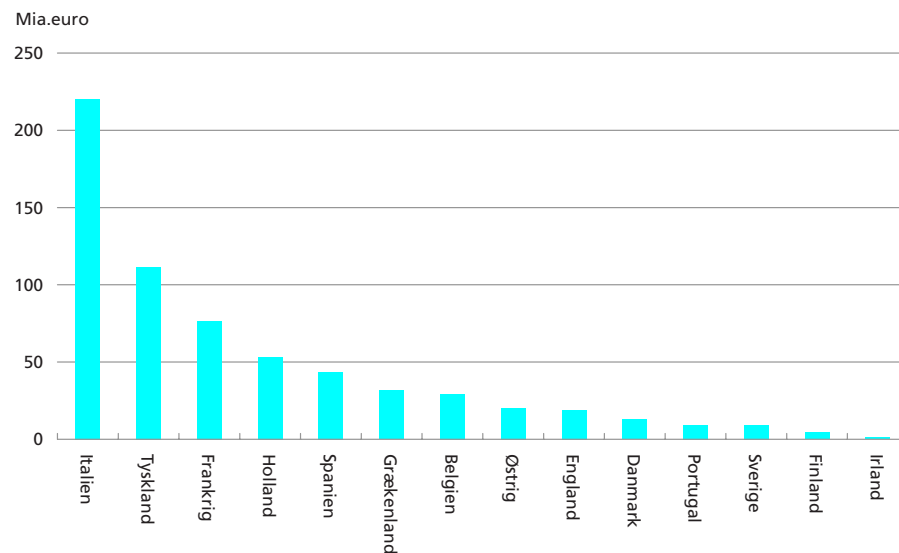
Hvis landene kategoriseres i forhold til gældens størrelse relativt til BNP, fås et noget andet billede. Mens Belgien, Grækenland og Italien har en gældskvote i forhold til BNP på over 100 pct., har Tyskland en af de laveste gældskvoter i forhold til BNP på 35 pct.¹

Der har de senere år været tendens til faldende statsligt finansieringsbehov i EU-landene. Som udtryk for finansieringsbehovet er i figur 7.2.2 vist EU-landenes bruttoobligationsudstedelser i 1999. Det skal bemærkes, at bruttofinansieringsbehovet ud over afdrag på statens gæld samt statens over- eller underskud i året også påvirkes af opkøb af tidligere udstedte obligationer. Hvis der i et givet år købes op i en obligation med udløb det efterfølgende år, vil finansieringsbehovet stige i opkøbsåret.

¹ Der skal gøres opmærksom på, at der her er tale om statsgæld og dermed ikke den offentlige sektors gæld i henhold til EU-traktaten.

BRUTTOUDSTEDELSER 1999

Figur 7.2.2



Anm.: Opgørelsen dækker omsættelige obligationsudstedelser ("marketable bonds"). For Grækenland dog indenlandske bruttoudstedelser.

Kilde: OECD Government Debt Statistics, februar 2001. For Grækenland publikationen *Recent Developments in Public Debt Management*, Hellenic Republic Ministry of Finance Public Debt Division, maj 2000.

UDVIKLINGSTENDENSER I HOVEDTRÆK

7.3

De tilpasninger, som statsgældsforvaltningerne i EU-landene har foretaget de seneste år, har medført en stigende grad af overensstemmelse i landenes udstedelsespolitik. Der er en række gennemgående temaer, som har præget udviklingen. De vigtigste nøgleord i den sammenhæng er likviditet og investordiversifikation.

Likviditet

Likviditet er en afgørende konkurrenceparameter på eurostatsobligationsmarkedet, og de fleste EU-lande satser på store, likvide udstedelser. Udviklingen kan henføres til, at likviditet er blevet en vigtig faktor på statsobligationsmarkederne, efter at valutakursrisikoen mellem euro-landene er bortfaldet. Desuden giver det øgede udbud af erhvervsobligationer investorerne et alternativ til mindre likvide statsobligationer.

Landenes strategi er baseret på, at låneomkostningerne antages reduceret gennem opnåelse af likviditetspræmier, jf. kapitel 7 i Statens låntagning og gæld 1998. I låneviften fokuseres der derfor typisk på et begrænset antal papirer. Som indikationer på dette vises i tabel 7.3.1 salgsfordelingen i et enkelt år og i tabel 7.3.2 opbygning af udestående. I 2000 har alle lande undtagen England udstedt i det internationalt vig-

SALGSFORDELING 2000

Tabel 7.3.1

Pct.	Udløbsår				
	2001-04	2005-08	2009-12	2013-20	2021-
Belgien	1	29	52	8	10
Danmark	42	20	38	-	-
England	-	-	-	-	100
Finland	29	-	71	-	-
Frankrig	21	31	39	-	8
Grækenland	23	28	26	23	-
Holland	44	-	56	-	-
Irland	-	51	38	11	-
Italien	38	27	19	-	16
Portugal	-	33	67	-	-
Spanien	27	27	30	8	8
Sverige	20	16	61	4	-
Tyskland	22	25	40	-	13
Østrig	4	52	35	-	10

Kilde: Statsgældsforvaltningernes hjemmesider. Opgørelsen dækker salg af indenlandske, fast forrentede obligationer.

tige 10-årige segment, mens andre segmenter i nogle tilfælde er nedprioriteret. Udestående i de 10-årige serier er i de store lande (Frankrig, Italien og Tyskland) over 20 mia.euro og i de mellemstore lande (Belgien, England, Holland og Spanien) 10-15 mia.euro. I de mindste lande er niveauet omkring 5 mia.euro. Det skal i den forbindelse nævnes, at det bl.a. kræver et udestående på mindst 5 mia.euro, for at en obligation denomineret i euro kan blive optaget til handel på handelssystemet EuroMTS, jf. afsnit 7.6.

For de EU-lande, der ikke deltager i euroen, har fastlæggelsen af låneviften en ekstra dimension. Flere lande har en målsætning om, at stats-

OPBYGNING AF UDESTÅENDE

Tabel 7.3.2

Mia.euro	2-årige	5-årige	10-årige	30-årige
Belgien	12,6	10,1	15,1	9,4
Danmark	4,7	6,9	8,9	-
England	-	11,8	14,0	18,4
Finland	6,0	-	5,2	-
Frankrig	21,7	17,2	24,1	15,6
Holland	14,0	11,0	12,1	8,9
Irland	3,0	5,3	6,6	-
Italien	10,0	19,2	22,5	23,2
Portugal	-	3,5	5,2	-
Spanien	9,7	9,1	12,5	12,2
Sverige	7,3	7,9 ¹	8,7 ²	-
Tyskland	8,0	15,0	23,0	11,1
Østrig	7,5	7,8	8,8	5,2

Kilde: Statsgældsforvaltningernes hjemmesider. Opgjort ultimo 2000. Der er udstedt i papirerne efter 1. januar 1999.

¹ Paralleludstedelse i SEK/EUR, heraf er 2,5 mia.kr. udstedt i EUR.

² Paralleludstedelse i SEK/EUR, heraf er 3 mia.kr. udstedt i EUR.

gældspolitikken skal medvirke til at understøtte et effektivt indenlandsk kapitalmarked. For eurolandene har denne målsætning skiftet karakter, da deres indenlandske kapitalmarked er euromarkedet, men for ude-landene kan der fortsat være et hensyn at tage til opretholdelse af et effektivt indenlandsk kapitalmarked.

En kombination af forbedring af den underliggende budgetsituation samt store engangsindtægter bl.a. fra salg af tredje generations mobiltelefonlicenser (UMTS-licenser) har betydet faldende finansieringsbehov. Dette har gjort det nødvendigt med aktive tiltag for at sikre likviditeten.

For det første anvendes opkøb i større omfang end tidligere. Ved at købe mindre likvide serier op og udstede i benchmarkserier, kan udstedelserne koncentreres i færre, større serier, jf. afsnit 7.5. For det andet anvendes renteswaps til at styre renterisikoen. Udstedelsesstrategien kan dermed planlægges uafhængig af styringen af renterisikoen. Endelig opnår en række lande, bl.a. Sverige og England, udenlandsk låntagning ved at optage indenlandske lån kombineret med swaps til udenlandsk valuta. Hermed understøttes likviditeten i de indenlandske serier. Andre lande har reduceret den udenlandske lånoptagelse til fordel for indenlandsk låntagning.

Endelig kan det nævnes, at der har været overvejelser om at foretage koordinerede udstedelser for at samle likviditeten fra flere lande. Giovannini-gruppen har i den forbindelse udarbejdet en rapport til EU-Kommissionen. EU-landene har forskellige holdninger til fælles udstedelser, og der er flere faktorer, der vanskeliggør vurderingen af fordele-

KOORDINEREDE EUROUDSTEDELSER?	Boks 7.1
Betydningen af likviditet har ført til overvejelser om at foretage koordinerede udstedelser for at samle likviditeten fra flere lande. EU-Kommissionen har i den forbindelse fået udarbejdet rapporten Co-ordinated Public Debt Issuance in the Euro Area, november 2000. I rapporten peges på, at fælles udstedelser kan være til fordel for de mindre lande, der kan opnå lavere omkostninger i form af en større likviditetspræmie. EU-landene har forskellige holdninger til fælles udstedelser, og der er flere faktorer, der vanskeliggør vurderingen af fordelene ved sådanne udstedelser. For det første er det usikkert, hvilken opfattelse markedet vil have af en udstedelse, hvor de deltagende lande har forskellige kreditratings. For det andet indebærer fælles udstedelser, at de deltagende lande hæfter for hinandens gæld, hvilket ikke er foreneligt med EU-traktaten. Rapporten er udarbejdet af Giovannini-gruppen, der rådgiver EU i spørgsmål vedrørende integration af kapitalmarkedet i Den Økonomiske og Monetære Union. Rapporten kan hentes på følgende webadresse: www.europa.eu.int/comm/economy_finance/document/euro/giovannini081100en.pdf	

ne ved sådanne udstedelser. Men overvejelserne er i sig selv udtryk for, at likviditet er en afgørende konkurrenceparameter på eurostatsobligationsmarkedet. Rapporten er nærmere beskrevet i boks 7.1.

Investordiversifikation

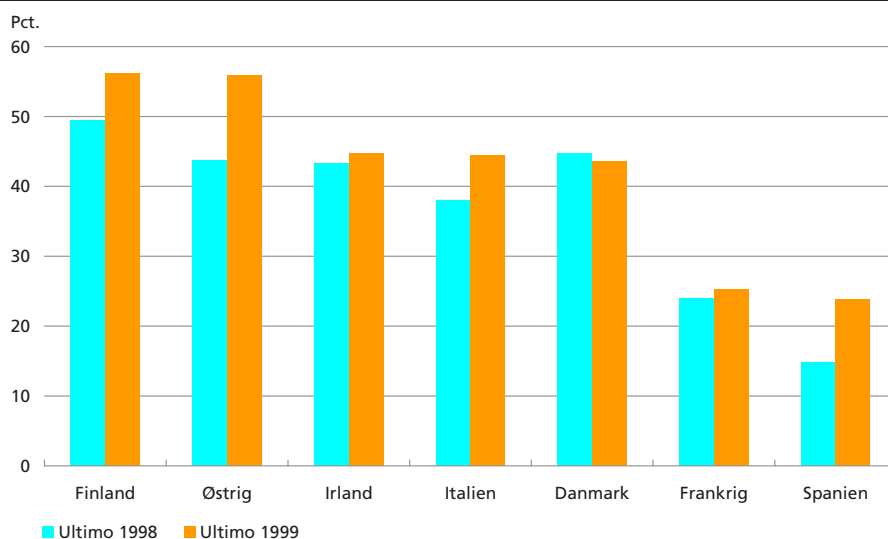
Der er de senere år kommet stigende fokus på sammensætningen af investorbasen i tilrettelæggelsen af udstedelsespolitikken. Der er et ønske om at opdyrke nye investorsegmenter, så andelen af udenlandske investorer øges. Interessen for at tiltrække udenlandske investorer hænger sammen med, at deres efterspørgsel er med til at sikre lave låneomkostninger og lette afsætningen af fremtidige udstedelser. Det gælder i særlig grad, hvis den udenlandske investorbase hovedsageligt består af større, institutionelle investorer.

Der er tendens til, at eurolandene gennem de seneste år har oplevet en stigende udenlandsk ejerandel af statsgælden, jf. figur 7.3.1. Det hænger naturligt sammen med, at investorerne nu kan sprede deres investeringer på flere lande uden at påtage sig valutakursrisiko. Dette har haft stor betydning for de institutionelle investorer, der typisk er underlagt placeringsregler med restriktioner på omfanget af investeringer i fremmed valuta.

Især de mindre lande har forsøgt at tiltrække en bredere, mere internationalt orienteret investorbase ved at foretage førsteudstedelser af benchmarkobligationer gennem syndikering, jf. afsnit 7.4.

UDENLANDSK EJERANDEL AF STATSGÆLDEN, UDVALGTE LANDE

Figur 7.3.1



Kilde: OECD Government Debt Statistics, februar 2001.

UDSTEDELSESMETODER

7.4

I en årrække er indenlandske statspapirer som hovedregel udstedt ved enten auktion eller tapsalg. Efter indførelsen af euroen har en række lande benyttet syndikering som supplement til disse metoder. I tabel 7.4.1 er vist en oversigt over EU-landenes udstedelsesmetoder.

Auktioner benyttes i stort omfang for både kort- og langfristede lån. Holland anvender en særlig form for miniauktioner, der foregår månedligt over tre dage.

Det store antal auktioner på eurostatsobligationsmarkedet har gjort det nødvendigt for udstederne at skærpe investorernes opmærksomhed om netop deres auktion. De fleste lande anvender derfor faste auktionsdage eller faste intervaller mellem auktionerne og offentliggør auktionskalendere, typisk på halvårlig basis. Samtidig er der en tendens til, at landene samler salget på færre, større auktioner.

Stort set alle lande, som udsteder statspapirer på auktioner, benytter sig af et mere eller mindre formaliseret primary dealer-system. Primary dealere er banker, som efter aftale med den statslige udsteder og mod betaling eller særlige rettigheder forpligter sig til at skabe likviditet og omsætning i specifikke statspapirer. Anvendelsen af primary dealere er nærmere beskrevet i boks 7.2.

Ved syndikering formidles salget til investorerne gennem et konsortium af banker, der mod betaling står for den praktiske gennemførelse af salget. I boks 7.3 er syndikering nærmere beskrevet.

OVERSIGT OVER UDSTEDELSESMETODER

Tabel 7.4.1

	Syndikering af benchmark-obligationer	Auktioner		Tapsalg	
		Lange lån	Korte lån	Lange lån	Korte lån
Belgien	✓	✓	✓		✓
Danmark			✓	✓	
England		✓	✓	✓	
Finland	✓	✓			✓
Frankrig		✓	✓		
Grækenland ...	✓	✓	✓		
Holland		✓	✓		
Irland		✓		✓	✓
Italien		✓	✓		
Portugal	✓	✓	✓		✓
Spanien		✓	✓		
Sverige		✓	✓		✓
Tyskland		✓	✓	✓	
Østrig	✓	✓	✓	✓	

Kilde: *Report on National Issuing Procedures and Calendars*, Economic and Financial Committee Group on EU Government Bills and Bonds, november 2000, samt statsgældsforvaltningernes hjemmesider.

PRIMARY DEALERE

Boks 7.2

Primary dealere er banker, som efter aftale med den statslige udsteder og mod betaling eller særlige rettigheder påtager sig visse forpligtelser i det primære og/eller sekundære marked for specifikke statspapirer.

Alle EU-lande med undtagelse af Danmark og Tyskland anvender i dag primary dealere som et vigtigt middel til at få skabt omsætning i statspapirerne og sikre en bred international investorkreds. De fleste lande anvender omkring 10-20 primary dealere, jf. nedenstående tabel. Den stigende integration af de finansielle markeder samt de senere års øgede interesse for at tiltrække udenlandske investorer har medført, at mange lande har ændret kredsen af primary dealere i retning af flere udenlandske banker.

Tyskland og Danmark anvender ikke egentlige primary dealer-systemer ved salget af statspapirer. Tyskland anvender en fast kreds på 46 tyske og internationale banker knyttet til deres auktioner (pr. 1. januar 2001). I Danmark har alle medlemmer af Københavns Fondsbørs adgang til at købe nyemitterede statspapirer. Derudover har de pengepolitiske modparter adgang til at byde ved skatkammerbevisauktionerne.

Eksempler på forpligtelser i primary dealer-ordninger kan være:

- Primary dealerne skal aftage en vis minimumsandel af de beløb, der emitteres ved auktionerne, eller afgive bud for et givet minimum.
- Market making-forpligtelser, hvor deltagerne skal stille tovejspriser over for kunder og andre primary dealere for bestemte beløb inden for bestemte spreads.
- Primary dealerne skal hver tegne sig for en vis minimumsandel af den sekundære omsætning.

Eksempler på rettigheder kan være:

- Eneret til at byde på statspapirauktioner.
- Eneret på adgang til værdipapirudlånsordninger og strippingfaciliteter.
- Direkte betaling.

PRIMARY DEALER-SYSTEMER I EU-LANDENE

Tabel

Antal primary dealere	I alt	Heraf udenlandske banker
Belgien	16	13
England	17 ¹	13
Finland	10	9
Frankrig	19	11
Grækenland	11	5
Holland	13	10
Irland	6	3
Italien	16	9
Portugal	12	8
Spanien	18	8
Sverige	8 ²	4
Østrig	28	19

Kilde: *Progress Report on Primary Dealership in EU Public Debt Management*, Economic and Financial Committee Group on EU Government Bills and Bonds, november 2000.

¹ Gilt-edged Market Makers (GEMM). Der findes desuden en særskilt primary dealer-kreds for statens indeksobligationer.

² Autoriserede dealere. Endvidere findes der 4 autoriserede dealere for statens indeksobligationer.

SYNDIKERING I PRAKSIS	Boks 7.3
Syndikering anvendes typisk af de mindre lande til at sikre stor udstedelse ved et indenlandsk papirs åbning. Salget suppleres efterfølgende med auktioner eller tapsalg.	
Bankernes rolle Ved syndikering formidles salget til investorerne gennem et konsortium af banker. Gruppen består typisk af 1-2 ledende banker (lead managers) og 5-10 andre banker (co-lead managers). De ledende banker er ansvarlige for afsætningen af langt den største del af udstedelsen (typisk over 90 pct.), mens den resterende del afsættes af de andre banker. I tiden forud for emissionen diskuterer udsteder pris og mængde samt fastsættelse af et præcist tidspunkt for emissionen med de ledende banker i gruppen. I denne periode har bankerne løbende kontakt med investorerne for at forberede emissionen. Bankerne deltager i syndikeringen mod betaling.	
Målretning af investorbasen En af fordelene ved syndikering er, at afsætningen til investorerne kan målrettes. Typisk målrettes afsætningen til nogle udvalgte investorer, der enten allerede er i investorbasen, eller som bankerne ud fra deres erfaringer med markedet anser for potentielle aftagere. Afsætningen målrettes gennem "road shows", hvor de medvirkende banker og udsteder afholder møder med udvalgte, potentielle investorer.	
Prisfastsættelsen Ud fra bankernes investorkontakter kan udsteder danne sig en forventning til efterspørgselskurven. På baggrund af den forventede efterspørgselskurve fastsætter udsteder i samarbejde med bankerne nogle indikative priser. Investorerne afgiver herefter bud på baggrund af disse indikative priser. Denne afprøvning af investorerne hjælper udsteder med at fastsætte den endelige pris. Budafgivelsen ("book buildingen") foregår typisk elektronisk, så udsteder kan følge med, når buddene lægges ind.	

Syndikering til udstedelse af benchmarkobligationer benyttes især af de mindre eurolande (Belgien, Finland, Portugal, Grækenland og Østrig). Metoden anvendes til at opnå et højt initialt udestående og dermed til hurtigt at opbygge et papirs likviditet. Dette har flere fordele. For det første er likviditet som nævnt en vigtig konkurrenceparameter på eurostatsobligationsmarkedet. For det andet opnås fra starten en likviditetspræmie, der bidrager til at minimere låneomkostningerne. Endelig får papiret hurtigt en størrelse og likviditet, der muliggør handel på handelssystemet EuroMTS, jf. afsnit 7.6.

Foruden likviditet giver syndikering udstederen indflydelse på investorsammensætningen. Det var en fordel i forbindelse med overgangen til euro, hvor bortfaldet af konvergenshandel gjorde det nødvendigt at skaffe nye investorer. Ved syndikering gøres brug af investeringsban-

kernes kontakt til investorerne. Når prisen er fastsat, kan udstederen endvidere fastlægge tildelingen til de forskellige bydere. Det er muligt at tildele visse investorgrupper relativt mere end andre investorgrupper, hvis udstederen ønsker det.

Endelig giver syndikering bedre kontrol over prisfastsættelsen. Prisfastsættelsen foregår i en form for "kontrolleret auktion", hvor udstederen ved hjælp af indikative priser kan få en fornemmelse af markedet, inden den endelige pris fastsættes.

Syndikering skaber større sikkerhed i afsætningen. Den større sikkerhed skal holdes op imod det forhold, at de samlede (direkte) udstedelsesomkostninger på grund af aflønningen af de medvirkende banker umiddelbart er større end ved andre udstedelsesmetoder.

Ingen lande anvender udelukkende syndikering, men benytter typisk en kombination af auktionssalg og syndikering. Deltagerkredsen ved både auktioner og syndikeringerne er typisk primary dealere. Muligheden for at blive blandt de ledende banker ved kommende syndikeringer er ofte knyttet til primary dealernes rettigheder. Udvælgelsen af lead manager og co-lead manager sker ofte på basis af bankernes aktivitet ved auktioner.

OPKØB OG OMBYTNING

7.5

Ved opkøb køber staten udestående gæld tilbage fra det sekundære marked. Hvis de udestående statspapirer erhverves gennem betaling med andre statspapirer, kaldes operationen ombytning. Både opkøb og ombytning kan ske enten ved tap eller ved auktioner.

Stort set alle EU-lande anvender i dag opkøb eller ombytning, og der har de seneste år været en tendens til øget anvendelse. Det kan tilskrives den øgede fokus på likviditet sammenholdt med lavere finansieringsbehov. Ved at opkøbe serier med udløb i senere år vil finansieringsbehovet i opkøbsåret kunne øges. Hovedmotivet til opkøb blandt EU-landene har været at opbygge store, likvide benchmarkserier for at opnå en besparelse i form af likviditetspræmie. Af andre motiver kan nævnes:

- Styre rente- og refinansieringsrisiko. Opkøb kan anvendes til at udjævne afdragsprofilen inden for året eller mellem år. Herved mindskes refinansieringsrisikoen.
- Opnå direkte statsfinansielle besparelser ved at købe op i ikke-markedskonforme obligationer, der er undervurderet i markedet.

Selv om anvendelsen af opkøb og ombytning generelt har vundet indpas, er anvendelsen ofte begrænset til lejlighedsvis operationer, som det er sket i forbindelse med etableringen af euroen. Der offentliggøres

OVERSIGT OVER OPKØBSMETODER

Tabel 7.5.1

	Opkøb		Ombytning	
	Tap ¹	Auktion	Tap ¹	Auktion
Belgien				✓
Danmark	✓			
England	✓	✓	✓	✓
Finland	✓	✓	✓	✓
Frankrig	✓	✓	✓	✓
Grækenland		✓	✓	✓
Holland	✓			✓
Irland	✓		✓	
Italien		✓		
Portugal	✓		✓ ²	
Spanien	✓	✓		✓
Sverige	✓	✓	✓	✓
Tyskland ³				
Østrig	✓			✓

Kilde: Statsgældsforvaltningernes hjemmesider.

¹ Tap dækker både over løbende opkøb og ombytning samt over opkøb og ombytning med forudgående annoncering af specifikke papirer.

² Portugal har endnu ikke foretaget opkøb, men har annonceret, at de i februar 2001 vil påbegynde et ombytningsprogram med det formål at koncentrere gælden i store serier.

³ Tyskland har ikke noget opkøbsprogram, men en del af provenuet fra UMTS-lisenserne blev i 2000 brugt til at opkøbe AfW (Ausgleichsfonds für Währungsumstellung) obligationer for omkring 34 mia.euro.

derfor ikke kalendere som på udstedelsessiden – med undtagelse af enkelte lande. Belgien har et regelmæssigt ombytningsprogram for obligationer med restløbetid på mindre end ét år, og i Finland foretages opkøb og ombytning i forbindelse med normale auktioner. Frankrig annoncerede i sommeren 2000 et omfattende opkøbsprogram for 2. halvår 2000.

Opkøbsmetoder

Tabel 7.5.1 viser, hvilke lande der anvender opkøb og/eller ombytning, samt hvilken metode der anvendes.

Tendenserne i EU-landene går i retning af:

- Auktioner anvendes til større operationer, hvor hensynet primært er opbygning af store serier.
- Tap anvendes til mindre opkøb og ombytninger.

ELEKTRONISK HANDEL MED STATSPAPIRER

7.6

Euroen har i høj grad været en katalysator for udbredelsen af elektronisk handel med værdipapirer.¹ Investorerne i euroområdet står ikke

¹ For en nærmere beskrivelse af udviklingen inden for elektronisk handel med værdipapirer henvises til Birgitte Søgaard Jensen og Lone Natorp, En børsverden i forandring, Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, 2. kvartal 2000.

længere over for valutakursrisici i forbindelse med deres obligationsbeholdning og spreder i stigende grad deres portefølje. Den øgede diversifikation har medført et ønske fra specielt de store investeringsbanker om en markedsplads, hvor statsobligationer fra flere lande handles side om side.

Fordelen ved en fælles platform er, at omkostningerne ved at handle standardiserede produkter som eurostatsobligationer reduceres, samtidig med at likviditeten øges. Da likviditet som før nævnt er en vigtig konkurrenceparameter, har det betydning for landene, om deres obligationer bliver omsat på en fælles platform som fx EuroMTS og Brokertec, der er beskrevet nærmere i boks 7.4.

EKSEMPLER PÅ ELEKTRONISKE HANDELSSYSTEMER	Boks 7.4
På det sekundære marked for statspapirer forventes elektroniske inter dealer-brokere som EuroMTS og Brokertec at få en stigende betydning. En elektronisk inter dealer-broker er et system, der tilbyder elektronisk handel mellem værdipapirhandlere. Både EuroMTS og Brokertec angiver, at deres målsætning er at minimere handelsomkostningerne samt øge likviditeten, gennemsigtigheden og effektiviteten i markedet. Aktionærerne er store, internationale investeringsbanker – og der er et vist overlap mellem aktionærerne i de to virksomheder. Systemerne minder meget om hinanden, men adskiller sig på enkelte områder bl.a. på teknologien og på, hvilke papirer der handles.	
EuroMTS EuroMTS bygger på den elektroniske platform Telematico, der er udviklet af det italienske firma MTS (Mercato dei Titoli Stato). MTS, der blev grundlagt i 1988 og privatiseret i 1997, har udviklet det første europæiske elektroniske marked for statsobligationer. I 1998 blev der dannet et særskilt privat selskab, EuroMTS, som har stået for opbygningen af et handelssystem for benchmarkobligationer i euroområdet baseret på samme teknologi. Handlen på EuroMTS begyndte den 9. april 1999. Oprindeligt blev der kun handlet tyske, franske og italienske statspapirer. Siden er Belgien, Finland, Holland, Portugal, Spanien og Østrig kommet til. Det kræver et udestående på minimum 5 mia.euro, for at et papir kan blive optaget til handel på EuroMTS. Derudover understøttes likviditeten i systemet ved at stille krav til medlemmerne om market making.	
Brokertec Brokertec Global blev grundlagt 1999. Brokertec består af både et europæisk og et amerikansk selskab, der tilsammen danner én fælles handelsplatform. Handlen på Brokertec begyndte i juni 2000. Brokertec anvender en teknologi, der er udviklet af OM-gruppen. OM ejer bl.a. den svenske fondsbørs og har udviklet handelssystemet SAXESS, som den nordiske børsaliance NOREX bygger på. På Brokertec handles amerikanske og europæiske statspapirer (belgiske, franske, hollandske, spanske, tyske og østrigske).	

Elektronisk handel er også blevet mere udbredt på de nationale markedspladser for handel med værdipapirer. Flere eurolande (Belgien, Frankrig, Holland, Italien og Portugal) har inden for de seneste år etableret nationale MTS-systemer, der bygger på samme teknologi som EuroMTS.¹ Her handles typisk alle obligationer, herunder obligationer som ikke bliver handlet på EuroMTS.

AFSLUTNING

7.7

Der sker en stadig udvikling af EU-landenes statsgældspolitik. Landenes statsgældsforvaltninger er inde i en proces, hvor statsgældspolitikken bliver tilpasset situationen med faldende statsligt finansieringsbehov og etableringen af det fælles eurostatsobligationsmarked. EU-landene fokuserer på opbygning af få, likvide serier. Udviklingen må forventes at fortsætte i retning af en endnu større grad af ensretning og dermed større konkurrence.

¹ Derudover etablerede Grækenland i maj 1998 et handelssystem (HDAT), der er baseret på samme teknologi som MTS-systemerne.

KAPITEL 8

Samstyring af statens og Nationalbankens valutakursrisiko

SAMMENFATNING**8.1**

Valutakursrisikoen på statens udenlandske gæld og Nationalbankens valutareserve er siden 1992 blevet samstyret, idet statens udenlandske låntagning sker af hensyn til valutareserven. Formålet med samstyringen har været at sikre, at staten ikke låner i én valuta, mens Nationalbanken placerer i en anden. Herved kan den samlede valutakursrisiko begrænses.

Samstyringen skete ved, at statens og Nationalbankens samlede valutaeksponering blev besluttet på kvartalsvise møder mellem Finansministeriet, Økonomiministeriet og Nationalbanken. Den øgede koordinering var hensigtsmæssig, idet den indebar en reduktion af den samlede valutakursrisiko og gav faste rammer for risikostyringen. Desuden blev de samlede valutakursreguleringer for staten og Nationalbanken reduceret efter samstyringens indførelse.

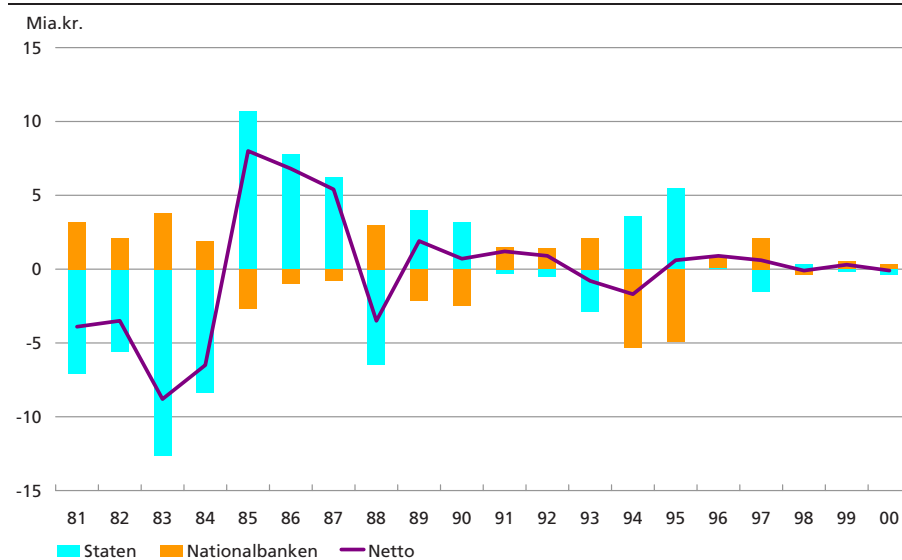
Fra og med 2001 er den formaliserede samstyring afskaffet. Det er fortsat sigtet, at der ikke sker lånoptagelse i én valuta med efterfølgende placering af provenuet i en anden, samt at staten ikke via Nationalbanken påføres en betydelig indirekte valutakursrisiko.

BAGGRUND FOR INDFØRELSE AF SAMSTYRINGEN**8.2**

Før samstyringens indførelse i 1992 kunne der forekomme situationer, hvor staten lånte i én valuta, og Nationalbanken placerede i en anden. Det var ikke hensigtsmæssigt, idet formålet med den udenlandske låntagning er at sikre, at valutareserven har en passende størrelse. Når staten optager et lån i udlandet, modsvares det således af en tilsvarende stigning i valutareserven. Når valutafordelingen på statens udenlandske gæld og valutareserven ikke koordineres, er konsekvensen, at staten og Nationalbanken i perioder tilsammen kan have en stor og varierende valutakursrisiko. Dette forhold gav særligt i 1980'erne anledning til store valutakursreguleringer, jf. figur 8.2.1. Rigsrevisionen bemærkede således

VALUTAKURSREGULERINGER PÅ STATENS UDENLANDSKE GÆLD
OG NATIONALBANKENS VALUTARESERVE, 1981-2000

Figur 8.2.1



Anm.: Beregnet ultimo året.

også i begyndelsen af 1991, at "der ved Statsgældsafdelingens styring af den udenlandske gæld tilsyneladende ikke tages hensyn til sammensætningen af Nationalbankens valutareserve".¹

SAMSTYRINGEN I PRAKSIS

8.3

I praksis er samstyringen foregået ved, at der på de kvartalsvise statsgældsmøder mellem Finansministeriet, Økonomiministeriet og Nationalbanken er blevet fastsat en såkaldt "neutralfordeling" for den valutamæssige sammensætning af nettogælden.²

I lyset af fastkurspolitikken betragtes euro, tidligere EMS-kernevalutaerne³, som den valuta, der har mindst risiko. Nettogæld i euro afspejler derfor en valutakursrisiko, som ikke kan undgås. Hele nettovalutafordelingen har ikke været i euro, men positionerne i andre valutaer har været af forholdsvis begrænset omfang, jf. figur 8.3.1.

Udgangspunktet for fastlæggelsen af neutralfordelingen har været en afvejning af det forventede afkast og risikoen ved at tage positioner i forhold til euroeksponering.

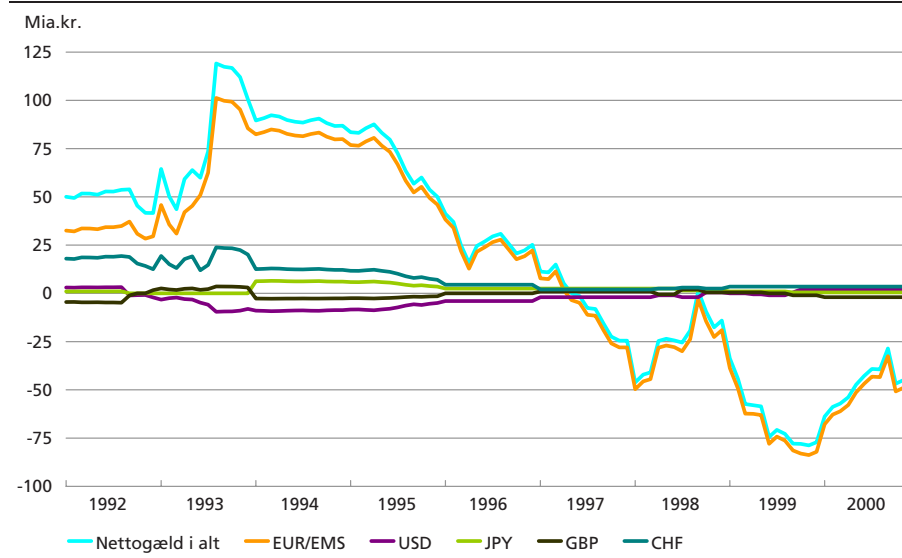
¹ Jf. Beretning til statsrevisorerne om statens låntagning og gæld, januar 1991.

² I det følgende vil ordet nettogæld blive anvendt som betegnelse for såvel nettogæld som nettotilgodehavende.

³ EMS-kernevalutaerne omfatter her DEM, FRF, NLG, BEF, XEU.

NETTOGÆLD OG NETTOPOSITIONER, 1992-2000

Figur 8.3.1



Til støtte for bestemmelsen af den konkrete neutralfordeling blev anvendt en porteføljemodel, der tog højde for langsigtede valutakursforventninger, valutakursrisici samt korrelationer mellem valutaer og rentespænd.

Neutralfordelingen blev fra samstyringens indførelse og frem til 1995 fastsat som en *relativ* fordeling af nettogælden. Det var imidlertid mindre formålstjenligt, idet den absolutte eksponering i valutaerne og dermed den samlede valutakursrisiko ændrede sig ved ændringer i nettogældens størrelse, jf. figur 8.3.1. Fra 1996 blev neutralfordelingen fastsat som en *absolut* fordeling for alle valutaer undtagen EMS-kernevalutaerne. Det havde den betydning, at positionen i EMS-valutaerne blev bestemt som forskellen mellem nettogælden og positionerne i de andre valutaer. Faldt nettogælden, som det var tilfældet i 1996 og 1997, i takt med Nationalbankens opkøb af valuta, ville dette alene afspejle sig i et fald i nettogælden i EMS-valutaerne.

Neutralfordelingens performance

Der er løbende blevet beregnet afkast af valutasammensætningen af nettogælden i neutralfordelingen. Performance på neutralfordelingen er derefter beregnet som forskellen i afkast på neutralfordelingen og på en ren euroeksponering. Siden samstyringens indførelse i 1992 har der været en positiv performance på ca. 0,2 mia.kr., jf. figur 6.3.2.

Samstyringen har generelt levet op til hensigterne, idet dens indførelse underlagde styringen af valutakursrisikoen faste rammer, gav større klarhed om statens og Nationalbankens samlede valutakursrisiko og medførte den tilstræbte koordinering mellem låntagning og placering.

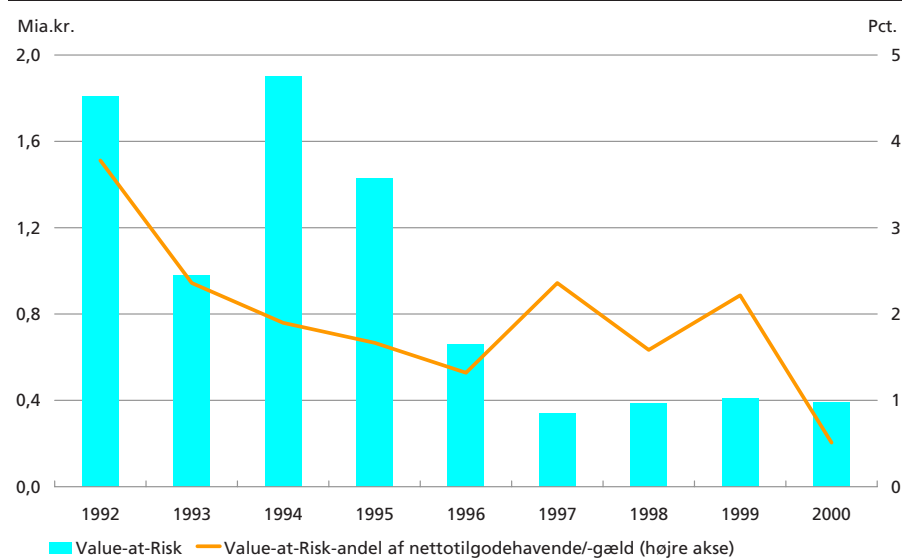
Siden samstyringen blev indført, er nettopositionerne i andre valutaer end euro blevet reduceret, således at risikoniveauet er nedbragt, jf. figur 8.4.1.

Figur 8.4.1 illustrerer udviklingen i det såkaldte Value-at-Risk-risikomål. Målet angiver i dette tilfælde med en sandsynlighed på 95 pct. det maksimale tab på neutralfordelingen over det kommende år set i forhold til en eksponering udelukkende i euro. Set i forhold til den absolutte størrelse på nettogælden har risikoniveauet været forholdsvis beskedent og faldende.

Samstyringen af statens og Nationalbankens valutakursrisiko tager udgangspunkt i nettoeksponeringen. Både set fra statens og Nationalbankens side er det hensigtsmæssigt, at der ikke er store bruttokursreguleringer, selv om nettokursreguleringerne er små. I takt med udløb af statens lån i dollar blev bruttopositionerne i dollar – og i de øvrige valutaer – reduceret, og der er ikke andre hensyn, der taler for, at staten eller Nationalbanken inden for rammerne af nettogældens lave risiko, har store bruttopositioner. Ved udgangen af 2000 var der således kun en mindre

VALUE-AT-RISK PÅ NEUTRALFORDELINGEN 1992-2000

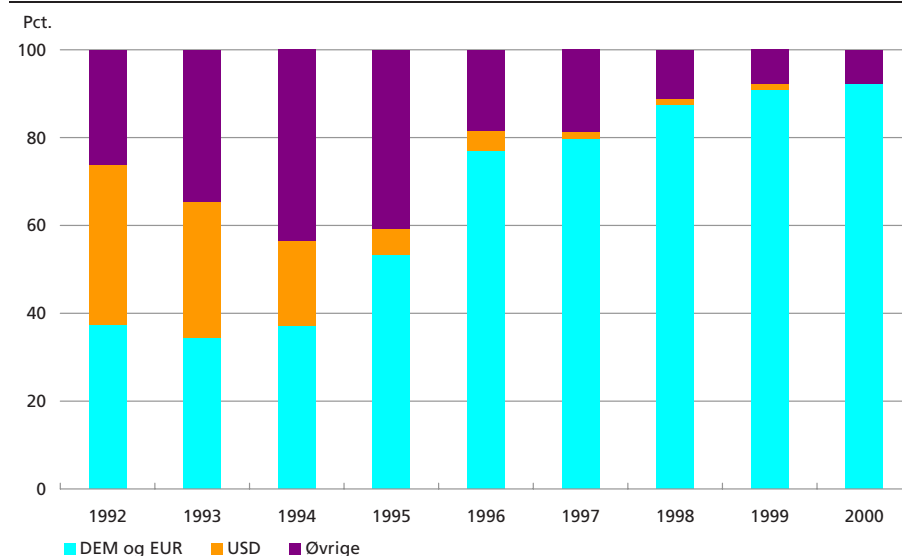
Figur 8.4.1



Anm.: Opgørelsen er foretaget primo året.

FORDELING AF STATENS UDENLANDSKE GÆLD, 1992-2000

Figur 8.4.2



Anm.: Observationer ultimo året.

andel af statens udenlandske gæld, der ikke var med eksponering i euro, jf. figur 8.4.2, og denne andel er i begyndelsen af 2001 omlagt til euro.

NYE RAMMER FOR SAMSTYRINGEN

8.5

Statens og Nationalbankens nedbringelse af bruttovalutakurseksponeringerne i andre valutaer end euro og hermed af bruttovalutakursrisici har ændret betingelserne for styringen af den samlede valutakursrisiko. Der er derfor ikke længere behov for en formaliseret samstyring. Det er fortsat sigtet, at der ikke sker lånoptagelse i én valuta med efterfølgende placering af provenuet i en anden, samt at staten ikke via Nationalbanken påføres en betydelig indirekte valutakursrisiko. Dette sikres ved, at det fra 2001 er besluttet, at statens udenlandske gæld udelukkende skal være med eksponering i euro. Samtidig er Nationalbankens valutakurseksponering på valutareserven fortrinsvis i euro, og ændringer i valutareserven sker som udgangspunkt i euro.

KAPITEL 9

Scenarieanalyser af statsgælden

SAMMENFATNING**9.1**

Ved den langsigtede planlægning af statsgældspolitikken benyttes en scenariemodell til at analysere mulighederne for at nå målsætningerne for statsgældspolitikken. Modellen viser, hvordan gældsporteføljen vil udvikle sig under en række standardiserede antagelser. Ved at inkludere analyser af denne type i beslutningsgrundlaget for statsgældspolitikken sikres, at en given strategi er konsistent på længere sigt, herunder med Finansministeriets forventede fremtidige statslige nettofinansieringsbehov.

I den første del af kapitlet introduceres scenariemodellen – herunder hvilken funktion modellen har i planlægningen af statsgældspolitikken, og hvordan den kan bruges i praksis. I anden del af kapitlet vises et eksempel på, hvorledes modellen kan anvendes.

PRÆSENTATION AF SCENARIEMODELLEN**9.2**

Til brug for den overordnede styring af statsgældspolitikken benyttes en scenariemodell, der kan illustrere samspillet mellem styringen af renterisiko på statsgælden og opbygningen af store og likvide benchmarkserier. Tidshorisonten i modellen er 10 år. Modellens styrke er, at den kan illustrere effekterne af de enkelte styringsinstrumenter på statens muligheder for at opfylde sine delmål, samt hvad der sker, når instrumenterne kombineres.

Scenariemodellen anvendes ikke til egentlige prognoser for udviklingen i statens gæld. Modellen viser alene, hvorledes gældsporteføljen vil udvikle sig under en række standardiserede antagelser. Det er dermed mulighedsområdet for en sammenhængende statsgældspolitik, som afdekkes med modellens scenarier.

Hele statsgælden er omfattet af scenarierne, men i modellen fokuseres på simuleringen af den indenlandske låntagning, der udgør langt den største del af statsgælden. Scenarierne for de øvrige dele af statsgælden fastlægges uden for modellen.

Scenariemodellen bruges sammen med Cost-at-Risk (CaR), jf. kapitel 10, i den overordnede planlægning af statsgældspolitikken. I scenariemo-

dellen kan forskellige lånescenarier og deres betydning for gældens varighed, afdragsprofil mv. illustreres. Disse scenariers fremtidige renteomkostninger kan herefter vurderes ved brug af CaR-modellen. Ved at kombinere brugen af scenariemodellen og CaR-modellen fås et bredt billede af mulighederne for at sikre lave langsigtede omkostninger under hensyntagen til renterisiko.

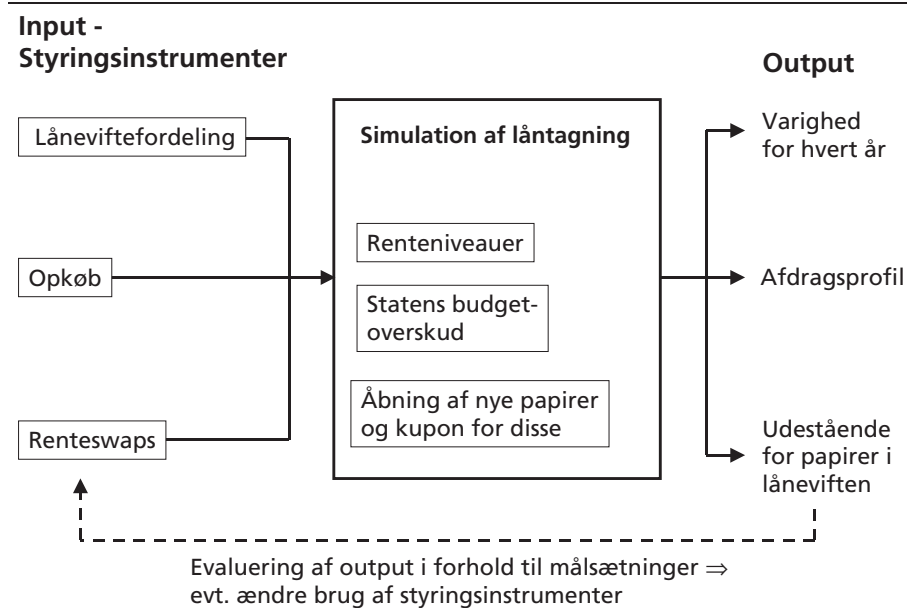
Brug af scenariemodellen i praksis

Scenariemodellen er illustreret i figur 9.2.1. Indledningsvist fastlægges målsætninger for varighed, afdragsprofil og udestående i låneviftens papirer. Dernæst fastlægges modellens parametre for renteniveauer, statens budgetoverskud og åbning af nye papirer. Der skal endvidere fastlægges niveauer for styringsinstrumenterne i form af låntagningens procentvise fordeling på papirer i låneviften, samt brug af opkøb og renteswaps for hvert år. På basis af de angivne parametre og styringsinstrumenter beregner modellen låntagningen og gælden 10 år frem. For hvert år opgør modellen udestående i låneviftens papirer, varighed og afdragsprofil. Modellens resultater kan herefter sammenholdes med målsætningerne. Hvis det vurderes, at målsætningerne ikke er opfyldt, justeres styringsinstrumenterne, og modellen køres igen. Der er således tale om en iterativ proces.

Modellen benyttes på denne måde som en del af beslutningsgrundlaget for at fastlægge statsgældspolitiske strategier, der er indbyrdes kon-

SCENARIEMODELLEN

Figur 9.2.1



sistente på længere sigt, herunder konsistente med Finansministeriets forventede fremtidige statslige nettofinansieringsbehov. Endelig kan modellen give en indikation af, hvor følsom udviklingen i gældsporteføljens varighed og afdragsprofil er over for ændringer i brugen af styringsinstrumenter.

Opbygning af scenariemodellen

I modellen beregnes varighed, udestående i låneviftens papirer og afdragsprofil for statens gæld ultimo hvert analyseår. Den anvendte tids-horisont er 10 år. Hermed illustreres såvel de kortsigtede effekter på udestående, varighed og afdragsprofil af statens styringsinstrumenter, som hvordan disse udvikler sig på længere sigt, hvis en bestemt strategi fastholdes.

Renteniveauerne i modellen beskrives via en nul kuponrentekurve. Nul-kuponrentekurven benyttes til at beregne kursværdi af statspapirer, der udstedes eller købes op. Endvidere fastlægges en swaprente. Denne anvendes i forbindelse med beregningen af varigheden på det faste ben i swapporteføljen. De nævnte renter antages at være konstante gennem analyseperioden.

Endvidere skal *statens budgetoverskud* i hvert analyseår fastlægges. Budgetoverskuddet fås fra Finansministeriets mellemfristede prognose for statens nettokassesaldo.

Endelig fastlægges, *i hvilke år og med hvilken kupon nye papirer i låneviften åbnes*. Frekvensen for åbning af nye papirer har betydning for, hvor stort udestående der kan opbygges i det enkelte papir. Almindeligvis antages nye 2-årige papirer åbnet hvert år, mens nye 5- og 10-årige papirer åbnes hvert andet år. Kuponen fastlægges normalt således, at emissionskursen er omkring 100.

Betydning af styringsinstrumenterne i modellen

Styringsinstrumenternes påvirkning af gældsporteføljen sker via en række effekter, der indbyrdes påvirker hinanden. *Låntagningens fordeling på låneviftens papirer* har for det første betydning for udestående i de enkelte papirer. Herved påvirkes også afdragsprofilen og dermed de fremtidige lånebehov. For det andet bestemmer lånefordelingen varigheden på nyudstedelser i modellen, hvorved også varigheden for den samlede gæld påvirkes.

Opkøb flytter lånebehovet fra papirets udløbsår til det år, hvor opkøbet finder sted. Herved påvirkes både opbygningen af papiret i låneviften og afdragsprofilen, hvorfor også varigheden påvirkes.

I modellen er der desuden mulighed for at indgå indenlandske *renteswaps*. Ved fx at indgå renteswaps fra fast 10-årig rente til variabel rente

EFFEKT PÅ DELMÅLSÆTNINGER			Tabel 9.2.1
Styringsinstrumenter	Udestående i låneviftens papirer	Afdragsprofil	Varighed
Låntagningens fordeling på låneviftepapirer	✓	✓	✓
Opkøb	✓	✓	✓
Renteswaps			✓

reduceres varigheden på statens gæld, idet den variabelt forrentede gæld har en lavere varighed end den fast forrentede.

De direkte effekter af styringsinstrumenterne på målsætningerne er opsummeret i tabel 9.2.1.

EKSEMPEL PÅ BRUG AF SCENARIEMODELLEN

9.3

I det følgende vises et eksempel på, hvorledes modellen kan bruges til at beregne scenarier for udviklingen i statsgældens sammensætning. Der er tale om hypotetiske scenarier, som er valgt for at illustrere, hvordan opkøb og brug af renteswaps påvirker udviklingen i varighed og opbygningen af papirer i låneviften.

Fastlæggelse af målsætninger og modelparametre

Indledningsvis fastlægges målsætninger for statsgældspolitikken. Her er der som eksempel valgt følgende:

- Udestående i det 10-årige segment er mindst 60 mia.kr.
- Der sigtes mod et varighedsniveau, som ikke overstiger 3,5 år.

Herefter fastlægges de parametre, der indgår i modellen. I dette eksempel vælges følgende:

- Nulkuponrentekurven og swaprenten fra ultimo 2000.
- Statens budgetoverskud fastlægges som Finansministeriets mellemfristede budgetskøn, der viser et overskud i størrelsesordenen 20-26 mia.kr. i årene 2001-10.
- 2-årige papirer åbnes hvert år med kupon 5 pct., 5-årige papirer åbnes hvert andet år med kupon 5 pct., og 10-årige papirer åbnes hvert andet år med kupon 6 pct.

Boks 9.1 opsummerer antagelserne bag beregningerne i eksemplet.

Fastlæggelse af brug af styringsinstrumenter

Herefter fastlægges den brug af styringsinstrumenterne, hvis effekt ønskes beregnet i modellen. I dette eksempel illustreres tre hypotetiske

ANTAGELSER BAG BEREGNINGSEKSEMPEL	Boks 9.1
• Udgangspunktet er den eksisterende gæld, ultimo 2000. • Der udstedes i de 2-, 5-, og 10-årige løbetidssegmenter. Der åbnes et nyt 2-årigt papir hvert år med initial restløbetid på 3 år, et nyt 5-årigt papir hvert andet år med initial restløbetid på 5 år og et nyt 10-årigt papir hvert andet år med initial restløbetid på 11 år. Kuponerne fastlægges, så kursen på udstedelserne er omkring 100. For de tre løbetidssegmenter vælges kuponer på henholdsvis 5 pct., 5 pct. og 6 pct. • Nulkuponrentestrukturen og swaprenten ultimo 2000 er anvendt frem til 2010. • Den årlige samlede låntagning til kursværdi er lig det årlige nettofinansieringsbehov plus afdrag. Det årlige nettofinansieringsbehov følger Finansministeriets mellemfristede budgetsøn, som viser overskud i størrelsesordenen 20-26 mia.kr. i årene frem til 2010. • Den nominelle værdi af det samlede udestående i skatkammerbeviser holdes konstant på ca. 34 mia.kr. over perioden. • Det antages, at nominelt udestående og varighed holdes konstant gennem hele perioden for den udenlandske gæld, Den Sociale Pensionsfond og statens konto svarende til niveauet ultimo 2000. • Macaulay-varighed beregnes ultimo året.	

scenarier, jf. tabel 9.3.1. Først vises forløbet uden brug af opkøb og nye renteswaps, herefter indføres opkøb, og til sidst benyttes både opkøb og nye renteswaps. Låntagningen er fordelt således, at 40 pct. af lånebehovet antages dækket med udstedelser i det 10-årige segment, 20 pct. med udstedelser i det 5-årige segment og 40 pct. med udstedelser i det 2-årige segment. Dette svarer nogenlunde til låntagningens sammensætning i de senere år.

SCENARIOOVERSIGT				Tabel 9.3.1
Styringsinstrumenter	Scenario uden opkøb og nye swaps	Scenario med opkøb uden nye swaps	Scenario med opkøb og nye swaps	
Låntagningens fordeling på låneviftepapirer	40-20-40	40-20-40	40-20-40	
Opkøb	•	Der foretages årligt opkøb i kortere papirer med nogle års restløbetid for at sikre opbygningen af de 10-årige papirer. Opkøbene stiger gradvist fra 5 til 35 mia.kr. frem til 2010.	Der foretages årligt opkøb i kortere papirer med nogle års restløbetid for at sikre opbygningen af de 10-årige papirer. Opkøbene stiger gradvist fra 5 til 35 mia.kr. frem til 2010.	
Renteswaps	•	•	Indgå renteswaps, så varigheden ikke overstiger 3,50 år.	

Anm.: Ved 40-20-40 forstås, at 40 pct. af lånebehovet hvert år dækkes ved udstedelse i 10-årige papirer, 20 pct. ved udstedelse i 5-årige papirer og 40 pct. ved udstedelse i 2-årige papirer.

Model simulerer låntagning og producerer output

Efter at parametre og brug af styringsinstrumenter er fastlagt, beregnes udviklingen i varighed, afdragsprofil og opbygningen af papirer i låneviften for hvert analyseår. Varighedsudviklingen for de tre scenarier er opsummeret i figur 9.3.1.

Figuren viser, at såfremt hverken opkøb eller renteswaps benyttes, ligger varigheden for statens gæld relativt lavt i perioden 2001-05. Dette skyldes, at den indenlandske gældsportefølje i denne periode indeholder forholdsvis store lån med kort restløbetid. Fra 2006 og frem stiger varigheden til op mod 3,5 år.

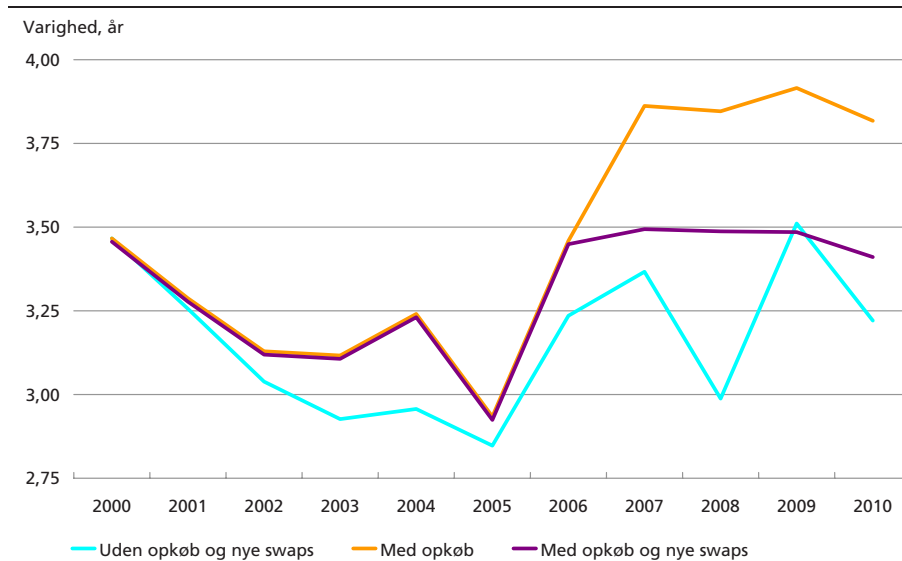
Ved at benytte opkøb til sikringen af et udestående på mindst 60 mia.kr. i de 10-årige papirer øges varigheden. Dette skyldes, at det beregningsteknisk er antaget, at der i de fleste år købes op i papirer med kortere restløbetid end nyudstedelserne.

Endelig viser figur 9.3.1 effekten af renteswaps. I den sidste del af perioden er der indgået nye renteswaps fra fast til variabel rente, så varigheden bringes ned under 3,5 år.

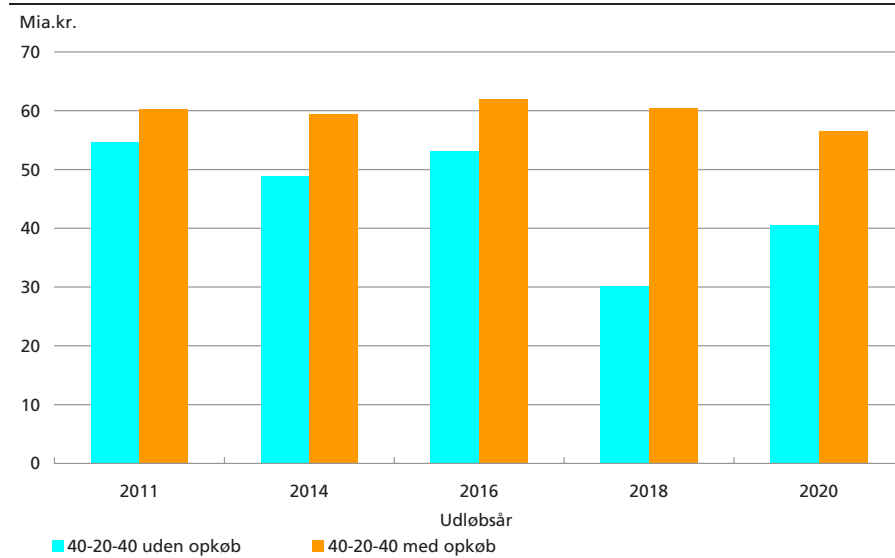
I figur 9.3.2 opsummeres modellens resultater vedrørende opbygning af de 10-årige papirer under de forskellige scenarier. Renteswaps har ikke direkte effekt på opbygningen af papirer, så her sammenlignes kun scenarierne henholdsvis med og uden opkøb.

Opkøb forøger generelt størrelsen af de 10-årige papirer på grund af et øget lånebehov i året, hvor opkøbet finder sted. Hermed kan der sikres et udestående i de 10-årige papirer på mindst 60 mia.kr.

EFFEKT AF RENTESWAPS OG OPKØB PÅ UDVIKLINGEN I VARIGHED, 2000-10 Figur 9.3.1



OPBYGGET UDESTÅENDE FOR 10-ÅRIGE PAPIRER I LÅNEVIFTEN VED 40-20-40 Figur 9.3.2



AFSLUTNING

9.4

Ved planlægningen af statsgældspolitikken er det vigtigt at kunne belyse effekterne på kort og langt sigt af forskellige lånestrategier på udviklingen i statsgældens varighed og afdragsprofil samt udeståendet i benchmarkpapirerne. Den gennemgåede scenariemodel gør det muligt, at denne form for analyser kan indgå som en regelmæssig del af beslutningsgrundlaget for statsgældspolitikken.

KAPITEL 10

Cost-at-Risk

SAMMENFATNING**10.1**

Statsgældens renterisiko styres via varighed og afdragsprofil, men disse giver ikke i sig selv grundlag for en vurdering af den risiko, som statsgælden giver anledning til. For at vurdere denne risiko anvendes Cost-at-Risk (CaR) analyser. Ved hjælp af CaR kvantificeres statens risiko ud fra skøn om den fremtidige renteudvikling. Dette giver et vigtigt input ved afvejningen af renterisiko og omkostninger.

I CaR-beregninger defineres risiko som risikoen for, at de årlige omkostninger på statsgælden stiger. Staten er eksponeret over for rente- og refinansieringsrisiko, da den fremtidige låntagning sker til ukendte renter. Dermed er de fremtidige omkostninger også ukendte. Et højt renteniveau i et givet år vil medføre relativt dyr refinansiering af statsgælden og dermed høje renteudgifter i de efterfølgende år.

I CaR-analysen genereres der rentescenarier, og der beregnes fremtidige omkostninger på den indenlandske statsgæld i hvert rentescenario. Ud fra disse beregninger kan der opstilles sandsynlighedsfordelinger for statens fremtidige renteomkostninger. Det giver mulighed for at vurdere renterisikoen på den indenlandske statsgæld.

Der vil i 2001 blive arbejdet med at videreudvikle CaR-modellen, så de øvrige dele af statsgælden kan håndteres. Desuden er der behov for at udvide modellen med opkøb. Det er endvidere målet at arbejde med renteinputtet i CaR, da dette er af afgørende betydning for resultaterne.

Den første del af kapitlet er i store træk identisk med kapitel 9 i Statens låntagning og gæld 1999. I forhold til CaR-modellen fra 1999, er der sket en udvidelse af tidshorizonten fra 5 til 10 år, og modellen inkluderer renteswaps i kroner. Den sidste del af kapitlet indeholder nye analyser af modellens renteinput.

METODE**10.2**

Den primære risiko på den indenlandske statsgæld er uventede store renteudgifter. I CaR-modellen beregnes fremtidige renteomkostninger på den indenlandske statsgæld, og renterisikoen kvantificeres.

CaR-DEFINITIONER	Boks 10.1
I CaR-modellen defineres de forventede omkostninger som middelværdien af de beregnede fremtidige omkostninger. Absolut CaR for et givet år angiver de maksimale omkostninger med 95 pct. sandsynlighed. Relativ CaR er forskellen mellem absolut CaR og middelværdien. Relativ CaR angiver dermed den maksimale stigning i omkostningerne i forhold til middelværdien for et givet år med 95 pct. sandsynlighed. Der kan også tages udgangspunkt i andre fraktiler end 95 pct., fx 99 pct.-fraktilen, når der ses på mere ekstreme situationer. CaR er metodemæssigt beslægtet med Value-at-Risk (VaR), der udtrykker det maksimale fald i en porteføljes markedsværdi med en given sandsynlighed over en given – typisk relativt kort – tidshorisont. Det gælder for både VaR og CaR, at beregningerne i høj grad afhænger af den rentemodell, der benyttes, og de antagelser der i øvrigt gøres i modellen.	

Udgangspunktet for CaR-beregningerne er oplysninger om den eksisterende gæld og statens forventede fremtidige budgetoverskud. Endvidere genereres der fremtidige rentescenarier. Ud fra disse input kan fremtidige omkostninger beregnes.

De fremtidige omkostninger på gælden afhænger i høj grad af den fremtidige renteudvikling. Generering af et stort antal rentescenarier giver mulighed for at opstille sandsynlighedsfordelinger for de fremtidige omkostninger. De forventede omkostninger i et givet år defineres som middelværdien af de fremtidige omkostninger. Absolut CaR angiver de maksimale omkostninger med 95 pct. sandsynlighed, mens relativ CaR er forskellen mellem absolut CaR og middelværdien, jf. boks 10.1.

Tidshorisonten i beregningerne er valgt til at være 10 år. Der beregnes omkostninger for hvert år. En periode på 10 år giver indblik i risikoen på både kort og langt sigt.

Renteinputtet er en afgørende faktor i beregningen af CaR. Der findes mange rentemodeller, både teoretiske og empiriske. Her er der valgt en én-faktor-model, udviklet af Cox, Ingersoll og Ross, også kaldet CIR-modellen¹. Denne rentemodell indeholder den ønskede stokastik og er håndterbar i praksis.

Der genereres kvartalsvise fremtidige spotrenter, dvs. hvert rentescenario indeholder 40 spotrenter, svarende til en periode på 10 år. Metoden til generering af fremtidige spotrenter fremgår af boks 10.2. Der genereres i alt 2.500 scenarier for de fremtidige spotrenter.

¹ Cox, J. C., Ingersoll, J. E. og Ross, S. A., 1985, A Theory of the Term Structure of Interest Rate, *Econometrica*, vol. 53, nr. 2, s. 385-407.

GENERERING AF SPOTRENTER	Boks 10.2
CIR-modellen er en én-faktor-model, hvor det stokastiske element i modellen er spotrenten. Dette betyder, at spotrenten bestemmer hele rentekurven til et givet tidspunkt. Ændringen i spotrenten beskrives ved hjælp af en stokastisk proces. Parametrene i denne proces er henholdsvis ligevægtsværdien for spotrenten, hastigheden for rentetilpasningen, dvs. hastigheden hvormed spotrenten bevæger sig tilbage mod ligevægtsværdien, og volatiliteten i spotrenten. Parametrene i CIR-modellen estimeres fra historiske data. Den anvendte metode er præsenteret i Overbeck, L. og Rydén, R., 1997, Estimation in the Cox-Ingersoll-Ross Model, <i>Econometric Theory</i>, vol. 13, s. 430-461. Estimationen er baseret på kvartalsvise observationer af spotrenten fra 1987-2000. Resultatet af estimationen er: tilpasningsparameter=0,1670, ligevægtsspotrente=7,20 pct. og spotrentevolatilitet=0,09845. De estimerede parametre bruges derefter til at generere fremtidige spotrenter. Modellen har "mean reversion"-egenskaber, dvs. spotrenten vil tendere at bevæge sig mod ligevægtsniveauet.	

Ud fra hver spotrente kan der udregnes en nulkuponrentekurve. Da der er 40 spotrenter i hvert rentescenario og 2.500 rentescenarier i alt, er CaR-beregningerne baseret på 100.000 rentekurver.

De øvrige datainput til CaR-modellen er information om den eksisterende gæld, dvs. periodiserede omkostninger og betalinger på gælden. Endvidere indgår antagelser om statens budgetoverskud før renter 10 år frem i tiden.

Endelig indgår forudsætninger om sammensætningen af låntagningen, fx at der udstedes 40-20-40 pct. af henholdsvis 2-, 5- og 10-årige statspapirer hvert år, og at udestående i skatkammerbevisprogrammet er konstant.

På baggrund af ovenstående input beregnes årlige omkostninger 10 år frem. Output fra beregningerne er således 2.500 forløb for fremtidige årlige omkostninger på den indenlandske gæld. Ud fra disse forløb beregnes middelværdien og 95 pct.-fraktilen af omkostningerne, og dermed absolut og relativ CaR.

INDENLANDSKE RENTESWAPS

10.3

Staten indførte i 1998 renteswaps i danske kroner som et nyt instrument i den indenlandske statsgældspolitik. Indgåelse af renteswaps, hvor der fx betales en variabel 6-måneders rente og modtages en fast 10-årig rente, betyder isoleret set, at varigheden på gælden mindskes. Dette skal ses i lyset af, at denne type renteswaps er et alternativ til kort låntagning. En lavere varighed på gælden resulterer i højere risiko, men lavere forven-

SWAPRENTEN

Boks 10.3

Swaprenten kan beregnes med følgende formel, jf. Statens låntagning og gæld 1998, side 99:

$$c = \frac{1 - d(0, T)}{\sum_{i=1}^f d(0, t(i, F))}$$

hvor c er swaprenten, $d(0, t)$ er diskonteringsfaktoren mellem tidspunktet 0 og t , og $t(i, F)$ er betalingstidspunktet for den i 'te betaling på swappens faste ben ud af i alt f betalinger, $t(f, F) = T$.

Swaprenten bestemmes udelukkende af ovenstående diskonteringsfaktorer, og disse kan udregnes ved hjælp af swapkurven, som er kendt til tidspunkt 0. Der er i beregningerne antaget et fast spænd mellem nulkuponkurven og swapkurven.

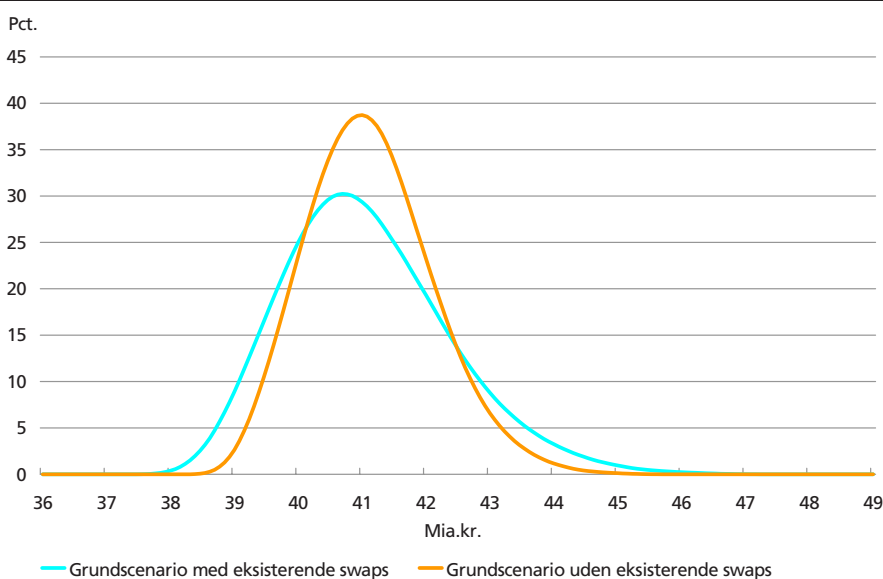
tede renteomkostninger. For en nærmere gennemgang af indenlandske renteswaps henvises til Statens låntagning og gæld 1998, kapitel 8.

I modelleringen af renteswaps i CaR antages et fast spænd mellem nulkuponrentekurven og swaprentekurven. Swaprenten fastsættes således, at swappen har en værdi på nul på indgåelsestidspunktet. Metoden til beregning af swaprenten fremgår af boks 10.3.

Udestående i indenlandske renteswaps ultimo 2000 var 21 mia.kr. Figur 10.3.1 viser fordelingen af omkostningerne i 2001 med og uden de eksisterende renteswaps. Det ses, at omkostningsfordelingen med rente-

FORDELING AF OMKOSTNINGER MED OG UDEN SWAPS I 2001

Figur 10.3.1



swaps har tykkere haler. Med andre ord er risikoen for at få ekstreme omkostninger større, end det er tilfældet uden renteswaps. Middelværdien er desuden lavere. Dette er et udtryk for, at de indgåede renteswaps har givet lavere låneomkostninger gennem lavere varighed, men til gengæld højere renterisiko.

CaR FOR UDVALGTE LÅNESTRATEGIER

10.4

I det følgende gennemgås CaR-beregninger for fire forskellige lånestrategier. For alle lånestrategier er der antaget en fast fordeling af låntagningen på løbetidssegmenter fra 2001 til 2010. Der er antaget et konstant udestående i skatkammerbeviser og i renteswaps. Af tabel 10.4.1 fremgår fordelingen af låntagningen på løbetidssegmenter.

I hver låntagningsstrategi anvendes det samme renteinput. Endvidere antages det, at overskuddet på statens budget før renteudgifter på den indenlandske gæld er det samme. Tallene er baseret på Finansministeriets mellemfristede budgetsøn og viser i gennemsnit et nettokasseoverskud på 24 mia.kr. pr. år.

Det fremgår af figur 10.4.1, at de forventede omkostninger for alle strategierne er faldende gennem perioden. Årsagen er de skønnede overskud på statens budget i den betragtede periode, der indebærer lavere finansieringsbehov og dermed faldende gæld. De forventede omkostninger i 2001 er omkring 41 mia.kr. for alle scenarierne.

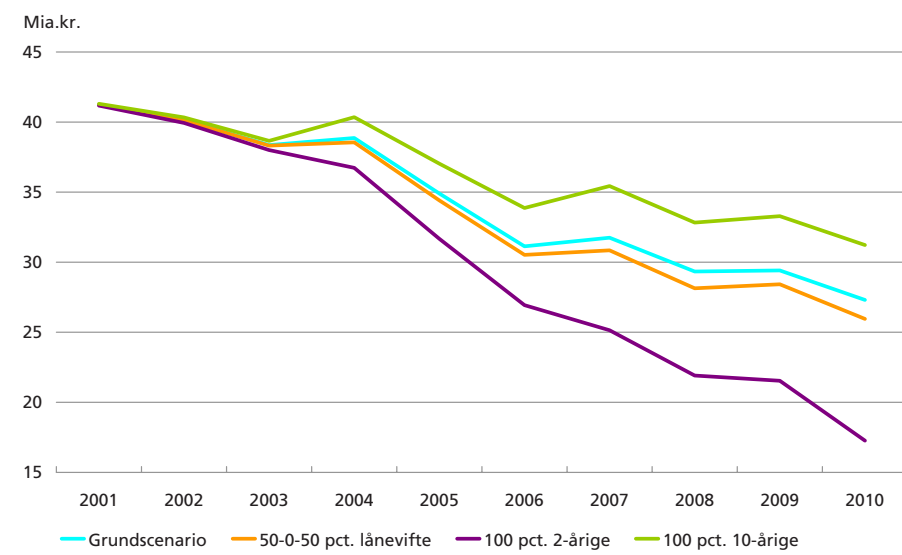
Omkostningerne er relativt konstante over for ændringer i låneviften på kort sigt (2001 og 2002). Forskellen mellem lånestrategierne bliver tydeligere over tid, da virkningerne akkumuleres. Dette afspejler, at det tager tid at ændre gældens risikoprofil, når udgangspunktet er gæld, der er jævnt fordelt på løbetider. Forskellen mellem lånescenarierne skyldes hovedsageligt forskellen i renteudgifterne på forskellige lånesegmenter. Disse forskelle fremkommer, fordi rentekurven normalt er stigende.

Det fremgår af tabel 10.4.2, at lånestrategien med den korteste låntagning giver de laveste forventede omkostninger, men til gengæld den højeste renterisiko.

LÅNESTRATEGIER		Tabel 10.4.1		
Pct.	2-årige	5-årige	10-årige	
Grundscenario	40	20	40	
50-0-50 pct. lånevifte	50	0	50	
100 pct. 2-årige	100	0	0	
100 pct. 10-årige	0	0	100	

MIDDELVÆRDI FOR OMKOSTNINGER

Figur 10.4.1



Af figur 10.4.2 fremgår sammenhængen mellem de forventede omkostninger og relativ CaR for 2005 for de fire lånestrategier. Det ses, at omkostningerne ikke kan reduceres, uden at risikoen øges. Sammenhængen mellem de forventede omkostninger og relativ CaR i 2005 kan approksimeres lineært. Relativ CaR stiger med ca. 1 mia.kr., når de forventede omkostninger reduceres med 1 mia.kr.

Figur 10.4.3 viser nogle udvalgte omkostningsfordelinger for grundscenariet i den betragtede periode. Det ses, at kurverne bliver fladere over tid. Dette afspejler usikkerheden om de fremtidige renter. Fladere kurver betyder, at sandsynligheden for at få omkostninger omkring middelværdien mindskes, mens sandsynligheden for at få mere ekstreme omkostninger øges.

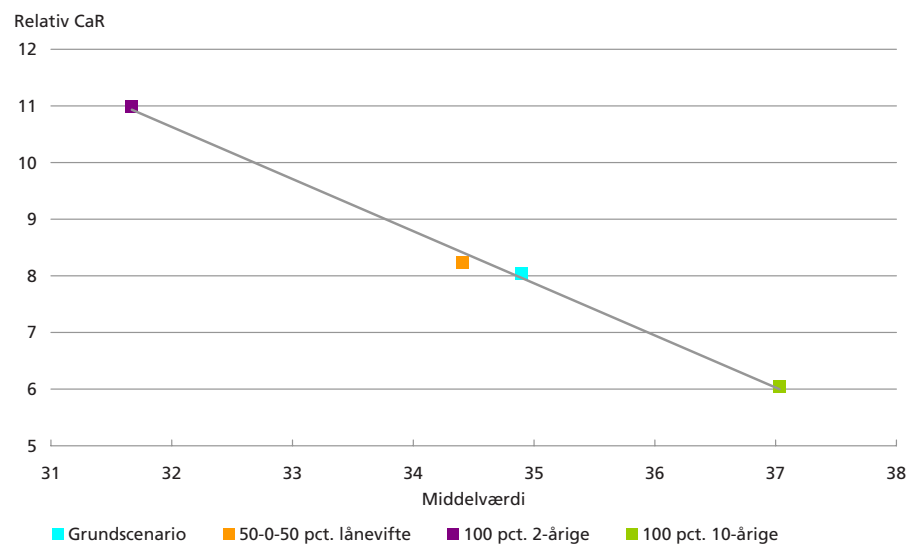
UDVALGTE CaR-TAL

Tabel 10.4.2

Mia.kr.	2001	2002	2005	2010
<i>Middelværdi</i>				
Grundscenario	41,2	40,2	34,9	27,3
50-0-50 pct. lånevifte	41,2	40,1	34,4	26,0
100 pct. 2-årige	41,2	39,9	31,7	17,3
100 pct. 10-årige	41,3	40,3	37,0	31,2
<i>Relativ CaR</i>				
Grundscenario	2,3	4,9	8,1	8,3
50-0-50 pct. lånevifte	2,3	5,0	8,2	7,6
100 pct. 2-årige	2,5	5,6	11,0	13,1
100 pct. 10-årige	2,1	4,3	6,0	6,5

SAMMENHÆNG MELLEM MIDDELVÆRDI OG RELATIV CaR I 2005, MIA.KR.

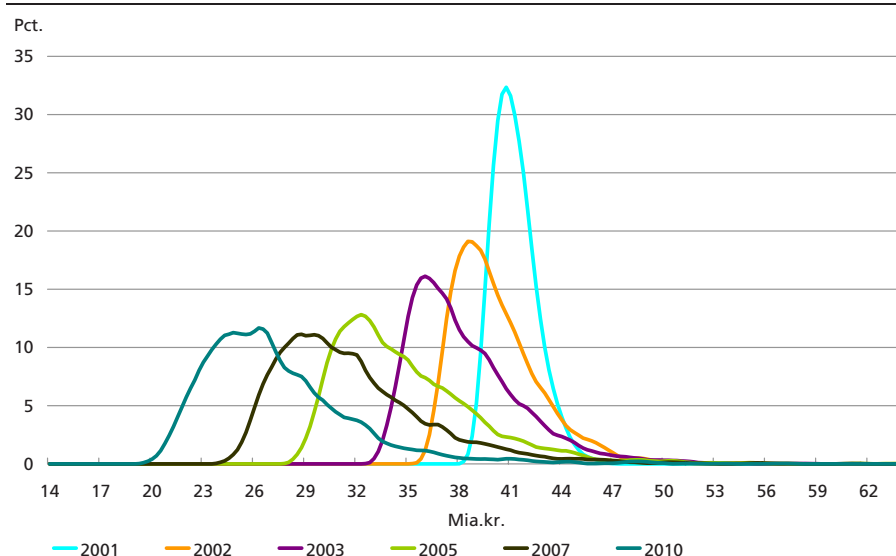
Figur 10.4.2



Det fremgår endvidere, at middelværdien – de forventede omkostninger – reduceres over tid. Årsagen er som nævnt de skønnede overskud på statens budget i den betragtede periode. Overskud på statens budget medfører lavere finansieringsbehov, hvilket fører til mindsket låntagning og dermed mindre renteudgifter over tid.

OMKOSTNINGSFORDELINGER FOR GRUNDSCEARIET

Figur 10.4.3



CaR-beregningerne kræver en del input og antagelser om renter, finansieringsbehov mv. Ændringer i disse medfører ændringer i CaR-resultaterne. I det følgende beskrives modellens nuværende renteinput, og det sammenholdes med historiske renter. Endvidere belyses egenskaberne ved nogle af de mere ekstreme renteforløb.

Egenskaber ved de anvendte renter

De anvendte renter er genereret i CIR-modellen. Parametrene er estimeret på baggrund af historiske rentedata for perioden 1987-2000. Generering af fremtidige renter tager udgangspunkt i renteniveauet på beregningstidspunktet.

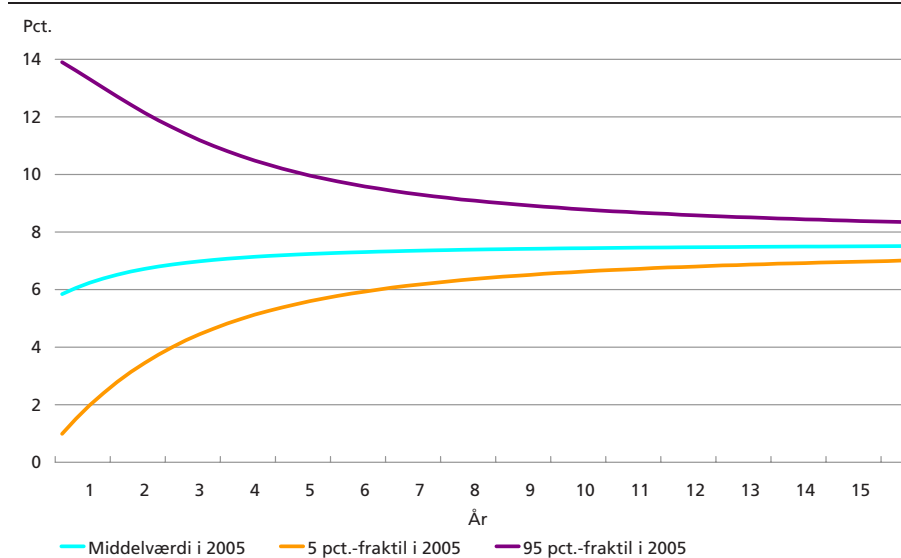
I figur 10.5.1 er vist formen af de generede rentekurver i 2005. Nulkuponrenterne i den gennemsnitlige rentekurve ligger fra 6 til 8 procentpoint. Det ses endvidere på fraktilerne, at de korte renter er meget mere volatile end de lange. Dvs. kort låntagning er billigere, men til gengæld vil udsvingene i de årlige omkostninger være større.

I tabel 10.5.1 sammenlignes de historiske rentekurver med de simulerede. Rentekurverne kategoriseres under to hovedtyper, normale kurver og inverse kurver.

Det fremgår af tabellen, at rentekurverne i de simulerede data udviser nogenlunde samme fordeling på henholdsvis normale og inverse kurver

DE GENEREREDE RENTEKURVER

Figur 10.5.1



FORMEN AF RENTEKURVER Tabel 10.5.1

	Historiske rentekurver	Simulerede rentekurver
Rentekurvens type	Pct.	
<i>Normale kurver</i>		
Flade	0	3
Almindelige	26	34
Stejle	17	33
Pukkelryggede	33	•
Normale kurver i alt	76	70
<i>Inverse kurver</i>		
Flade	0	0
Almindelige	2	8
Stejle	4	8
Pukkelryggede	18	14
Inverse kurver i alt	24	30
I alt	100	100

Anm.: En normal (invers) kurve er monotont stigende (aftagende). En pukkelrygget kurve er ikke monotont stigende eller aftagende. En normal pukkelrygget kurve er defineret som først aftagende og derefter stigende. Den absolutte forskel mellem spot- og 10-årig rente er for henholdsvis en flad, almindelig og stejl kurve på <1, 1-4 og >4 procentpoint. De simulerede kurver er dannet ved CIR-processen, mens de empiriske kurver er estimeret via Nelson-Siegel-metoden. CIR-processen kan ikke generere normale pukkelryggede kurver.

som i de historiske rentedata. Dvs. på det overordnede niveau stemmer CIR-modellen godt overens med empirien.

Sammenlignes kurverne på de findelte kategorier, ses det imidlertid, at pukkelryggede rentekurver udgør en stor del af de historiske rentedata. Det er derfor et problem ved CIR-modellen, at den genererer forholdsvis få rentekurver af denne type. Dette kan resultere i en fejlvurdering af risikoen i det korte segment.

Endvidere ses det af figur 10.5.1, at volatiliteten i de genererede lange renter er relativt lille i forhold til volatiliteten i de korte renter. Dette er i overensstemmelse med observerede data. I forhold til de observerede data undervurderer CIR-modellen imidlertid volatiliteten i de lange renter. Dette kan betyde, at risikoen på de lange segmenter undervurderes.

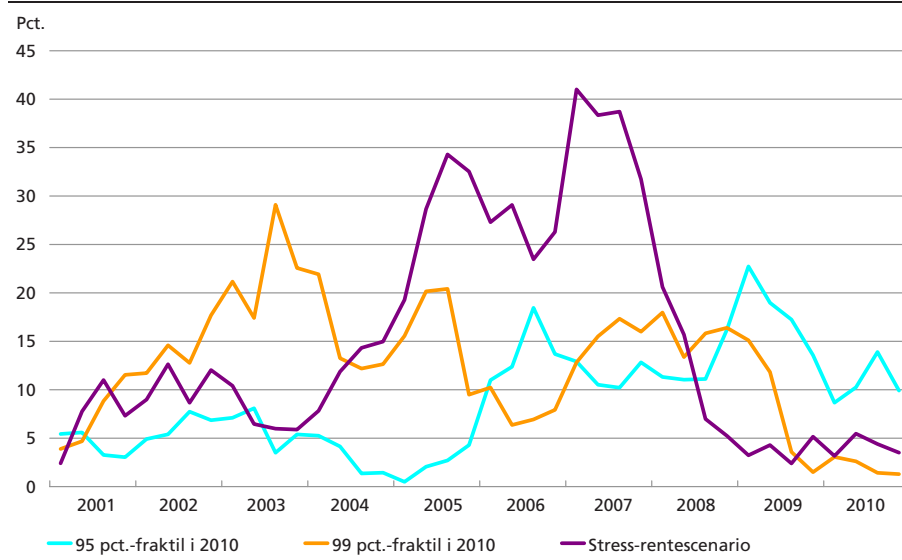
Ovenstående viser, at det er nødvendigt at arbejde videre med renteinputtet til CaR-beregningerne, herunder med alternative rentestrukturmodeller, fx fler-faktor-modeller.

Stress-test

I risikovurderingen anvendes 95 pct.-fraktilen af omkostningerne. I figur 10.5.2 er vist det spotrenteforløb, der resulterer i en renteomkostning svarende til 95 pct.-fraktilen i 2010. Til sammenligning er der

STRESS-RENTESCENARIER FOR SPOTRENTEN

Figur 10.5.2



også vist to andre spotrenteforløb. Det ene spotrenteforløb fører til 99 pct.-fraktilen i fordelingen for omkostningerne i 2010. Det andet er det spotrenteforløb, hvor de højeste spotrenter forekommer (stress-rentescenario).

Det spotrenteforløb, der resulterer i 95 pct.-fraktilen i 2010, ligger omkring 5 pct. fra 2001 til 2007, hvorefter spotrenten stiger til 25 pct. mod slutningen af perioden. De to øvrige renteforløb udviser større volatilitet og ligger gennemsnitligt på et højere renteniveau. I tabel 10.5.2 svarer omkostningsforløbene til renteforløbene i figur 10.5.2.

Den historiske renteudvikling i perioden 1987-2000 for henholdsvis spotrenten, den 2-årige og den 10-årige rente er vist i figur 10.5.3. Sammenlignes det historiske spotrenteforløb med de simulerede spotrenter vist i figur 10.5.2, ses det, at den historiske spotrente i en kort periode har været på niveau med de renter, der fremkommer i 95 pct.-fraktilens renteforløb.

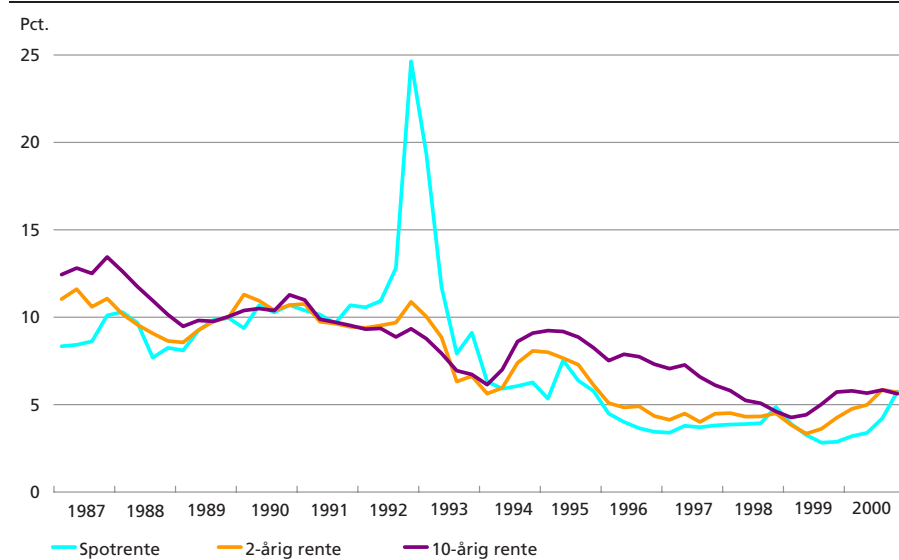
OMKOSTNINGER I STRESS-RENTEFORLØB, GRUNDSCEARIET

Tabel 10.5.2

Mia.kr.	2001	2002	2003	2005	2007	2008	2010
95 pct.-fraktil i 2010	40,9	39,9	38,6	31,6	36,3	35,5	35,6
99 pct.-fraktil i 2010	41,7	45,4	51,2	52,0	48,3	48,9	42,6
Stress-rentescenario	42,1	43,4	41,6	50,5	70,3	64,9	51,5

HISTORISKE NULKUPONRENTER, KVARTALSVISE OBSERVATIONER

Figur 10.5.3



AFSLUTNING

10.6

Det er centralt i statsgældspolitikken at finde en passende afvejning af forventede omkostninger og risiko. CaR supplerer styringsmålene varighed og afdragsprofil på den indenlandske statsgæld og er især nyttig, fordi der sker en kvantificering af renterisikoen.

CaR-resultaterne peger i retning af, at risikoen på den indenlandske statsgæld med dens nuværende sammensætning er forholdsvis lav. Den primære årsag er, at gælden er jævnt fordelt på løbetider.

Fremadrettet arbejdes der med at inkludere effekten af opkøb i CaR-modellen og at udvikle forskellige typer af renteinput. Endvidere omfatter CaR-beregningerne i øjeblikket kun den indenlandske gæld. Det er hensigten, at CaR-modellen med tiden skal omfatte de øvrige dele af statsgælden.

KAPITEL 11

Kreditrisici på swapmodparter

SAMMENFATNING

11.1

Staten har siden 1983 anvendt swaps med henblik på dels at reducere låneomkostningerne, dels at styre gældens valutafordeling og renterisiko.

Swaps kan indebære tab, såfremt modparten i swappen misligholder sine forpligtelser. Kreditrisikoen på swapmodparter søges begrænset gennem en restriktiv kreditpolitik og en løbende overvågning af kreditrisikoen på modparterne. Der har ikke været tilfælde, hvor modparter har misligholdt forpligtelser på swaps indgået med staten.

Trods et krav om, at en modpart ved indgåelse af en swap skal have en høj kreditværdighed, kan risikoen for misligholdelse aldrig elimineres helt. På den baggrund stiller staten nu krav til modparter om at indgå en sikkerhedsaftale, således at markedsværdier på indgåede swaps, der overstiger et vist beløb i statens favør, bliver afdækket ved sikkerhedsstillelse.

For at opnå det fulde udbytte af sikkerhedsaftalerne er der i forlængelse af aftalernes indgåelse sket en tilpasning af statens kreditstyring af swapporteføljen. Desuden har aftalerne medført en ændring i opgørelsen af krediteksponeringen på swapmodparter.

Uanset sikkerhedsaftalerne lægges der vægt på, at alle swapmodparter har en høj kreditværdighed. Af den grund indeholder statens rammeaftaler (ISDA Master Agreements) med modparterne såkaldte rating triggers og cross default-klausuler. De giver staten mulighed for at opheve swaps førtidigt, såfremt modpartens rating (kreditværdighed) bliver nedjusteret til et utilfredsstillende niveau, eller hvis modparten får likviditetsproblemer.

KREDITSTYRING AF SWAPMODPARTER

11.2

Baggrund for kreditstyring af swapmodparter

En swap er en kontrakt, hvor to parter aftaler at betale ydelser til hinanden svarende til, at de gensidigt havde optaget et lån hos modparten. På tidspunktet for indgåelse af en swap vil markedsværdien af de ydelser (betalingsrækker), parterne aftaler at udveksle, normalt være ens, men ændringer i renteniveau og valutakurser medfører, at betalings-

rækkernes markedsværdi i løbet af swappens levetid vil være forskellige fra nul. Såfremt den ene part ikke honorerer sine betalingsforpligtelser i swappen, fx på grund af konkurs, vil den anden part blive påført et tab, hvis swappens markedsværdi er positiv for sidstnævnte.

Der lægges stor vægt på, at kreditrisikoen på swapmodparter holdes på et meget lavt niveau. Staten har indtil dato ikke konstateret kredit-tab på en swapmodpart som følge af misligholdelse. Omfanget af statens swapportefølge og dens kreditrisiko er gennemgået i kapitel 6 om risikostyring.

For at fastholde en lav kreditrisiko på swapporteføljen er der formuleret en restriktiv kreditpolitik for statens anvendelse af swaps. Kreditpolitikken indeholder en række specifikke regler, der skal begrænse kreditrisikoen ved at begrænse:

- krediteksponeringen på modparten,
- sandsynligheden for at modparten misligholder sine forpligtelser samt
- det forventede tab givet modparten skulle misligholde.

En oversigt over de vigtigste kreditregler er gengivet i appendiks 11.A.

Det er vigtigt at understrege, at de eksplicit formulerede kreditregler aldrig vil kunne stå alene. For staten, som baserer sin godkendelse af modparter på ratings, er det fx nødvendigt løbende at vurdere, hvorvidt kreditvurderingsbureauers ratings giver et relevant mål for kreditrisikoen. Krisen i Sydøstasien i 1997 viste således, at kreditvurderingsbureauer i visse tilfælde kan være meget sent ude med nedjusteringer af ratings.

Sikkerhedsaftaler

Den vigtigste udbygning i statens kreditpolitik gennem de seneste år er, at der nu kun indgås swaps med modparter, hvormed der er (eller er tæt på at blive) indgået en sikkerhedsaftale.¹

Tabet på et usikret tilgodehavende på en modpart, der ikke overholder sine betalingsforpligtelser, kan være betydeligt. Størrelsesordenen af et evt. tab kan dog reduceres markant, såfremt tilgodehavendet bliver afdækket med sikkerhedsstillelse af en høj kvalitet.

Statens sikkerhedsaftaler er indgået som Credit Support Annexes til de ISDA Master Agreements, der overordnet regulerer forholdet mellem staten og swapmodparterne. Hovedelementerne i aftalerne er:

¹ Siden september 1999 har 14 modparter underskrevet en sikkerhedsaftale. Hermed er 60 pct. af swapporteføljen dækket af en sikkerhedsaftale. Swaps med modparter, der ikke vil indgå en sikkerhedsaftale, vil typisk fortsætte på de oprindeligt aftalte vilkår. Dette indebærer, at der vil gå en del år, før alle swaps er underlagt en sikkerhedsaftale. Det forventes, at staten indgår mindst 5 nye aftaler i løbet af 2001, hvorved dækningsgraden vil stige til ca. 80 pct.

- Aftalerne er ensidige, således at kun statens modparter kan komme til at stille sikkerhed.
- Der skal først stilles sikkerhed, når markedsværdien i statens favør overstiger et aftalt beløb (tærskelværdien). Tærskelværdien vil afhænge af modpartens rating, jf. tabel 11.A.1.
- Markedsværdien på swaps opgøres jævnligt og efter behov. Viser en opgørelse, at markedsværdien fratrullet eksisterende sikkerhedsstillelse overstiger den aftalte tærskelværdi, anmodes modparten om at stille yderligere sikkerhed for staten.
- Der overføres (tilbageføres) kun sikkerheder, når en evt. underdækning (overdækning) er på 10 mio.kr. eller derover.
- Tilladte sikkerheder vil normalt bestå af statsobligationer, der har en rating på minimum Aa3/AA-. Andre obligationer kan også accepteres efter konkret vurdering, fx danske realkreditobligationer. Obligationers sikkerhedsværdi beregnes som kursværdien efter et kursfradrag (haircut). Haircuts vil afhænge af obligationernes restløbetid og skal tage højde for risikoen for, at obligationerne kan falde i værdi.
- Ud over obligationer tillades også kontanter som sikkerhed. Kontanter skal deponeres i en bank, som har en rating på minimum Aa3/AA-. Den pågældende bank må ikke have tætte forbindelser til modparten.
- Administrationen af obligationer, der er stillet til sikkerhed for staten, er overdraget til den depotbank, hvor sikkerhederne er deponeret. Depotbanken vil på statens vegne anmode modparten om supplerende sikkerhed, hvis de deponerede obligationers sikkerhedsværdi ikke kan dække markedsværdien på indgåede swaps efter fradrag af tærskelværdien. Ved overdækning er depotbanken tilsvarende bemyndiget til at frigive obligationer til modparten.

Ved at sætte en overgrænse for den usikrede del af den aktuelle krediteksponering har sikkerhedsaftaler medført en væsentlig reduktion i det forventede tab i tilfælde af, at en modpart misligholder sine betalingsforpligtelser. Herved har aftalerne samtidig betydet en reduktion i den potentielle (fremtidige) krediteksponering på modparterne.

Håndtering af sikkerhedsaftaler gennemgås i afsnit 11.3. Aftalernes betydning for krediteksponeringen og dermed kreditrisikoen på swapmodparterne uddybes i afsnit 11.4.

Bestemmelser om ophævelse af swaps før udløb

Et andet område, hvor der er sket en formalisering af statens kreditpolitik, vedrører muligheden for at kunne ophæve swaps førtidigt, såfremt en modparts kreditværdighed bliver utilfredsstillende, eller denne får likviditetsproblemer. Der er nu krav om, at ISDA Master Agreements med

modparter skal indeholde dels en cross default-klausul, dels en såkaldt rating trigger.¹

En cross default-klausul giver staten mulighed for at ophæve swaps, såfremt en modpart har misligholdt betalingsforpligtelser over for en tredjepart. Klausulerne vil normalt være udformet således, at de alene kan udløses ved en manglende betaling, der opfylder visse kriterier, fx til størrelse, årsag, etc.

Betydningen af rating triggers på statens kreditrisiko gennemgås i afsnit 11.5.

HÅNDTERING AF SIKKERHEDSAFTALER

11.3

Tilgodehavender og dermed kreditrisici afledt af bl.a. swaps har internationalt i løbet af 1990'erne fået et meget stort omfang. På den baggrund begyndte store banker, primært i USA, at indgå aftaler med hinanden om at stille sikkerhed for denne type tilgodehavender. Behovet herfor opstod i erkendelse af, at swaps ofte er langfristede forretninger, hvor modparten i visse tilfælde ville gå fra at have en tilfredsstillende kreditværdighed til en situation med alvorlige problemer. I de senere år har anvendelsen af sikkerhedsaftaler spredt sig og anvendes nu også af en række stater og overnationale institutioner.

Den udvikling har ført til, at ISDA (International Swaps and Derivatives Association) har udsendt anbefalinger vedrørende håndteringen af sikkerhedsaftaler på tilgodehavender afledt af swaps mv.²

Sikkerhedsaftalerne har som nævnt givet anledning til en væsentlig reduktion i statens kreditrisiko på swapmodparter, jf. kapitel 6. Men det skal understreges, at sikkerhedsstillelse udgør et supplement til, ikke en erstatning for, den almindelige kreditstyring af modpartsforholdene. Aftalerne indebærer således ikke dækning for den del af markedsværdien, der ligger inden for den aftalte tærskelværdi.

Desuden indebærer sikkerhedsstillelse andre former for risici, der skal tages hånd om for at få det fulde udbytte af aftalerne. Dette gælder dels risici direkte knyttet til værdien af sikkerhedsstillelsen, jf. boks 11.1, dels operationelle risici knyttet til håndteringen af sikkerhedsaftalerne. Størrelsesordenen af disse risici vurderes dog at være beskeden sammenlignet med det fald i kreditrisikoen, som aftalerne har medført.

¹ Staten tager i visse tilfælde også initiativ til reduktion af krediteksponeringen på en modpart, selv om rating trigger og cross default-klausul ikke er udløst. Et eksempel herpå beskrives i kapitel 6.

² Anbefalingerne gennemgås i *ISDA 1999 Collateral Review*. Denne rapport blev fulgt op med *ISDA Collateral Survey 2000*, hvori der redegøres for, hvorledes anbefalingerne efterleves blandt 46 markedsdeltagere, primært større internationalt virkende banker. Enkelte slutbrugere, herunder den danske stat, deltog også i dette survey. Herudover udgav ISDA i 1998 *Guidelines for Collateral Practitioners*, der giver en generel indføring i anvendelse af sikkerhedsstillelse i styring af kreditrisikoen på afledte finansielle instrumenter. Rapporterne kan ses på www.isda.org/publications.

RISICI AFLEDT AF SIKKERHEDSSTILLELSE	Boks 11.1
<i>Kreditrisiko:</i> Et værdipapirs værdi som sikkerhed afhænger af udstederens kreditværdighed. For obligationer fører dette fx til, at der ofte er fastsat et minimumskrav til rating, for at obligationerne kan accepteres som sikkerhed. Staten accepterer kun obligationer med en rating på minimum Aa3/AA- som sikkerhed. <i>Korrelationsrisiko:</i> I visse tilfælde kan et aktivs værdi som sikkerhed umiddelbart synes tilfredsstillende. Men sikkerhedsværdien kan blive begrænset af, at aktivets værdi er positivt korreleret med modpartens kreditværdighed. For staten har denne risiko ikke større betydning, da der primært kun modtages statspapirer som sikkerhed. <i>Markedsrisiko:</i> Består sikkerheder fx af obligationer, vil en rentestigning indebære kurstab, hvorved værdien af sikkerhederne kan blive mindre end markedsværdien på de swaps, der skal afdækkes. Obligationernes værdi som sikkerhed fastsættes derfor normalt til kursværdien fratrukket et såkaldt "haircut". Haircuts sættes i forhold til dels obligationernes renterisiko, dels hvor hurtigt obligationerne kan realiseres, hvis det bliver nødvendigt. Haircuts anvendt i statens opgørelse af modtagne obligationers sikkerhedsværdi ligger i intervallet 2-8 pct. I statens aftaler begrænses renterisikoen desuden ofte ved at fastsætte et maksimum på modtagne obligationers restløbetid. <i>Likviditetsrisiko:</i> Der er en risiko for, at sikkerheders værdi presses ved realisation. Illikvide obligationer bør derfor enten udelukkes af sikkerhedsgrundlaget eller fradrages et særligt stort haircut ved beregning af sikkerhedsværdien. Statens aftaler er udformet med henblik på i videst muligt omfang at undgå, at modparter indlægger illikvide obligationer til sikkerhed for staten. <i>Juridisk risiko:</i> Sikkerhedsstillelse vil være baseret på juridiske aftaler. Usikkerhed om dels aftalegrundlagets gyldighed, dels muligheden for at håndhæve aftalegrundlaget betegnes som den juridiske risiko ved sikkerhedsstillelse. Et eksempel på juridisk risiko vedrører nettingbestemmelserne indeholdt i statens ISDA Master Agreements. Ifølge disse bestemmelser kan staten foretage modregning (netting) af tab og gevinster på forskellige swapkontrakter indgået med en modpart, der misligholder sine forpligtelser. Det begrænser behovet for sikkerhedsstillelse væsentligt. Skulle bestemmelser om netting – mod forventning – ikke være juridisk holdbare, ville behovet for sikkerhedsstillelse være væsentligt større. I det tilfælde udgør tabsrisikoen nemlig bruttogevinster uden fradrag af evt. tab. Et andet eksempel på juridisk risiko er domstole, der omstøder panthavers realisation af sikkerheder, fordi sikringsakter ikke var overholdt. (Sikringsakter er de procedurer, der skal iagttages, for at pantsætning kan opretholdes over for andre kreditorer). <i>Koncentrationsrisiko:</i> Afdækning af krediteksponeringer i stort omfang med samme aktiv kan indebære, at aktivets sikkerhedsværdi bliver reduceret. For den enkelte krediteksponering vil koncentrationsrisici især bestå af likviditetsrisici. For de samlede krediteksponeringer består koncentrationsrisici bl.a. af kreditrisici. Koncentrationsrisici vurderes ikke at have større betydning for statens aftaler.	

For så vidt angår håndteringen af sikkerhedsaftalerne udgør løsning af tvister en særlig problemstilling. I perioder med uro på de finansielle markeder kan der opstå uoverensstemmelser mellem to parter om en swapporteføljes markedsværdi og dermed om, hvor stor sikkerhed den ene part skal stille over for den anden part. ISDA anfører, at uoverensstemmelser ofte kan henføres til uenighed om:

- hvilke satser/parametre der skal benyttes ved revaluering af swaps (især relevant ved strukturerede og illikvide swaps),
- valg af opgørelsestidspunkt (skal der tages udgangspunkt i close of business London, København eller New York?),
- hvilke kontrakter der er dækket af sikkerhedsaftale (især et problem ved store porteføljer, hvor der ikke foretages automatisk afstemning), samt
- hvilke procedurer der skal følges ved anmodninger om og overførsler af sikkerheder (især et problem hvis bestemmelser i sikkerhedsaftaler ikke efterleves konsekvent).

Sikkerhedsaftalerne indeholder meget overordnede bestemmelser til løsning af uoverensstemmelser om markedsværdien på swaps. Disse anvendes dog kun sjældent, sandsynligvis fordi de forudsætter inddragelse af tredjeparter. Tredjeparterne vil dermed få indblik i interne forhold hos parterne, hvilket måske ikke er ønskeligt, fx fordi tredjeparterne er konkurrenter. ISDA anbefaler derfor sine medlemmer at etablere retningslinjer, der kan sikre en uformel løsning af tvister, herunder om opgørelsen af markedsværdien på swaps.

En anden problemstilling er, at overførsel af sikkerheder kan blive forsinket med det resultat, at der i en periode kan opstå udækkede krediteksponeringer, der i henhold til aftale skulle være sikkerhedsmæssigt afdækket. En løsning heraf kan i visse tilfælde være midlertidig sikkerhedsstillelse i form af kontanter, som normalt kan overføres hurtigt mellem parterne.

Herudover anfører ISDA, at den stigende anvendelse af sikkerhedsaftaler i relation til swaps og andre afledte finansielle instrumenter kan indebære behov for en udvidelse af de typer af værdipapirer, som kan anvendes som sikkerhedsstillelse. I dag er der en tendens til en meget kraftig koncentration af sikkerhedsstillelse på få typer værdipapirer.

SIKKERHEDSAFTALER OG KREDITEKSPONERING PÅ SWAPS

11.4

Indførelsen af sikkerhedsaftaler i styringen af statens kreditrisiko giver anledning til en række teoretiske og praktiske overvejelser med hensyn til opgørelsen af krediteksponeringen på swaps. Nedenfor belyses krediteksponeringen på swaps, først i det generelle tilfælde uden sikkerhedsaftaler, dernæst med sikkerhedsaftaler.

De anvendte principper for opgørelse af krediteksponeringen på statens swapmodparter gennemgås i appendiks 11.B.

Krediteksponering uden sikkerhedsstillelse

I tilfælde af misligholdelse af den ene part i en swap vil der kunne opstå et kredittab, såfremt swappen har en positiv markedsværdi for den anden part. Har swappen derimod en positiv værdi for den nødlidende part, vil den anden part ikke få et tab. Det følger heraf, at den *aktuelle krediteksponering* på en swap svarer til markedsværdien, hvis swappens markedsværdi er positiv for staten, og har værdien nul, hvis markedsværdien er negativ.

Markedsværdien på en swap er ikke konstant, men vil afhænge af udviklingen i de renter og valutaer, som indgår i swappen. For at tage højde for, at swappens markedsværdi kan stige, skal der derfor oven i den aktuelle krediteksponering lægges den såkaldte *potentielle krediteksponering*. Størrelsesordenen af den potentielle krediteksponering vil afhænge af:

- *Rente- og valutakursrisikoen* på swappens betalingsrækker. En stigende risiko (volatilitet) vil indebære større mulige bevægelser i markedsværdien.
- *Restløbetiden*. Med længere restløbetid kan swappens markedsværdi udvise større udsving.
- *Markedsværdien*. En stigning i markedsværdien – dog ikke mere end at markedsværdien fortsat er negativ – vil ikke påvirke den aktuelle krediteksponering. Den vil, som beskrevet ovenfor, fortsat være nul. Negative markedsværdier reducerer herved den potentielle krediteksponering. Men selv om markedsværdien på et givet tidspunkt er meget negativ, vil den potentielle krediteksponering fortsat være positiv. Dette skyldes, at swappens markedsværdi altid med en vis sandsynlighed kan blive positiv på et senere tidspunkt.

Sammenfattende fås, at den *totale krediteksponering* på en swap vil bestå af den aktuelle krediteksponering plus den potentielle krediteksponering.

Krediteksponeringen på en modpart, der er indgået flere swaps med, vil ofte være mindre end summen af krediteksponeringen på de enkelte swaps. Det skyldes for det første, at ændringer i renter og valutaer i varierende omfang er *korrelerede*. På nuværende tidspunkt tages der ikke højde for korrelationer ved opgørelse af krediteksponeringen på statens swapmodparter.¹

¹ Korrelationseffekter kan også gøre sig gældende for swaps indgået med forskellige modparter. En simpel summation af krediteksponeringen på de enkelte modparter vil således ikke tage hensyn til, at en given rente- eller valutakursændring vil kunne medføre stigninger i krediteksponeringen på nogle modparter, men fald på andre modparter.

For det andet gælder, at statens ISDA-aftaler indeholder bestemmelser om *netting*, efter hvilke gevinster antages at kunne modregnes i tab i tilfælde af en af parternes misligholdelse. Det medfører ligeledes en reduktion i både den aktuelle og den potentielle krediteksponering.

Krediteksponering med sikkerhedsaftale

Ved indgåelse af en sikkerhedsaftale aftales en tærskelværdi, som den aktuelle krediteksponering ikke må overskride. Hvis markedsværdien kommer til at overstige tærskelværdien, skal modparten indlægge værdipapirer til sikkerhed for overskridelsen.¹

Den potentielle krediteksponering påvirkes også af tærskelværdien. I det omfang den totale krediteksponering uden sikkerhedsaftale overstiger tærskelværdien, vil den potentielle krediteksponering blive reduceret. Forudsat at sikkerhed indlægges øjeblikkeligt, når den aktuelle krediteksponering (markedsværdien) overstiger tærskelværdien, giver en total krediteksponering større end tærskelværdien ikke mening. Herved fås følgende udtryk for den totale krediteksponering:

$$\text{Min}\{\text{tærskelværdi, aktuel eksponering} + \text{potentiel eksponering}\}$$

Det følger af ovenstående betingelse, at i det omfang den totale krediteksponering uden sikkerhedsaftale ikke overstiger tærskelværdien, vil sikkerhedsaftalen ikke påvirke den opgjorte krediteksponering.

Principperne for opgørelse af krediteksponeringen på swaps er illustreret i figur 11.4.1. I figuren er indtegnet 2 swaps, hvor volatiliteten i markedsværdiens udsving (potentiel krediteksponering) er forskellig. De to swaps' potentielle krediteksponering er fastsat således, at markedsværdien med en given sandsynlighed, fx 90 pct., ikke kommer til at overstige de indlagte kurver inden udløb. Kurverne angiver således den *opgjorte* totale krediteksponering som en funktion af restløbetiden – uden hensyn til sikkerhedsaftale.

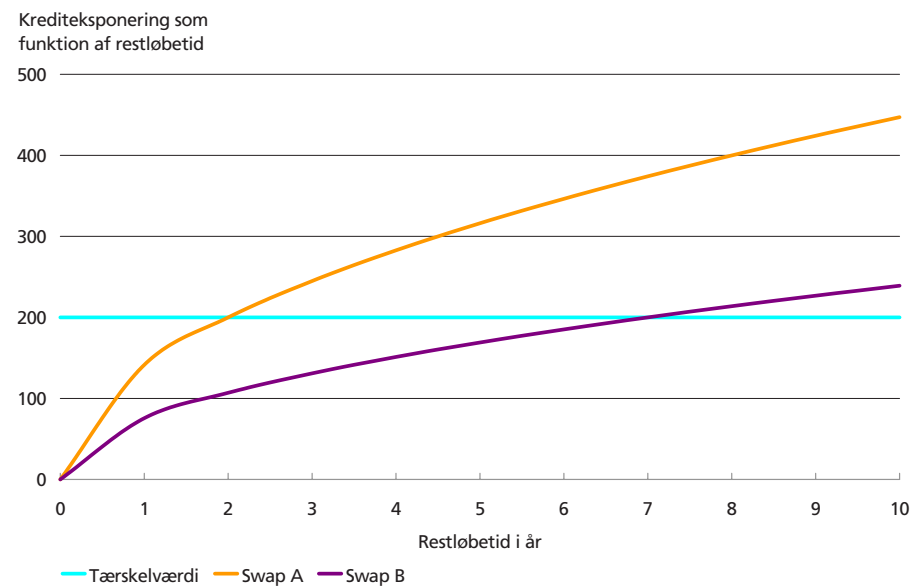
For swap A – med stor volatilitet i markedsværdien – vil tærskelværdien være begrænsende på krediteksponeringen, såfremt restløbetiden overstiger 2 år. Derimod vil swap B – med lav volatilitet i markedsværdien – først blive begrænset af tærskelværdien, hvis restløbetiden overstiger 7 år.

Potentielle krediteksponeringer udledt på grundlag af metoden illustreret i figur 11.4.1 vil – afhængig af det valgte konfidensniveau (fraktil) – indebære, at den forventede fremtidige krediteksponering (mar-

¹ Helt præcist angiver tærskelværdien maksimum for den aktuelle *nettokrediteksponering*, dvs. den aktuelle *bruttokrediteksponering* fratrasket værdi af sikkerheder.

KREDITEKSPONERING PÅ SWAPS

Figur 11.4.1



kedsværdi) bliver overvurderet. Størrelsesordenen på den opgjorte potentielle krediteksponering kan derfor ikke uden videre sammenlignes med den aktuelle krediteksponering.

I stedet for at bestemme den potentielle krediteksponering på en swap som fx 90 pct.-fraktilen for dens markedsværdi kan man ved hjælp af en optionsformel fastlægge krediteksponeringen som den forventede fremtidige markedsværdi. Ved brug af optionsberegnet krediteksponering vil man få beregnet en potentiel krediteksponering, som er umiddelbart sammenlignelig med den opgjorte aktuelle krediteksponering. Dette er beskrevet i boks 11.2.

RATING TRIGGERS

11.5

Rating triggers indebærer, at swaps kan ophæves, hvis en modparts rating falder til et givet niveau.

I de fleste af statens ISDA Master Agreements er den indsatte rating trigger BBB+/Baa1 eller derunder.¹ Statens rating triggers kan således anvendes på et tidspunkt, hvor kreditvurderingsbureauerne fortsat anser fordringer på modparten som værende "Investment Grade".

¹ Enkelte Master Agreements, fra før kravet om rating triggers blev formaliseret, har ingen eller lavere trigger.

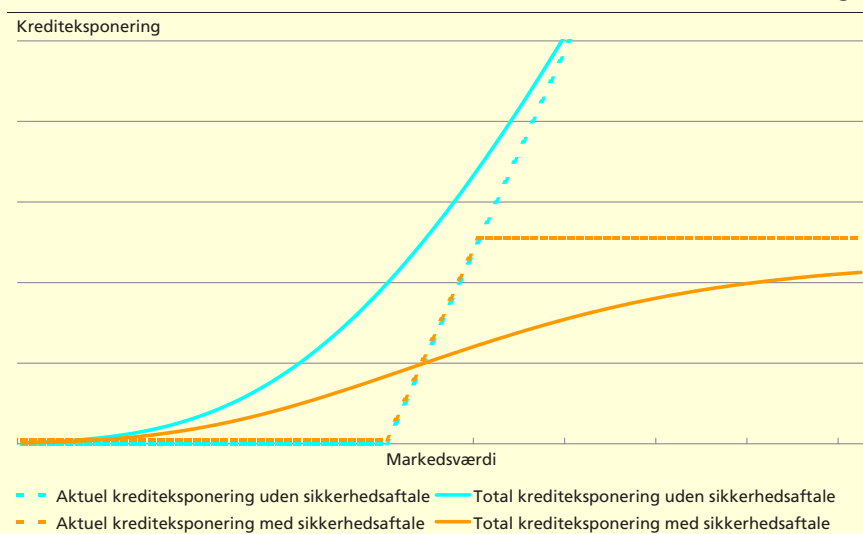
BELYSNING AF KREDITEKSPONERINGEN PÅ SWAPS VED HJÆLP AF OPTIONER

Boks 11.2

Generelt gælder, at en swap med positiv markedsværdi har en aktuel krediteksponering svarende til markedsværdien, mens den aktuelle krediteksponering bliver nul, hvis swappens markedsværdi er negativ. Denne asymmetri giver anledning til at betragte en swaps krediteksponering som værdien af den købte option, der indeholder samme gevinstpotentiale som swappen, jf. nedenstående figur. Den aktuelle krediteksponering kan i denne sammenhæng sættes til optionens *indre værdi*, mens den potentielle krediteksponering kan sidestilles med optionens *tidsværdi*.

KREDITEKSPONERING PÅ SWAPS BELYST VED OPTIONER

Figur



I en situation uden sikkerhedsaftale vil der altid være en forventning om, at krediteksponeringen i gennemsnit vil vokse frem mod udløb. Dette er et resultat af, at den aktuelle krediteksponering er begrænset nedadtil ved nul. Dette indebærer, at den potentielle (forventede ændring i) krediteksponering altid er positiv.

Med en sikkerhedsaftale lægges der et loft over den aktuelle krediteksponering (tærskelværdi). I figuren kan dette sidestilles med indlæggelse af en solgt option med strike-kurs lig tærskelværdien, svarende til et bortsalg (dvs. sikkerhedsmæssig afdækning) af krediteksponeringer, der overstiger tærskelværdien. Dermed medfører sikkerhedsaftalen, at den totale krediteksponering ikke kan være højere end tærskelværdien.

Afstanden mellem den totale krediteksponering opgjort henholdsvis med og uden sikkerhedsaftale vokser kontinuert med markedsværdien af swappen. Efterhånden som markedsværdien vokser, vil den totale krediteksponering konvergere mod tærskelværdien. Når swappens markedsværdi vokser over et vist punkt, bliver den potentielle krediteksponering endda negativ. Det skyldes, at sikkerhedsaftalen over dette punkt er så bindende, at stigningspotentialet i den aktuelle krediteksponering bliver mindre end potentialet for et fald.

Rating triggers indgår som en naturlig del af statens kreditregler, idet der lægges stor vægt på til stadighed at have den lavest mulige kreditrisiko på swapporteføljen. Når der anlægges et ratingkrav ved en swaps indgåelse, jf. appendiks 11.A, er det derfor naturligt, at staten sikrer sig mulighed for at kunne ophæve swaps førtidigt, hvis en modparts rating på et tidspunkt falder til et uacceptabelt niveau.

Rating triggers i statens ISDA Master Agreements er gensidige og vil i givet fald også kunne anvendes af modparten over for staten.

I de relativt få år, hvor der har været indføjet rating triggers i statens ISDA Master Agreements, er en sådan ikke blevet udløst. Men på grundlag af kreditvurderingsbureauernes erfaringer med udviklingen i virksomheders ratings over tid skønnes, at godt 7 pct. af statens nuværende swapmodparter over en 5-års-periode vil komme i en situation, hvor en rating trigger vil blive udløst. Grundlaget for dette skøn beskrives i boks 11.3.

I praksis vil en beslutning om ophævelse som følge af en rating triggers udløsning altid blive baseret på en konkret vurdering af krediteksponeringen på den pågældende swapmodpart. Hvis restløbetiden på det samlede swapmellemværende er meget kort eller markedsværdien meget lav, eventuelt negativ, vil en ophævelse ikke nødvendigvis blive gennemført, uanset at en rating trigger måtte være nået. Begrundelsen for en sådan beslutning kan være, at besværet og omkostningerne ved førtidig ophævelse overstiger værdien af at fjerne en begrænset kreditrisiko. Et alternativ til ophævelse kunne også være at kræve, at modparten stiller yderligere sikkerhed, således at den samlede sikkerhedsstillelse kommer til at overstige den aktuelle krediteksponering på swapmellemværendet.

For de modparter, hvor der er sikkerhedsaftaler, giver rating triggers hovedsagelig beskyttelse for den del af krediteksponeringen, der ikke er dækket af sikkerhedsstillelse.

SANDSYNLIGHED FOR AT RATING TRIGGER UDLØSES

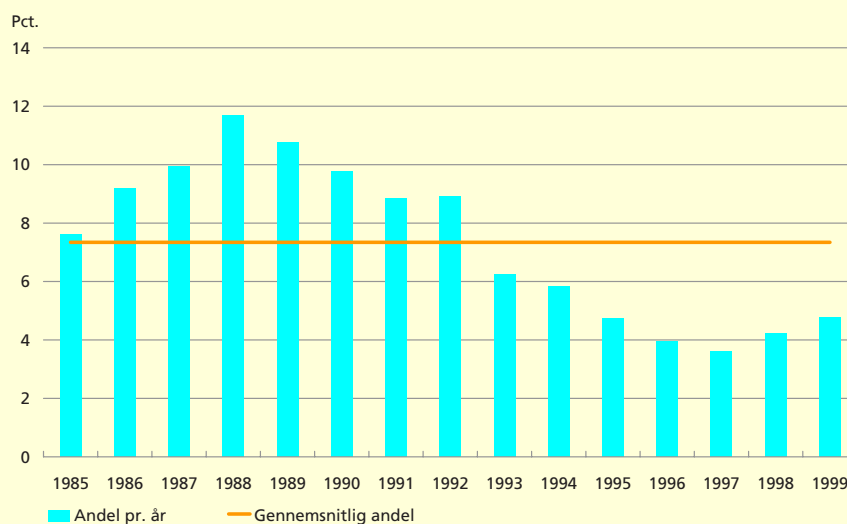
Boks 11.3

En rating afspejler en udsteders kreditværdighed på et givet tidspunkt. Ratingen vil i takt med udstederens kreditværdighed kunne ændre sig over tid. Denne proces kan analyseres ved hjælp af såkaldte transitionsmatricer, som udarbejdes af kreditvurderingsbureauerne. Transitionsmatricerne viser, hvorledes udstederes rating har udviklet sig over en periode.

Med udgangspunkt i Standard & Poor's 1-årige transitionsmatricer for perioden 1981-99¹ er der skønnet over, hvorledes statens swapmodparter ratings kan forventes at udvikle sig over en 5-års-periode. Skønnene, der tager udgangspunkt i fordelingen af ratings for statens swapmodparter pr. 1. januar 2001, er vist i figuren. Heraf fremgår, at over en 5-års-periode må i gennemsnit godt 7 pct. af statens modparter ratings forventes nedjusteret til BBB+ eller lavere, hvorved statens rating triggers kan udløses. Figuren viser dog også, at der vil være perioder, hvor en betydeligt større andel af modparterne vil kunne ramme rating triggeren.

ANDEL AF STATENS SWAPMODPARTER, SOM OVER EN 5-ÅRIG PERIODE FORVENTES NEDJUSTERET TIL BBB+ ELLER LAVERE

Figur



At andelen af forventede nedjusteringer til BBB+ eller lavere ikke er højere, skyldes, at det initiale ratingkrav gennemsnitligt er højt i forhold til statens rating triggers. 90 pct. af statens modparter skal således nedjusteres 4-7 karakterer for at ramme triggeren.

Datagrundlaget for de anvendte transitionsmatricer er baseret på ratings for alle virksomheder, som i perioden har haft en rating hos Standard & Poor's. Alle statens swapmodparter er finansielle institutioner, hvorfor beregningsresultaterne ikke direkte kan overføres på statens swapportefølje. Udsvingene i andelen af finansielle institutioner, hvis rating i perioden faldt til BBB+ eller derunder, er tidsmæssigt ikke fordelt på samme måde som i figuren. Den gennemsnitlige andel er dog omtrent den samme for finansielle institutioner som for alle sektorer set under ét. Opmærksomheden skal endvidere henledes på, at datagrundlaget for de anvendte transitionsmatricer er domineret af amerikanske virksomheder.

¹ Ratings Performance 1999, Standard & Poor's, februar 2000.

APPENDIKS: OVERSIGT OVER DE VIGTIGSTE KREDITREGLER

11.A

Modparters kreditværdighed (rating): For at begrænse kreditrisikoen på swapmodparter indgås kun swaps med modparter med en meget høj kreditværdighed.

En modpart skal normalt have en rating på minimum Aa3/AA- hos mindst to anerkendte kreditvurderingsbureauer (Moody's, Standard & Poor's eller Fitch IBCA); for renteswaps i kroner tillades dog modparter med en rating på minimum A3/A-.

Rammer for krediteksponering (lines): For at undgå uforholdsmæssigt store krediteksponeringer skal krediteksponeringen på en modpart kunne rummes inden for en bevilget line. Størrelsen af bevilgede lines afhænger af modpartens rating og egenkapital, jf. tabel 11.A.1.

Opgørelse af krediteksponering på modpart: Modparters krediteksponering og udnyttelse af lines følges løbende i statens swaplimitsystem. Opgørelsesprincipperne gennemgås nærmere i appendiks 11.B.

Håndtering af lineoverskridelser: Der kan kun indgås nye swaps med en modpart, så længe krediteksponeringen er mindre end 75 pct. af den bevilgede line. De resterende 25 pct. af line udgør en buffer, som skal begrænse omfanget af lineoverskridelser.

Ved lineoverskridelser vurderes modpartsforholdet nøje. Findes overskridelsen at være uacceptabelt stor, søges krediteksponeringen nedbragt.

RAMMER FOR KREDITEKSPONERINGER

Tabel 11.A.1

Modparts rating		Lines (maks. total krediteksponering)		Tærskelværdi (maks. usikret markedsværdi)
Moody's	Standard & Poor's, Fitch IBCA	Mio.kr.	I pct. af modparts egenkapital	Mio.kr.
Aaa	AAA	2.000	8,0	500
Aa1	AA+	1.500	7,0	400
Aa2	AA	1.000	6,0	300
Aa3	AA-	700	5,0	200
A1	A+	600	5,0	150
A2	A	400	4,5	100
A3	A-	200	4,0	50

Anm.: Ved forskellige ratings lægges den laveste rating til grund ved bevilling af line samt fastsættelsen af tærskelværdi for maksimal usikret markedsværdi i statens favør.

Er modparten rated A1/A+ eller derunder, kan bevilget line kun anvendes til renteswaps i danske kroner med en løbetid på maksimalt 10 år.

Afgrænsning af tilladte typer af swaps: Der tillades kun indgåelse af plain vanilla-rente- og -valutaswaps. Løbetiden vil normalt ikke overstige 10 år.

Dual currency-swaps og nulkuponswaps henføres til gruppen af plain vanilla-swaps.

Der indgås ikke længere strukturerede swaps. Det samme gælder for forretninger, hvori der indgår optionselementer, herunder også swaptions, rentecaps, etc.

Juridisk aftalegrundlag: Der indgås kun swaps med modparter, hvormed der er indgået en ISDA Master Agreement, som overordnet regulerer forretningsmellemværendet mellem staten og modparten, samt en aftale om sikkerhedsstillelse, jf. nedenfor.

Netting: ISDA Master Agreements indeholder bestemmelser om netting, efter hvilke der kan foretages modregning af gevinster og tab på indgåede swaps, såfremt modparten misligholder sine forpligtelser.

Der er kun indgået Master Agreements med modparter hjemmehørende i lande, hvor lovgivningen antages at give mulighed for netting.

Førtidig ophævelse af swaps: Det skal være muligt at ophæve alle swaps med en modpart, såfremt dennes kreditværdighed (rating) falder til et utilfredsstillende niveau. Alle nye ISDA Master Agreements indeholder derfor såkaldte rating triggers, jf. afsnit 11.5.

Som et senere værn mod kredittab anvendes desuden såkaldte cross default-klausuler, der tillader ophævelse af swaps, såfremt modparten ikke overholder sine betalingsforpligtelser over for tredjemand.

Sikkerhedsstillelse: For at begrænse et eventuelt tab i tilfælde af en modparts misligholdelse kan der kun indgås nye swaps med modparter, der har indgået en sikkerhedsaftale i form af et ISDA Credit Support Annex.

Der er tale om ensidige aftaler, hvor alene modparten skal stille sikkerhed, såfremt den aktuelle krediteksponeering (markedsværdi) på indgåede swaps er i statens favør samt overstiger en aftalt tærskelværdi, jf. tabel 11.A.1. Aftalernes indhold beskrives nærmere i afsnit 11.2.

APPENDIKS: OPGØRELSE AF KREDITEKSPONERING PÅ SWAPS

11.B

Generel beregning af krediteksponeringen på swaps

Beregningen af krediteksponering foretages pr. modpart, da statens ISDA Master Agreements indeholder bestemmelser om *netting*. Hvis en modpart bliver nødlidende, antages det derfor, at tab og gevinster på swaps med samme modpart kan modregnes i hinanden.

Generelt beregnes den totale krediteksponering (TCE) på en swap som den aktuelle krediteksponering (ACE) fratrasket indlagt sikkerhed (SIK) og tillagt potentiel krediteksponering (PCE):

$$TCE_t = ACE - SIK + PCE_{\text{Restløbetid}}$$

ACE for en given modpart er lig den positive nettomarkedsværdi (MV) på samtlige swaps med denne modpart. Hvis nettomarkedsværdien er negativ, er ACE nul, da staten i så fald ikke har nogen aktuel tabsrisiko:

$$ACE = \text{Max}\{MV, 0\}$$

Beregningen af PCE er mere kompleks. PCE er udtryk for, at swappens markedsværdi har et stigningspotentiale på grund af ændringer i renter og valutakurser, som indgår i swappen. Der ses bort fra tabspotentialet i beregningen af PCE. PCE kan derfor ikke være negativ. Jo længere restløbetid og jo højere volatilitet i renter og valutakurser desto større PCE.

PCE kvantificeres ved at multiplicere den numeriske værdi af en swaps aktiv- og passivben (AB og PB) med henholdsvis en rente- og en valutakursrisikovægt (v_{valuta} og v_{rente}). Risikovægtene er inddelt i løbetidsbånd og er stigende med restløbetiden, jf. tabel 11.B.1.

RISIKOVÆGTE VED BEREGNING AF KREDITEKSPONERING		Tabel 11.B.1
Løbetid	Rentevægt	Valutavægt
0-1 måned	0,0000	0,0000
1-3 måneder	0,0020	0,0040
3-6 måneder	0,0040	0,0080
6-12 måneder	0,0070	0,0140
1-2 år	0,0125	0,0250
2-3 år	0,0175	0,0350
3-4 år	0,0225	0,0500
4-5 år	0,0275	0,0550
5-7 år	0,0325	0,0650
7-10 år	0,0375	0,0750

Anm.: Risikovægtene overvejes revideret i løbet af 2001.

Hvis markedsværdien på beregningstidspunktet er negativ, skal der korrigeres for, at en del af stigningspotentiallet vil skulle bruges til at komme op i de positive værdier. Såfremt den negative markedsværdi overstiger det risikovægtberegnete beløb, sættes PCE dog til nul. Samlet fås således at:

$$PCE_{\text{Restløbetid}} = \text{Max}\{AB^*(v_{\text{valuta}} + v_{\text{rente}}) + PB^*(v_{\text{valuta}} + v_{\text{rente}}) + \text{Min}\{MV, 0\}, 0\}$$

Supplerende beregning for swaps omfattet af sikkerhedsaftale

Hvis en modpart er omfattet af sikkerhedsaftale, påvirkes krediteksponeringen på to måder. Hvis en swapporteføljes markedsværdi overstiger sikkerhedsaftalens tærskelværdi, anmodes modparten om at indlægge sikkerhed, hvorved den *aktuelle* krediteksponering (ACE) bringes ned på tærskelværdien.

Behovet for sikkerhed beregnes minimum månedligt. Der er derfor mulighed for, at markedsværdien inden for en måned overstiger tærskelværdien. Stigningspotentiallet i markedsværdien rækker imidlertid kun én måned frem. Den maksimale krediteksponering udgør derfor tærskelværdien tillagt PCE beregnet ud fra en tidshorisont på én måned:

$$TCE_2 = \text{Tærskelværdi} + PCE_{1\text{måned}}$$

For modparter med en sikkerhedsaftale er krediteksponeringen derefter lig den laveste af de to opgørelser af den totale krediteksponering:

$$TCE = \text{MIN}\{TCE_1, TCE_2\}$$

TCE_1 vil være lavest og dermed den relevante opgørelse, når markedsværdien af en swapportefølge er langt væk fra tærskelværdien, og/eller restløbetiden er meget kort, hvorved den potentielle krediteksponering er lav. Hvis derimod markedsværdien er høj, og/eller restløbetiden er høj, således at den potentielle krediteksponering ligeledes er høj, vil sikkerhedsaftalen binde. I så fald bliver TCE_2 det relevante udtryk for krediteksponeringen.

Bilag

Meddelelser om statens låntagning og gæld

Værdipapirudlånsordningen, uddrag fra meddelelse om statens indenlandske låntagning, 22. juni 1999	134
Forkortelse af tidsinterval mellem bud og resultat ved skatkammerbevisauktioner, 30. marts 2000	135
Statens indenlandske låntagning i 2. halvår 2000, 20. juni 2000	137
Ændring af markedskonventionerne på det danske obligationsmarked – statspapirer, 12. oktober 2000	139
Statens låntagning i 2001, 15. december 2000	140

**VÆRDIPAPIRUDLÅNSORDNINGEN, UDDRAG FRA MEDDELELSE OM
STATENS INDENLANDSKE LÅNTAGNING, 22. JUNI 1999**

Principper for udlån af statspapirer i låneviften (jf. meddelelse i Statens låntagning og gæld 1999):

1. Der udlånes statsobligationer og statsgældsbeviser, som indgår i statens lånevifte. De nærmere vilkår for udlån af det enkelte statspapir meddeles i statens meddelelser om låneviften. Hvis det skønnes hensigtsmæssigt, kan det undlades at etablere en udlånsordning for nogle af statspapirerne i låneviften.
2. Statspapirer udlånes til handelsberettigede på Københavns Fondsbørs A/S.
3. Det maksimale udlån for hvert af papirerne er under normale omstændigheder 2 mia.kr. Dette loft kan hæves i situationer med unormal prisdannelse på det private marked for værdipapirudlån. Værdipapirudlånsordningen kan ophæves på ethvert tidspunkt. Udlånene i de enkelte statspapirer ophører, når de udgår af låneviften. I enkelte tilfælde kan ordningen fortsætte et par måneder efter, at et papir er udgået af låneviften.
4. Værdipapirudlån indgås med valør børsdagen efter. Værdipapirerne kan lånes i en periode fra 1 til 5 børsdage. Forretninger kan indgås i tidsrummet mellem kl. 9.00 og 15.30, men bør så vidt muligt indgås inden kl. 14.00. Værdipapirudlånene foretages i den rækkefølge, værdipapirhandlere henvender sig til Danmarks Nationalbank den pågældende dag. Der forbeholdes ret til at foretage en diskretionær tildeling, hvis det skønnes hensigtsmæssigt.
5. Som sikkerhed accepteres danske statspapirer i kroner (stående lån) udstedt gennem Værdipapircentralen (VP) i serier med et udestående på mindst 3 mia.kr.
6. Sikkerhedsstillelsen sker ved et fradrag på 5 point i kursen på de værdipapirer, som låner stiller til sikkerhed.
7. Forretningerne afvikles som handelstransaktioner i VP-systemet.
8. Gebyret er 0,5 pct. p.a. Gebyret kan ændres uden varsel.
9. Forretningerne indberettes som to eller flere separate genkøbsforretninger til Københavns Fondsbørs A/S og markeres med kode 30.
10. Henvendelse om indgåelse af værdipapirudlånsforretninger sker til Danmarks Nationalbank, Handelsafdelingen, tlf. 33 63 67 13 eller 33 63 67 14.

FORKORTELTSE AF TIDSINTERVAL MELLEM BUD OG RESULTAT VED SKATKAMMERBEVISAUKTIONER, 30. MARTS 2000

Med virkning fra skatkammerbevisauktionen den 27. april 2000 forkortes tiden mellem frist for budafgivelse og offentliggørelse af auktionsresultat fra 1 til ½ time.

Det kortere tidsinterval mellem bud og resultat gør det hensigtsmæssigt at præcisere den procedure, som vil blive fulgt i tilfælde af, at tekniske vanskeligheder umuliggør afholdelse af auktionen inden for de normale rammer, jf. bilag til denne meddelelse om auktionsvilkår for skatkammerbeviser. Der er endvidere udarbejdet en revideret beskrivelse af lånevilkår for skatkammerbeviser, som kan fås ved henvendelse på telefon 33 63 61 05 eller ses på Nationalbankens hjemmeside (www.nationalbanken.dk).

Yderligere information

Henvendelse vedrørende ovenstående kan rettes til Danmarks Nationalbank, kontorchef Ove Sten Jensen, telefon 33 63 61 02.

Information om statsgældsforvaltningen kan hentes på Nationalbankens hjemmeside (www.nationalbanken.dk).

Bilag: Auktionsvilkår for skatkammerbeviser

Skatkammerbevisauktioner holdes normalt den næstsidste børsdag i hver måned.

Forud for en auktion udsender Danmarks Nationalbank på statens vegne meddelelse via Københavns Fondsbørs om auktionens afholdelse. Meddelelsen indeholder tidsfrist for indlevering af bud, tidspunktet for offentliggørelse af auktionsresultatet samt information om de udbudte beviser. Normalt vil seneste frist for indlevering af bud være kl. 11.30 på auktionsdagen med efterfølgende offentliggørelse af auktionsresultatet kl. 12.00. På auktionen modtages normalt bud i de serier, der har en restløbetid på 3 måneder og derover.

Bud på auktion kan indleveres af handelsberettigede på Københavns Fondsbørs A/S og Nationalbankens pengepolitiske modparter, som opfylder de krav, der stilles i det elektroniske skatkammerbevisauktionssystem. Bud som er kommet til Nationalbankens kendskab inden indleveringsfristens udløb, og som indgår i det elektroniske auktionssystem, vil komme i betragtning ved auktionen.

Der bydes på renten angivet med to decimaler. På grundlag af de indkomne bud fastsættes en skæringsrente. Bud til skæringsrenten eller derunder tilgodeses til skæringsrenten. Der kan ske pro rata-tildeling ved bud på skæringsrenten. Skæringsrenten omregnes til salgspris efter

den gældende pengemarkedskonvention. Salgsprisen afrundes til nærmeste hele krone. En auktion kan afsluttes uden tildeling.

Skæringsrenten, procenten for eventuel pro rata-tildeling og det samlede auktionssalg offentliggøres af Danmarks Nationalbank på auktionsdagen. Afvikling sker normalt efter gældende markedskonvention.

I tilfælde af, at tekniske vanskeligheder umuliggør afholdelse af auktionen inden for de normale rammer, vil auktionen blive afsluttet uden tildeling. Såfremt det besluttet at afholde en ny auktion samme dag, vil denne blive gennemført med budafgivelse pr. telefon med bekræftelse via telefax og med et tidsinterval på 1 time mellem budafgivelse og offentliggørelse af resultat. Indkaldelsen til den nye auktion vil foregå gennem en meddelelse via Københavns Fondsbørs.

STATENS INDENLANDSKE LÅNTAGNING I 2. HALVÅR 2000, 20. JUNI 2000

I Budgetoversigt – offentlige finanser 1, 2000, er statens indenlandske bruttofinansieringsbehov for 2000 skønnet til 61,7 mia.kr. Finansieringsbehovet dækkes ved at udstede indenlandske statspapirer.

Den 29. juni 2000 åbnes en ny serie statsgældsbeviser 2003 med termin den 15. november og en kupon på 5 pct. (fondskode DK000992003-5). Gældsbeviset tilbagebetales i sin helhed den 15. november 2003.

Salget i 5 pct. statsgældsbevis 2003 indledes den 29. juni kl. 11.00 via matchsystemet på Københavns Fondsbørs A/S. Nærmere oplysninger om de beløb, der udbydes den første dag, vil blive meddelt den 29. juni kl. 9.00.

Der er udarbejdet en beskrivelse af lånevilkår på dansk og engelsk for 5 pct. statsgældsbevis 2003, som kan fås ved henvendelse på telefon 33 63 61 05. De vil endvidere senere i dag kunne ses på Nationalbankens hjemmeside (www.nationalbanken.dk).

Salget i 4 pct. statsgældsbevis 2002 indstilles den 30. juni 2000.

I 2. halvår 2000 åbnes nye 9-måneders skatkammerbeviser ved auktioner med valør den 1. august og 1. november 2000.

Låneviften bliver dermed:

Låneviften juli 2000

Serie	Termin
<i>Obligationer</i>	
7 pct. stående lån 2024	10. november
6 pct. stående lån 2011	15. november
5 pct. stående lån 2005	15. august
<i>Statsgældsbeviser</i>	
5 pct. statsgældsbevis 2003 (åbnes 29. juni)	15. november
<i>Skatkammerbeviser</i>	
Skatkammerbevis 2000 IV	1. november
Skatkammerbevis 2001 I	1. februar

Opkøb

Med henblik på at udjævne afdragene inden for året vil der blive købt op i statspapirer med udløb i 2000.

For at udjævne finansieringsbehovet mellem 2000 og 2001 kan der købes op i papirer med forfald i 2001.

Herudover kan der købes op i en bredere vifte af papirer. Opkøb anvendes som led i fastholdelse af en lånevifte med likvide, markedskonforme udstedelser.

For 2000 kan der købes op i følgende papirer:

Alle papirer med udløb i 2000 og 2001

8 pct. stående lån 2003

7 pct. stående lån 2004

8 pct. stående lån 2006

10 pct. serielån S 2004

5 pct. serielån S 2007

4 pct. serielån S 2017

Værdipapirudlånsordningen

5 pct. statsgældsbevis 2003, som åbner den 29. juni 2000, vil være omfattet af værdipapirudlånsordningen. 4 pct. statsgældsbevis 2002 udgår af ordningen den 30. juni 2000.

Følgende statsobligationer og statsgældsbeviser er dermed omfattet af værdipapirudlånsordningen pr. 1. juli 2000:

5 pct. statsgældsbevis 2003

5 pct. stående lån 2005

6 pct. stående lån 2009

6 pct. stående lån 2011

Under normale omstændigheder er maksimum for udlån fastsat til 2 mia.kr. for hver af de fem statspapirer.

Nærmere detaljer om værdipapirudlånsordningen fremgår af bilag til meddelelsen om statens indenlandske låntagning i 1999 af 22. juni 1999.

Yderligere information

Henvendelse vedrørende ovenstående kan rettes til Danmarks Nationalbank, kontorchef Ove Sten Jensen, telefon 33 63 61 02.

ÆNDRING AF MARKEDSKONVENTIONERNE PÅ DET DANSKE OBLIGATIONSMARKED – STATSPAPIRER, 12. OKTOBER 2000

Med virkning fra den 8. februar 2001 ændres markedskonventionerne på det danske obligationsmarked til de standarder, der er gældende på de større internationale kapitalmarkeder. Ændringerne er beskrevet i meddelelsen "Ændring af markedskonventionerne på det danske obligationsmarked, 18. marts 1999".

Ændring af markedskonventionerne består af to elementer:

- Den nuværende rentekonvention ændres fra konventionen 30/360 til faktisk/faktisk.
- Ex-kupon perioden afskaffes.

Samtidig ændres udtræksproceduren for statens serielån til en rent matematisk model i stedet for det nuværende gruppeudtrækningsprincip. Ændringen er beskrevet i meddelelsen "Statens indenlandske låntagning i 1999, 22 juni 1999".

I forbindelse med ændringen af udtræksproceduren ændres mindstestørrelsen på statspapirer til 1 øre.

Alle statspapirer registreret i Værdipapircentralen omfattes af de ovenfor beskrevne ændringer. Statens udenlandske udstedelser omfattes ikke af ændringerne.

Undtaget fra ændring af rentekonvention er endvidere:

Fondskode	Navn	Udløb
DK000991740-3	8,5% DK Stat EUR	24-04-2002
DK000990159-7	3,5% 1886/	uamortisabelt
DK000990175-3	3,5% 1909/	uamortisabelt
DK000990167-0	3,5% 1901/	uamortisabelt
DK000990140-7	3% 1894/	uamortisabelt

STATENS LÅNTAGNING I 2001, 15. DECEMBER 2000

Statens indenlandske låntagning i 2001

I Budgetoversigt, december 2000, er statens indenlandske lånebehov for 2001 skønnet til 50,3 mia.kr. Lånebehovet dækkes ved at udstede indenlandske statspapirer.

Statens lånevifte i 2001

Låneviften januar 2001

Serie	Termin
<i>Statsobligationer</i>	
6 pct. stående lån 2011	15. november
5 pct. stående lån 2005	15. august
<i>Statsgældsbeviser</i>	
5 pct. statsgældsbevis 2003	15. november
<i>Skatkammerbeviser</i>	
Skatkammerbevis 2001 I	1. februar
Skatkammerbevis 2001 II	1. maj
Skatkammerbevis 2001 III	1. august

Statsgældspolitikken tilrettelægges med henblik på at opbygge store likvide serier i de 2-, 5- og 10-årige løbetidssegmenter. Der sigtes mod et udestående på mindst 60 mia.kr. i låneviftens 10-årige papir, 6 pct. stående lån 2011.

7 pct. stående lån 2024 udgår af låneviften.

Skatkammerbeviser

Skatkammerbevisprogrammet fortsætter med månedlige auktioner. I 1. halvår 2001 åbnes nye 9-måneders skatkammerbeviser ved auktionerne med valør i februar og maj.

Der planlægges enkelte tilpasninger i skatkammerbevisprogrammet i maj 2001. Det er tanken at indføre et 12-måneders papir og inkludere skatkammerbeviserne i værdipapirudlånsordningen. Der vil senere blive udsendt særskilt meddelelse herom.

Opkøb

Med henblik på at udjævne finansieringsbehovet inden for året og mellem 2001 og 2002 kan der købes op i statspapirer med udløb i 2001 og 2002.

Som led i at fastholde en lånevifte med likvide, markedskonforme udstedelser kan der herudover købes op i en bredere vifte af papirer.

Opkøbsviften for 2001 omfatter:

Alle papirer med udløb i 2001 og 2002

8 pct. stående lån 2003

7 pct. stående lån 2004

8 pct. stående lån 2006

7 pct. stående lån 2007

10 pct. serielån S 2004

5 pct. serielån S 2007

4 pct. serielån S 2017

Værdipapirudlånsordningen

Følgende statsobligationer og statsgældsbeviser er omfattet af værdipapirudlånsordningen pr. 1. januar 2001:

5 pct. statsgældsbevis 2003

5 pct. stående lån 2005

6 pct. stående lån 2011

Under normale omstændigheder er maksimum for udlån fastsat til 2 mia.kr. for hvert af de tre statspapirer.

6 pct. stående lån 2009 udgår af værdipapirudlånsordningen.

Nærmere detaljer om værdipapirudlånsordningen fremgår af bilag til meddelelsen om statens indenlandske låntagning i 1999 af 22. juni 1999. Meddelelsen er genoptrykt i Statens låntagning og gæld 1999, der kan findes på Danmarks Nationalbanks hjemmeside på adressen: www.nationalbanken.dk/nb/nb.nsf/alldocs/Fstatens_laantagning_og_gaeld

Statens udenlandske låntagning i 2001

Statens udenlandske lånebehov i 2001 er på 18,0 mia.kr.

For at understøtte likviditeten i statspapirer i låneviften kan staten som supplement til direkte låntagning i valuta udstede indenlandsk og indgå valutaswaps fra kroner til euro. Der vil være tale om begrænsede beløb, så staten ikke påvirker swapmarkedet. Valuta- og renteswaps i andre valutaer samt renteswaps i kroner har i en årrække været anvendt i forbindelse med administrationen af statsgælden.

Statsgældens varighed

Varighedsbåndet for statsgælden i 2001 er uændret fastsat til 3,5 +/- 0,5 år.

Yderligere information

Information om statsgældsforvaltningen kan hentes på Danmarks Nationalbanks hjemmeside (www.nationalbanken.dk). Det er muligt at blive tilmeldt Danmarks Nationalbanks abonnementservice og få direkte be-

sked om nye informationer og opdaterede oplysninger vedrørende statens låntagning og gæld.

Statens låntagning og gæld 2000 forventes at udkomme i slutningen af februar 2001.

Henvendelse om ovenstående kan rettes til Danmarks Nationalbank, kontorchef Ove Sten Jensen, telefon 33 63 61 02.

Bilagstabeller

1.	Statsgælden, ultimo 1990-2000	144
2.	Statens indenlandske lånoptagelse i 2000	146
3.	Statens udenlandske lånoptagelse i 2000	148
4.	Indenlandske renteswaps, udenlandske swaptransaktioner og terminsforretninger	150
5.	Indenlandske statslån pr. 31. december 2000	152
6.	Udenlandske statslån pr. 31. december 2000	154
7.	Renter og afdrag på statens indenlandske gæld, ultimo 2000 .	163
8.	Renter og afdrag på statens udenlandske gæld, ultimo 2000 ..	164
9.	Rating af den danske statsgæld	165
10.	Rating af udvalgte landes statsgæld	166

STATSGÆLDEN, ULTIMO 1990-2000		Bilagstabel 1		
Mio.kr.	1990	1991	1992	
A. Lån				
<i>Indenlandske lån i DKK¹</i>				
- obligationer, fast forrentede	229.221	252.481	316.690	
- obligationer, variabelt forrentede	85.010	85.010	57.147	
- præmieobligationer	1.200	1.200	1.200	
- bunden opsparing	864	392	-	
- statsgældsbeviser	68.850	74.050	71.150	
- skatkammerbeviser	21.350	49.250	55.485	
- beholdning af egne obligationer	-5	-1	0	
- renteswaps, hovedstol				
fra fast rente	-	-	-	
til variabel rente	-	-	-	
I alt indenlandsk gæld i DKK	406.490	462.382	501.672	
<i>Indenlandske lån i EUR^{2,3}</i>				
- obligationer, fast forrentede	-	-	9.827	
- beholdning af egne obligationer	-	-	-	
I alt indenlandsk gæld	406.490	462.382	511.499	
<i>Udenlandske lån</i>				
- i USD	15.556	17.103	37.802	
- i CHF	21.034	15.785	13.952	
- i JPY	3.597	1.866	3.159	
- i EUR ³	67.909	54.955	48.237	
- i andre valutaer samt flermøntede	11.006	2.630	1.482	
- beholdning af egne obligationer ⁴	-1.126	-1.374	-1.151	
I alt udenlandsk gæld	117.975	90.965	103.482	
I alt inden- og udenlandsk gæld	524.465	553.347	614.981	
B. Indestående i Danmarks Nationalbank ⁵	-45.206	-11.649	-30.927	
C. Den Sociale Pensionsfond				
- statspapirer	-36.193	-38.872	-43.611	
- andre værdipapirer	-82.254	-86.836	-88.583	
I alt Den Sociale Pensionsfond, nominelt ⁶	-118.447	-125.708	-132.194	
Samlet statsgæld (A+B+C)	360.812	415.990	451.860	
Samlet statsgæld i pct. af BNP	43,7	48,5	50,9	

Anm.: + = passiver, - = aktiver.

¹ Ekskl. papirer i statens beholdning under locationswap-ordningen, jf. *Statens låntagning og gæld 1993*. Ordningen blev etableret i juli 1993 og ophørte i april 1998.

² I forbindelse med overgangen til nye regnskabsprincipper i 1998 omdefineredes statens 8,5 pct. stående eurolån 2002 fra indenlandsk til udenlandsk statsgæld.

³ Omfatter lån i EUR, eurolandenes valutaer og XEU. Gæld i GRD indgår under andre valutaer.

⁴ Bogført til anskaffelsesværdi, jf. statsregnskabet. Fra og med 1993 er der foretaget valutakursregulering.

⁵ For 2000 er statens konto opgjort i henhold til Nationalbankens månedsbalance.

⁶ Indeksobligationer er opgjort til indekseret værdi.

STATSGÆLDEN, ULTIMO 1990-2000							Bilagstabel 1
1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
357.346	409.565	466.608	516.812	556.874	550.989	537.289	506.992
41.241	30.345	20.722	16.760	9.848	4.346	-	-
1.200	1.200	1.200	1.200	1.200	1.000	900	900
-	-	-	-	-	-	-	-
94.200	111.705	102.697	84.499	49.140	58.830	74.040	81.257
58.339	56.238	58.385	51.234	50.001	41.255	36.350	36.846
-	-	-	-	-	-	-	-2.000
-	-	-	-	-	-500	-7.950	-20.950
-	-	-	-	-	500	7.950	20.950
552.326	609.053	649.612	670.505	667.063	656.420	648.579	623.995
9.824	9.697	9.244	9.597	6.634	-	-	-
-	-970	-1.138	-2.372	-	-	-	-
562.150	617.781	657.719	677.730	673.697	656.420	648.579	623.995
50.889	24.913	6.425	4.562	1.514	1.336	1.187	0
20.914	18.393	13.836	6.179	3.974	1.094	3.616	3.822
5.612	10.419	9.329	2.396	1.047	562	2.453	1.672
73.621	64.887	69.975	88.826	90.661	84.982	82.386	79.287
14.575	12.954	11.599	6.519	6.418	365	383	428
-1.338	-1.784	-5.516	-6.986	0	0	0	0
164.274	129.782	105.647	101.495	103.613	88.338	90.025	85.209
726.424	747.563	763.366	779.225	777.310	744.758	738.604	709.204
-88.781	-55.266	-33.677	-31.052	-29.024	-30.400	-35.231	-34.651
-45.270	-50.143	-68.889	-83.435	-92.453	-100.135	-105.432	-106.312
-93.105	-96.689	-82.517	-65.336	-54.368	-43.468	-36.207	-33.244
-138.375	-146.832	-151.406	-148.772	-146.821	-143.603	-141.640	-139.556
499.268	545.465	578.283	599.401	601.465	570.755	561.733	534.997
55,5	56,5	57,3	56,5	53,9	48,8	45,7	41,7

STATENS INDENLANDSKE LÅNOPTAGELSE I 2000	Bilagstabel 2
<i>Nr. 358, 6 pct. stående lån 2011</i>	
Udstedt beløb i 2000, mio.kr.	15.695
Rentetermin 15. nov	
Fondskode 0991996	
Udstedelse påbegyndt 4. maj 2000	
Lånet afdrages i sin helhed 15. nov 2011	
<i>Nr. 291, 6 pct. stående lån 2009</i>	
Udstedt beløb i 2000, mio.kr.	9.955
Rentetermin 15. nov	
Fondskode 0991953	
Udstedelse påbegyndt 14. jan 1998	
Lånet afdrages i sin helhed 15. nov 2009	
<i>Nr. 286, 5 pct. stående lån 2005</i>	
Udstedt beløb i 2000, mio.kr.	13.240
Rentetermin 15. aug	
Fondskode 0991945	
Udstedelse påbegyndt 14. jan 1997	
Lånet afdrages i sin helhed 15. aug 2005	
<i>Nr. 371, 5 pct. statsgældsbevis 2003</i>	
Udstedt beløb i 2000, mio.kr.	10.827
Rentetermin 15. nov	
Fondskode 0992003	
Udstedelse påbegyndt 29. jun 2000	
Lånet afdrages i sin helhed 15. nov 2003	
<i>Nr. 319, 4 pct. statsgældsbevis 2002</i>	
Udstedt beløb i 2000, mio.kr.	17.890
Rentetermin 15. mar	
Fondskode 0991988	
Udstedelse påbegyndt 7. jul 1999	
Lånet afdrages i sin helhed 15. mar 2002	
<i>Nr. 321, Skatkammerbevis 2000 II</i>	
Udstedt beløb i 2000, mio.kr.	4.383
Rentetermin -	
Fondskode 0980749	
Udstedelse påbegyndt 2. aug 1999	
Lånet afdrages i sin helhed 1. maj 2000	
<i>Nr. 334, Skatkammerbevis 2000 III</i>	
Udstedt beløb i 2000, mio.kr.	13.401
Rentetermin -	
Fondskode 0980757	
Udstedelse påbegyndt 1. nov 1999	
Lånet afdrages i sin helhed 1. aug 2000	

STATENS INDENLANDSKE LÅNOPTAGELSE I 1999	Bilagstabel 2
<i>Nr. 340, Skatkammerbevis 2000 IV</i>	
Udstedt beløb i 2000, mio.kr.	13.539
Rentetermin	-
Fondskode	0980765
Udstedelse påbegyndt	1. feb 2000
Lånet afdrages i sin helhed	1. nov 2000
<i>Nr. 353, Skatkammerbevis 2001 I</i>	
Udstedt beløb i 2000, mio.kr.	10.495
Rentetermin	-
Fondskode	0980773
Udstedelse påbegyndt	1. maj 2000
Lånet afdrages i sin helhed	1. feb 2001
<i>Nr. 373, Skatkammerbevis 2001 II</i>	
Udstedt beløb i 2000, mio.kr.	18.251
Rentetermin	-
Fondskode	0980781
Udstedelse påbegyndt	1. aug 2000
Lånet afdrages i sin helhed	1. maj 2001
<i>Nr. 385, Skatkammerbevis 2001 III</i>	
Udstedt beløb i 2000, mio.kr.	8.100
Rentetermin	-
Fondskode	0980803
Udstedelse påbegyndt	1. nov 2000
Lånet afdrages i sin helhed	1. aug 2001

STATENS UDENLANDSKE LÅNOPTAGELSE I 2000¹

Bilagstabel 3

Lå- ne- nr.	Accept- dato	Valør- dato	Nominel rente, pct. p.a.	Låntype	Udløbs- dato	Nominelt lånebeløb i mio.	Ledende bank
920	05-01-00	27-01-00	7	EMTN	15-12-03	200 USD	ABN AMRO Bank N.V.
924	25-01-00	08-02-00	5 s.a.	EMTN Dual Cur.	06-02-03	10.000 JPY	Daiwa Securities SBCM
925	16-02-00	23-02-00	0	EMTN	08-02-01	33 USD	HSBC Bank plc
928	30-03-00	05-04-00	6,77	EMTN	05-04-01	70 USD	J.P. Morgan Securities Ltd.
917 ²	13-04-00	19-04-00	6,375	EMTN	25-10-02	100 USD	HSBC Bank plc
929	28-04-00	04-05-00	0	EMTN	30-04-01	50 USD	Morgan Stanley & Co. Intl.
930	18-05-00	24-05-00	0	EMTN	14-11-02	21 USD	Credit Suisse First Boston
-	18-05-00	24-05-00	0	EMTN	15-11-02	21 USD	Credit Suisse First Boston
-	18-05-00	24-05-00	0	EMTN	18-11-02	21 USD	Credit Suisse First Boston
-	18-05-00	24-05-00	0	EMTN	19-11-02	21 USD	Credit Suisse First Boston
-	18-05-00	24-05-00	0	EMTN	20-11-02	21 USD	Credit Suisse First Boston
-	18-05-00	24-05-00	0	EMTN	21-11-02	21 USD	Credit Suisse First Boston
931	30-05-00	07-06-00	0	EMTN	31-05-01	25 USD	HSBC Bank plc
932	02-06-00	16-06-00	0,24	EMTN	28-08-02	5.000 JPY	Goldman Sachs Intl.
298	03-07-00	05-07-00	0	ECP	28-07-00	50 USD	UBS Warburg
298	03-07-00	05-07-00	0	ECP	31-07-00	20 USD	J.P. Morgan
298	05-07-00	07-07-00	0	ECP	31-07-00	50 USD	Citibank N.A.
298	06-07-00	10-07-00	0	ECP	31-07-00	8 EUR	UBS Warburg
244	07-07-00	11-07-00	0	USCP	31-07-00	50 USD	J.P. Morgan
298	07-07-00	11-07-00	0	ECP	31-07-00	25 EUR	UBS Warburg
298	10-07-00	13-07-00	0	ECP	31-07-00	15 USD	Deutsche Bank AG
937	06-07-00	17-07-00	0	EMTN	14-09-01	9 USD	Credit Suisse First Boston
-	06-07-00	17-07-00	0	EMTN	17-09-01	9 USD	Credit Suisse First Boston
-	06-07-00	17-07-00	0	EMTN	18-09-01	9 USD	Credit Suisse First Boston
-	06-07-00	17-07-00	0	EMTN	19-09-01	9 USD	Credit Suisse First Boston
-	06-07-00	17-07-00	0	EMTN	20-09-01	9 USD	Credit Suisse First Boston
-	06-07-00	17-07-00	0	EMTN	21-09-01	9 USD	Credit Suisse First Boston
942	12-07-00	19-07-00	6,8	EMTN	19-07-01	50 USD	Morgan Stanley & Co. Intl.
906 ³	12-07-00	20-07-00	5,875	EMTN	28-06-04	50 GBP	Royal Bank of Canada
939	10-07-00	31-07-00	7	EMTN	31-07-03	250 USD	Royal Bank of Canada
908 ⁴	02-08-00	16-08-00	5,75	EMTN	03-12-01	50 GBP	Goldman Sachs Intl.
944	08-08-00	04-09-00	11,375	EMTN	04-09-03	50 ZAR	Royal Bank of Canada
943 ⁵	13-07-00	07-09-00	3-mdrs Libor -0,20%	EIB- projektlån	07-09-09	6 GBP	EIB
941 ⁵	11-07-00	15-09-00	3-mdrs Libor -0,20%	EIB- projektlån	15-09-09	41 GBP	EIB
920 ⁸	11-09-00	21-09-00	7	EMTN	15-12-03	100 USD	Tokyo-Mitsubishi Intl.
945	07-09-00	03-10-00	6,875	EMTN	03-10-02	300 USD	ABN AMRO/Merrill Lynch
913 ⁹	28-11-00	05-12-00	6,625	EMTN	14-09-05	30 USD	Goldman Sachs Intl.

¹ Inkl. evt. swaps i forbindelse med lånoptagelsen.² Forhøjelse af lån nr. 917. Staten har ved hjemtagelsen modtaget USD 3.081.000 i vedhængende rente.³ Forhøjelse af lån nr. 906. Staten har ved hjemtagelsen modtaget GBP 179.500 i vedhængende rente.⁴ Forhøjelse af lån nr. 908. Staten har ved hjemtagelsen modtaget GBP 2.020.485 i vedhængende rente.⁵ Lånet kan opsiges til kurs 100 til hver termin med 30 dages varsel.⁶ Swappen udløber 7. september 2003.

STATENS UDENLANDSKE LÅNOPTAGELSE I 2000¹

Bilagstabel 3

Emis- sions- kurs	Omkost- ninger i pct.	Startdato (swap)	Swapmodpart	Hovedstol i mio.	Nominel rente	Låne- beløb i mio.kr.
101,66	1,635	27-01-00	ABN AMRO	192,77 EUR	6-mdrs Euribor -0,20%	1.435,0
99,98	3,25	08-02-00	RBS	90,74 EUR	6-mdrs Euribor -0,27%	675,4
93,984849	0	23-02-00	MSDP	31,68 EUR	6-mdrs Euribor -0,20%	235,9
100	0	05-04-00	GSMMDP	73,45 EUR	6-mdrs Euribor -0,195%	546,9
98,595	0,15	19-04-00	MSDP	104,50 EUR	6-mdrs Euribor -0,20%	778,5
93,554	0	04-05-00	MSDP	55,04 EUR	6-mdrs Euribor -0,20%	410,3
83,71	0	24-05-00	Deutsche Bank	19,19 EUR	6-mdrs Euribor -0,20%	143,1
83,70	0	24-05-00	Deutsche Bank	19,64 EUR	6-mdrs Euribor -0,20%	146,5
83,65	0	24-05-00	Deutsche Bank	19,63 EUR	6-mdrs Euribor -0,20%	146,4
83,63	0	24-05-00	Deutsche Bank	19,63 EUR	6-mdrs Euribor -0,20%	146,4
83,61	0	24-05-00	Deutsche Bank	19,62 EUR	6-mdrs Euribor -0,20%	146,3
83,60	0	24-05-00	Deutsche Bank	19,62 EUR	6-mdrs Euribor -0,20%	146,3
93,27	0	07-06-00	MSDP	24,81 EUR	6-mdrs Euribor -0,21%	185,1
100	0	16-06-00	BoA	49,20 EUR	6-mdrs Euribor -0,22%	367,1
99,58644						391,0
99,53275						156,3
99,56986						389,0
99,74863						59,6
99,63944						390,9
99,76113						186,2
99,67804						116,9
92,7607	0	17-07-00	Deutsche Bank	8,71 EUR	6-mdrs Euribor -0,22%	65,0
92,7106	0	17-07-00	Deutsche Bank	8,71 EUR	6-mdrs Euribor -0,22%	65,0
92,6939	0	17-07-00	Deutsche Bank	8,71 EUR	6-mdrs Euribor -0,22%	65,0
92,6773	0	17-07-00	Deutsche Bank	8,71 EUR	6-mdrs Euribor -0,22%	65,0
92,6607	0	17-07-00	Deutsche Bank	8,70 EUR	6-mdrs Euribor -0,22%	64,9
92,6441	0	17-07-00	Deutsche Bank	8,75 EUR	6-mdrs Euribor -0,22%	65,3
99,943	0	19-07-00	MSDP	52,69 EUR	6-mdrs Euribor -0,20%	393,0
99,934	1,655	20-07-00	RBC	79,74 EUR	6-mdrs Euribor -0,20%	594,6
101,273	1,387	31-07-00	GSMMDP	262,94 EUR	6-mdrs Euribor -0,19%	1.960,5
99,26	0,1	16-08-00	GSMMDP	81,25 EUR	6-mdrs Euribor -0,20%	606,1
99,215	0,5	04-09-00	GSMMDP	7,93 EUR	6-mdrs Euribor -0,22%	59,1
100	0	07-09-00 ⁶	Barclays Bank	9,89 EUR	6-mdrs Euribor -0,191%	73,7
100	0	15-09-00 ⁷	Barclays Bank	65,02 EUR	6-mdrs Euribor -0,191%	485,4
100,6132	0,1875	21-09-00	MSDP	116,50 EUR	6-mdrs Euribor -0,20%	869,9
101,176	1,125	03-10-00	ABN AMRO	345,62 EUR	6-mdrs Euribor -0,19%	2.577,0
100,792	0,25	05-12-00	GSMMDP	35,10 EUR	6-mdrs Euribor -0,24%	261,7

⁷ Swappen udløber 15. september 2003.⁸ Forhøjelse af lån nr. 920. Staten har ved hjemtagelsen modtaget USD 4.550.000 i vedhængende rente.⁹ Forhøjelse af lån nr. 913. Staten har ved hjemtagelsen modtaget USD 447.300 i vedhængende rente.

STATENS INDENLANDSKE SWAPTRANSAKTIONER, 2000 Bilagstabel 4a

Lånenr.	Acceptmåned	Udløbsmåned	Beløb i mio.kr.
335	Jan 2000	Jan 2010	200
336	Jan 2000	Jan 2010	200
337	Jan 2000	Jan 2010	200
338	Jan 2000	Jan 2010	200
339	Jan 2000	Jan 2010	200
341	Feb 2000	Feb 2010	400
342	Feb 2000	Feb 2010	200
343	Feb 2000	Feb 2010	200
344	Feb 2000	Feb 2010	200
345	Mar 2000	Mar 2010	200
346	Mar 2000	Mar 2010	200
347	Mar 2000	Mar 2010	200
348	Mar 2000	Mar 2010	400
349	Apr 2000	Apr 2010	300
350	Apr 2000	Apr 2010	400
351	Apr 2000	Apr 2010	500
352	Apr 2000	Apr 2010	200
354	Apr 2000	Apr 2010	200
355	Apr 2000	Apr 2010	200
356	Maj 2000	Maj 2010	200
357	Maj 2000	Maj 2010	300
359	Maj 2000	Maj 2010	200
360	Maj 2000	Maj 2010	300
361	Maj 2000	Maj 2010	200
362	Maj 2000	Maj 2010	400
363	Maj 2000	Maj 2010	200
364	Jun 2000	Jun 2010	400
365	Jun 2000	Jun 2010	300
366	Jun 2000	Jun 2010	200
367	Jun 2000	Jun 2010	200
368	Jun 2000	Jun 2010	300
369	Jun 2000	Jun 2010	200
370	Jun 2000	Jun 2010	200
372	Jul 2000	Jul 2010	500
374	Aug 2000	Aug 2010	200
375	Aug 2000	Aug 2010	200
376	Aug 2000	Aug 2010	200
377	Sep 2000	Sep 2010	500
378	Sep 2000	Sep 2010	500
379	Sep 2000	Sep 2010	300
380	Sep 2000	Sep 2010	400
381	Sep 2000	Sep 2010	200
382	Okt 2000	Okt 2010	200
383	Okt 2000	Okt 2010	200
384	Okt 2000	Okt 2010	200
386	Nov 2000	Nov 2010	200
387	Nov 2000	Nov 2010	400
388	Nov 2000	Nov 2010	200
389	Nov 2000	Nov 2010	200
I alt			13.000

Anm.: På samtlige indenlandske renteswaps indgået i 2000 modtages 10-årig fast rente og betales 6-måneders Cibor.

STATENS INDENLANDSKE RENTESWAPS PR. 31. DECEMBER 2000
Bilagstabel 4b

Udløbsår	Hovedstol i mio.kr.
2008	500
2009	7.450
2010	13.000
I alt indenlandske renteswaps	20.950

Anm.: På samtlige indenlandske renteswaps modtages 10-årig fast rente og betales 6-måneders Cibor.

STATENS ISOLEREDE UDENLANDSKE SWAPTRANSAKTIONER, 2000
Bilagstabel 4c

Lå- ne- nr.	Start- dato	Der modtages			Der betales			Udløbs- dato	En- gangs- beløb i mio.kr.
		Valuta	Mio.	Rente	Valuta	Mio.	Rente		
793 ¹	23-01-97	USD	300,0	0	DEM	591,6	6-mdrs Libor -0,22%	23-12-02	1.006,3
921 ²	12-01-00	EUR	4,0	6-mdrs Euribor -0,03%	EUR	4,0	3,40	23-03-04	-1,1
922 ²	20-01-00	EUR	3,0	6-mdrs Euribor -0,03%	EUR	3,0	3,40	23-03-04	-0,8
923 ²	20-01-00	EUR	3,0	6-mdrs Euribor -0,03%	EUR	3,0	4,05	16-09-03	-0,4
926 ²	28-03-00	EUR	4,0	6-mdrs Euribor -0,05%	EUR	4,0	3,40	23-03-04	-1,7
927 ²	28-03-00	EUR	8,0	6-mdrs Euribor -0,05%	EUR	8,0	4,05	16-09-03	-0,3
933 ²	03-07-00	EUR	4,7	6-mdrs Euribor	GRD	1.589,5	7,5	03-06-03	0,0

¹ Pr. 27. december 2000 er DEM-hovedstolen på swappen opskrevet med DEM 265.060.687, mod at staten har modtaget DEM 263.764.777. Herved bringes markedsværdien til nul.

² Asset swap i forbindelse med opkøb af obligationer.

STATENS VALUTATERMINSFORRETNINGER MED NATIONALBANKEN, 2000¹
Bilagstabel 4d

Lånenr.	Startdato	Der modtages ved udløb mio.USD	Der betales ved udløb mio.EUR	Udløbsdato
934	05-07-00	50,0	52,6	28-07-00
935	05-07-00	20,0	21,0	31-07-00
936	07-07-00	50,0	52,3	31-07-00
938	11-07-00	50,0	52,5	31-07-00
940	13-07-00	15,0	15,7	31-07-00

¹ Termisforretninger knyttet til CP-udstedelse.

INDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 2000

Bilagstabel 5

Løbenr.	Pålydende rente, pct.	Titel ¹	Sidste termin	Udestående beløb, mio.kr.
Fast forrentede obligationslån				
<i>Stående lån</i>				
246	8	Stående lån 2003 Udstedt 2. jan 1992-30. dec 1993	15. maj 2003	65.750,0
257	7	Stående lån 2004 Udstedt 25. maj 1993-5. dec 1994	15. dec 2004	74.450,0
264	7	Stående lån 2024 Udstedt 6. apr 1994-31. dec 2000	10. nov 2024	25.000,0
269	8	Stående lån 2006 Udstedt 5. dec 1994-10. apr 1996	15. mar 2006	70.000,0
272	8	Stående lån 2001 Udstedt 9. jan 1995-18. jun 1996	15. nov 2001	39.635,0
279	7	Stående lån 2007 Udstedt 10. apr 1996-30. dec 1997	15. nov 2007	52.605,0
280	6	Stående lån 2002 Udstedt 18. jun 1996-30. dec 1998	15. nov 2002	38.907,0
286	5	Stående lån 2005 Udstedt 14. jan 1997-	15. aug 2005	51.660,0
291	6	Stående lån 2009 Udstedt 14. jan 1998-4. maj 2000	15. nov 2009	66.645,0
358	6	Stående lån 2011 Udstedt 4. maj 2000-	15. nov 2011	15.695,0
<i>Seriellån</i>				
14	5	S 2007 Udstedt 20. okt 1953-12. sep 1958	15. sep 2007 ²	38,5
16	4	S 2017 Udstedt 29. nov 1955-12. sep 1958	15. jun 2017 ²	89,5
38	12	S 2001 Udstedt 6. okt 1980-9. maj 1983	15. feb 2001	
		Udestående 2.667,5		
		Heraf opkøbt 2.000,0		
		Udestående i alt 667,5		667,5
57	10	S 2004 Udstedt 10. maj 1983-30. aug 1985	15. okt 2004	3.792,0
85	10	S 2001 Udstedt 15. jul 1985-30. aug 1985	15. jul 2001	0,5
<i>Uamortisable</i>				
1	3,5	Dansk Statslån Udstedt 11. dec 1886	uamortisabelt ²	46,2
80	5	Dansk-Islandsk Fond 1918 Udstedt 20. maj 1919	uamortisabelt	1,0
I alt fast forrentede obligationslån				504.992,2

INDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 2000				Bilagstabel 5
Løbenr.	Pålydende rente, pct.	Titel ¹	Sidste termin	Udestående beløb, mio.kr.
Statsgældsbeviser				
290	4,00	Statsgældsbevis 2001 I Udstedt 7. jan 1998-6. jul 1999	15. feb 2001	35.355,0
319	4	Statsgældsbevis 2002 Udstedt 7. jul 1999-19. jun 2000	15. mar 2002	35.075,0
371	5	Statsgældsbevis 2003 Udstedt 29. jun 2000 -	15. nov 2003	10.827,0
I alt statsgældsbeviser				81.257,0
Skatkammerbeviser				
353	0	Skatkammerbevis 2001 I Udstedt 1. maj 2000-1. nov 2000	1. feb 2001	10.495,0
373	0	Skatkammerbevis 2001 II Udstedt 1. aug 2000-	1. maj 2001	18.251,0
385	0	Skatkammerbevis 2001 III Udstedt 1. nov 2000-	1. aug 2001	8.100,0
I alt skatkammerbeviser				36.846,0
Præmieobligationslån				
20	7	Præmieobligationslån af 1965/2010 Udstedt 22. sep 1965	22. sep 2010	100,0
21	7	Præmieobligationslån af 1969/2009 Udstedt 1. okt 1969	31. dec 2009	100,0
24	8	Præmieobligationslån af 1977/2002		
		I Udstedt 14. apr 1977	15. feb 2002	100,0
		II Udstedt 3. jun 1977	15. maj 2002	100,0
		III Udstedt 24. jun 1977	15. jun 2002	100,0
		IV Udstedt 28. jul 1977	15. jul 2002	100,0
		V Udstedt 30. aug 1977	15. aug 2002	100,0
39	10	Præmieobligationslån af 1980/2005 Udstedt 28. okt 1980	1. jul 2005	200,0
I alt præmieobligationslån				900,0
Indenlandsk gæld i alt				623.995,2

¹ Udstedelsesdatoerne refererer til den periode, der har været solgt i papirerne. For skatkammerbeviserne refererer datoerne til valørdato. For de papirer, der fortsat sælges i, er dette markeret med en "-" efter 1. udstedelsesdato. Visse papirer er kun solgt på én dato. For disse papirer er kun denne dato angivet.

² Kan indfries af staten med 3 måneders varsel.

UDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 2000¹

Bilagstabel 6

Lø- be- nr.	Rentesats, pct. p.a.	Titel	Udestående beløb, mio. af valutaen	Udestående beløb, mio.kr. (1)	Note
AUD-lån					
838	3,46	1997/07 AUD(rente af 33,86 mio.)/JPY(til- bagebetaling)	0,0	0,0	
-	3,46	1997/07 swap til DEM med variabel rente	-0,0	-0,0	
869	5,625	1998/03	100,0	445,0	
-	5,625	1998/03 swap til DEM med variabel rente	-100,0	-445,0	
I alt AUD			0,0	0,0	
BEF-lån					
619	0	1995/03 swap til variabel rente	-5.000,0	-925,1	(2)
-	var.	1995/03 swap fra fast rente	2.705,3	500,5	(2)
I alt BEF			-2.294,8	-424,6	
CAD-lån					
802	6	1997/02	100,0	534,4	
-	6	1997/02 swap til DEM med variabel rente	-100,0	-534,4	
876	5,25	1998/03	100,0	534,4	
-	5,25	1998/03 swap til DEM med variabel rente	-100,0	-534,4	
I alt CAD			0,0	0,0	
CHF-lån					
313	0	1987/02	50,8	249,0	
796	2,25	1997/04	200,0	979,9	
-	2,26688	1997/04 swap til DEM med variabel rente	-200,0	-979,9	
893	var.	1999/04 swap fra EUR med variabel rente	335,0	1.641,4	
894	0	1999/02 swap fra EUR med variabel rente (Swap vedr. opkøb (34,34 mio.CHF) i lån nr. 313)	34,3	168,3	
901	var.	1999/02 swap fra EUR med variabel rente	112,0	548,8	
903	var.	1999/02 swap fra EUR med variabel rente	112,0	548,8	
910	var.	1999/03 swap fra EUR med variabel rente	64,0	313,6	
911	var.	1999/03 swap fra EUR med variabel rente	72,0	352,8	
I alt CHF			780,2	3.822,5	
CZK-lån					
871	13,75	1998/02	1.000,0	213,0	
-	13,75	1998/02 swap til DEM med variabel rente	-1.000,0	-213,0	
I alt CZK			0,0	0,0	

¹ Lånene forfalder i deres helhed til tilbagebetaling ved udløb, såfremt andet ikke er nævnt.

I en del tilfælde er lånene nedbragt i løbetiden ved opkøb, til hvilke der ofte er knyttet asset swaps.

Afdragene er i nogle tilfælde strukturerede, dvs. de beregnes efter en bestemt formel og kan blive større eller mindre end de i tabellen registrerede udestående beløb.

UDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 2000¹

Bilagstabel 6

Lø- be- nr.	Rentesats, pct. p.a.	Titel	Udestående beløb, mio. af valutaen	Udestående beløb, mio.kr. (1)	Note
DEM-lån					
509	8,345	1992/02 swap fra variabel rente	100,0	381,6	
-	var.	1992/02 swap til fast rente	-100,0	-381,6	
512	8,3	1992/02 swap fra variabel rente	100,0	381,6	
-	var.	1992/02 swap til fast rente	-100,0	-381,6	
515	8,285	1992/02 swap fra variabel rente	50,0	190,8	
-	var.	1992/02 swap til fast rente	-50,0	-190,8	
516	8,31	1992/02 swap fra variabel rente	50,0	190,8	
-	var.	1992/02 swap til fast rente	-50,0	-190,8	
524	8,03	1992/02 swap fra variabel rente	100,0	381,6	
-	var.	1992/02 swap til fast rente	-100,0	-381,6	
528	7,94	1992/01 swap fra variabel rente	100,0	381,6	
-	var.	1992/01 swap til fast rente	-100,0	-381,6	
643	6,33	1995/01 swap fra variabel rente	100,0	381,6	
-	var.	1995/01 swap til fast rente	-100,0	-381,6	
644	6,31	1995/01 swap fra variabel rente	100,0	381,6	
-	var.	1995/01 swap til fast rente	-100,0	-381,6	
646	6,46	1995/02 swap fra variabel rente	100,0	381,6	
-	var.	1995/02 swap til fast rente	-100,0	-381,6	
647	6,44	1995/02 swap fra variabel rente	100,0	381,6	
-	var.	1995/02 swap til fast rente	-100,0	-381,6	
648	6,4	1995/02 swap fra variabel rente	100,0	381,6	
-	var.	1995/02 swap til fast rente	-100,0	-381,6	
649	6,39	1995/02 swap fra variabel rente	100,0	381,6	
-	var.	1995/02 swap til fast rente	-100,0	-381,6	
710	var.	1996/01 swap fra LUF med fast rente	48,6	185,4	
711	5,74	1996/01 swap fra variabel rente	48,6	185,4	
-	var.	1996/01 swap til fast rente	-48,6	-185,4	
713	var.	1996/06 swap fra FRF med variabel rente	146,6	559,5	
714	var.	1996/02 swap fra EUR med variabel rente	94,0	358,6	
716	var.	1996/02 swap fra EUR med variabel rente	93,7	357,5	
717	var.	1996/02 swap fra EUR med variabel rente	188,0	717,5	
721	var.	1996/02 swap fra EUR med variabel rente	189,0	721,2	
723	8,05	1996/02 swap fra EUR med fast rente	283,2	1.080,8	
725	var.	1996/02 swap fra EUR med variabel rente	284,4	1.085,1	
734	0	1996/01 swappet til variabel rente	12,0	45,8	
735	6,3875	1996/06 swap fra variabel rente	146,6	559,5	
-	var.	1996/06 swap til fast rente	-146,6	-559,5	
760	5	1996/01	500,0	1.907,9	
772	var.	1996/06 swap fra USD med fast rente	29,9	114,2	
780	4,75	1997/02	474,5	1.810,6	
790	5,925	1996/06 swap fra variabel rente	29,9	114,2	
-	var.	1996/06 swap til fast rente	-29,9	-114,2	
793	var.	1997/02 swap fra USD med fast rente	591,6	2.257,5	
794	var.	1997/07 swap fra JPY med struktureret rente	13,6	52,0	
795	4,75	1997/02	670,0	2.556,6	
796	var.	1997/04 swap fra CHF med fast rente	228,7	872,6	
798	4,885	1997/02 swap fra variabel rente	326,6	1.246,1	
-	var.	1997/02 swap til fast rente	-326,6	-1.246,1	
799	5,73	1997/07 swap fra variabel rente	13,6	52,0	
-	var.	1997/07 swap til fast rente	-13,6	-52,0	

UDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 2000¹

Bilagstabel 6

Lø- be- nr.	Rentesats, pct. p.a.	Titel	Udestående beløb, mio. af valutaen	Udestående beløb, mio.kr. (1)	Note
DEM-lån – fortsat					
800	5,275	1997/04 swap fra variabel rente	228,7	872,6	
-	var.	1997/04 swap til fast rente	-228,7	-872,6	
802	var.	1997/02 swap fra CAD med fast rente	121,5	463,6	
812	4,748	1997/02 swap fra variabel rente	121,5	463,6	
-	var.	1997/02 swap til fast rente	-121,5	-463,6	
835	var.	1997/07 swap fra JPY med fast rente	69,4	264,9	
837	var.	1997/01 swap fra USD med struktureret rente	166,1	633,6	
838	var.	1997/07 swap fra AUD(rente)/JPY(tilbage- betaling) med fast rente	44,3	169,2	
841	var.	1997/03 swap fra USD med fast rente	862,5	3.291,1	
842	5,826	1997/07 swap fra variabel rente	69,4	264,9	
-	var.	1997/07 swap til fast rente	-69,4	-264,9	
843	5,0625	1997/03 swap fra variabel rente	862,5	3.291,1	
-	var.	1997/03 swap til fast rente	-862,5	-3.291,1	
844	5,6925	1997/07 swap fra variabel rente	44,3	169,2	
-	var.	1997/07 swap til fast rente	-44,3	-169,2	
845	5	1997/03	500,0	1.907,9	
846	var.	1997/01 swap fra USD med fast rente	517,7	1.975,4	
847	3,992	1997/01 swap fra variabel rente	166,1	633,6	
-	var.	1997/01 swap til fast rente	-166,1	-633,6	
848	4,224	1997/01 swap fra variabel rente	517,7	1.975,4	
-	var.	1997/01 swap til fast rente	-517,7	-1.975,4	
849	var.	1997/04 swap fra USD med fast rente	926,0	3.533,4	
850	var.	1997/07 swap fra JPY med struktureret rente	31,0	118,3	
851	var.	1997/01 swappet til fast rente, 4,7425 pct.	1.465,0	5.590,1	
852	5,4675	1997/04 swap fra variabel rente	926,0	3.533,4	
-	var.	1997/04 swap til fast rente	-926,0	-3.533,4	
853	var.	1997/07 swap fra JPY med struktureret rente	7,6	28,9	
854	5,25	1997/04	1.000,0	3.815,8	
855	var.	1997/07 swap fra JPY med fast rente	49,3	188,0	
862	var.	1997/07 swap fra USD med fast rente	43,5	166,1	
863	var.	1997/04 swappet til variabel rente	125,0	477,0	
864	5	1998/03	424,0	1.617,9	
869	var.	1998/03 swap fra AUD med fast rente	120,0	457,9	
870	var.	1998/05 swap fra USD med fast rente	908,6	3.467,0	
871	var.	1998/02 swap fra CZK med fast rente	53,2	202,9	
872	4,29	1998/01 swap fra GBP med fast rente	61,3	233,8	
873	var.	1998/03 swap fra GRD med fast rente	57,7	220,1	
875	var.	1998/01 swap fra GRD med fast rente	60,2	229,9	
876	var.	1998/03 swap fra CAD med fast rente	121,5	463,4	
881	var.	1998/07 swap fra NOK med fast rente	74,3	283,5	
888	var.	1998/07 swap fra SEK med fast rente	102,0	389,2	
890	var.	1998/07 swap fra SEK med fast rente	101,5	387,3	
891	var.	1998/06 swap fra SEK med fast rente	81,9	312,5	
I alt DEM			11.942,8	45.571,5	

UDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 2000¹

Bilagstabel 6

Lø- be- nr.	Rentesats, pct. p.a.	Titel	Udestående beløb, mio. af valutaen	Udestående beløb, mio.kr. (1)	Note
DKK-lån					
1	3	1894 uamortisabelt	55,6	55,6	(3)
2	3,5	1901 uamortisabelt	29,2	29,2	(3)
3	3,5	1909 uamortisabelt	38,4	38,4	(3)
I alt DKK			123,3	123,3	
EUR-lån					
493	8,5	1992/02	880,8	6.573,8	(4)
510	var.	1992/02 swap fra fast rente	50,0	373,2	
-	9,73	1992/02 swap til variabel rente	-50,0	-373,2	
511	var.	1992/02 swap fra fast rente	50,0	373,2	
-	9,69	1992/02 swap til variabel rente	-50,0	-373,2	
518	var.	1992/02 swap fra fast rente	50,0	373,2	
-	9,63	1992/02 swap til variabel rente	-50,0	-373,2	
519	var.	1992/02 swap fra fast rente	50,0	373,2	
-	9,63	1992/02 swap til variabel rente	-50,0	-373,2	
520	var.	1992/02 swap fra fast rente	50,0	373,2	
-	9,61	1992/02 swap til variabel rente	-50,0	-373,2	
522	var.	1992/02 swap fra fast rente	100,0	746,3	
-	9,29	1992/02 swap til variabel rente	-100,0	-746,3	
523	var.	1992/02 swap fra fast rente	50,0	373,2	
-	9,33	1992/02 swap til variabel rente	-50,0	-373,2	
529	var.	1992/02 swap fra fast rente	25,0	186,6	
-	9,38	1992/02 swap til variabel rente	-25,0	-186,6	
530	var.	1992/02 swap fra fast rente	25,0	186,6	
-	9,4	1992/02 swap til variabel rente	-25,0	-186,6	
714	var.	1996/02 swap til DEM med variabel rente	-50,0	-373,2	
716	var.	1996/02 swap til DEM med variabel rente	-50,0	-373,2	
717	var.	1996/02 swap til DEM med variabel rente	-100,0	-746,3	
721	var.	1996/02 swap til DEM med variabel rente	-100,0	-746,3	
723	8,5	1996/02 swap til DEM med fast rente	-150,0	-1.119,5	
725	var.	1996/02 swap til DEM med variabel rente	-150,0	-1.119,5	
877	4,05	1998/03 swappet til variabel rente	113,0	843,3	
878	3,7	1998/01 swappet til variabel rente	211,0	1.574,7	
879	4,625	1998/08 swappet til variabel rente	475,0	3.545,0	
887	3,105	1999/02 swap fra USD med fast rente	85,5	638,1	
-	3	1999/02 swap fra USD med fast rente	44,0	328,4	
889	3,4	1998/04 swappet til variabel rente	89,0	664,2	
893	var.	1999/04 swap til CHF med variabel rente	-209,0	-1.559,8	
894	var.	1999/02 swap til CHF med fast rente (Swap vedr. opkøb (34,34 mio.CHF) i lån nr. 313)	-21,4	-159,7	
895	var.	1999/06 swap til USD med fast rente (Swap vedr. opkøb (20 mio.USD) i lån nr. 772)	-17,1	-127,5	
896	2,985	1999/02 swap fra GRD med fast rente	31,0	231,6	
899	var.	1999/04 swap til JPY med variabel rente	-50,0	-373,2	
900	var.	1999/04 swap til JPY med variabel rente	-80,0	-597,0	
901	var.	1999/02 swap til CHF med variabel rente	-70,0	-522,4	
903	var.	1999/02 swap til CHF med variabel rente	-70,0	-522,4	
904	var.	1999/04 swap til JPY med variabel rente	-55,0	-410,5	

UDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 2000¹

Bilagstabel 6

Lø- be- nr.	Rentesats, pct. p.a.	Titel	Udestående beløb, mio. af valutaen	Udestående beløb, mio.kr. (1)	Note
EUR-lån – fortsat					
906	var.	1999/04 swap fra GBP med fast rente	231,7	1.728,9	
-	var.	2000/04 swap fra GBP med fast rente	79,7	595,1	
907	var.	1999/05 swap fra NOK med fast rente	61,7	460,7	
908	var.	1999/01 swap fra GBP med fast rente	384,5	2.869,6	
-	var.	2000/01 swap fra GBP med fast rente	81,2	606,4	
909	var.	1999/03 swap fra USD med fast rente	233,7	1.744,1	
910	var.	1999/03 swap til CHF med variabel rente	-40,0	-298,5	
911	var.	1999/03 swap til CHF med variabel rente	-45,0	-335,8	
912	var.	1999/03 swap fra SEK med fast rente	171,4	1.278,8	
913	var.	1999/05 swap fra USD med fast rente	465,0	3.470,3	
-	var.	2000/05 swap fra USD med fast rente	35,1	262,0	
914	5,125	1999/05 swap fra variabel rente	100,0	746,3	
-	var.	1999/05 swap til fast rente	-100,0	-746,3	
915	5,1625	1999/05 swap fra variabel rente	100,0	746,3	
-	var.	1999/05 swap til fast rente	-100,0	-746,3	
917	var.	1999/02 swap fra USD med fast rente	375,6	2.803,0	
-	var.	2000/02 swap fra USD med fast rente	104,5	779,9	
920	var.	2000/03 swap fra USD med fast rente	309,3	2.308,1	
921	3,4	2000/04 swap fra variabel rente	4,0	29,9	
-	var.	2000/04 swap til fast rente (Swap vedr. opkøb (4 mio.EUR) i lån nr. 889)	-4,0	-29,9	
922	3,4	2000/04 swap fra variabel rente	3,0	22,4	
-	var.	2000/04 swap til fast rente (Swap vedr. opkøb (3 mio.EUR) i lån nr. 889)	-3,0	-22,4	
923	4,05	2000/03 swap fra variabel rente	3,0	22,4	
-	var.	2000/03 swap til fast rente (Swap vedr. opkøb (3 mio.EUR) i lån nr. 877)	-3,0	-22,4	
924	var.	2000/03 swap fra JPY(rente)/USD(tilbage- betaling) med fast rente	90,7	677,2	
925	var.	2000/01 swap fra USD med fast rente	31,7	236,4	
926	3,4	2000/04 swap fra variabel rente	4,0	29,9	
-	var.	2000/04 swap til fast rente (Swap vedr. opkøb (4 mio.EUR) i lån nr. 889)	-4,0	-29,9	
927	4,05	2000/03 swap fra variabel rente	8,0	59,7	
-	var.	2000/03 swap til fast rente (Swap vedr. opkøb (8 mio.EUR) i lån nr. 877)	-8,0	-59,7	
928	var.	2000/01 swap fra USD med fast rente	73,5	548,2	
929	var.	2000/01 swap fra USD med fast rente	55,0	410,7	
930	var.	2000/02 swap fra USD med fast rente	117,3	875,6	
931	var.	2000/01 swap fra USD med fast rente	24,8	185,1	
932	var.	2000/02 swap fra JPY med fast rente	49,2	367,2	
933	var.	2000/03 swap til GRD med fast rente (Swap vedr. opkøb (1.589,5 mio.GRD) i lån nr. 873)	-4,7	-35,3	
937	var.	2000/01 swap fra USD med fast rente	52,3	390,3	
939	var.	2000/03 swap fra USD med fast rente	262,9	1.962,3	

UDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 2000¹

Bilagstabel 6

Lø- be- nr.	Rentesats, pct. p.a.	Titel	Udestående beløb, mio. af valutaen	Udestående beløb, mio.kr. (1)	Note
EUR-lån – fortsat					
941	var.	2000/03 swap fra GBP med variabel rente	65,0	485,3	
942	var.	2000/01 swap fra USD med fast rente	52,7	393,2	
943	var.	2000/03 swap fra GBP med variabel rente	9,9	73,8	
944	var.	2000/03 swap fra ZAR med fast rente	7,9	59,2	
945	var.	2000/02 swap fra USD med fast rente	345,6	2.579,4	
I alt EUR			4.439,2	33.130,0	
FRF-lån					
514	var.	1992/02 swap fra fast rente	250,0	284,4	
-	9,43	1992/02 swap til variabel rente	-250,0	-284,4	
713	var.	1996/06	500,0	568,9	
-	var.	1996/06 swap til DEM med variabel rente	-500,0	-568,9	
I alt FRF			0,0	0,0	
GBP-lån					
120	13	1980/05	25,5	304,8	
872	6,69	1998/01 EIB-lån, Danske Motorveje III	20,0	239,2	
-	6,69	1998/01 swap til DEM med fast rente	-20,0	-239,2	
906	5,875	1999/04	200,0	2.391,6	
-	5,875	1999/04 swap til EUR med variabel rente	-150,0	-1.793,7	
-	5,875	2000/04 swap til EUR med variabel rente	-50,0	-597,9	
908	5,75	1999/01	300,0	3.587,5	
-	5,75	1999/01 swap til EUR med variabel rente	-250,0	-2.989,6	
-	5,75	2000/01 swap til EUR med variabel rente	-50,0	-597,9	
941	var.	2000/09 EIB-lån, Modernisering og udbyg- ning af højere uddannelsesinstitutioner	40,8	487,9	
-	var.	2000/03 swap til EUR med variabel rente	-40,8	-487,9	
943	var.	2000/09 EIB-lån, Danske Motorveje III B	6,2	73,5	
-	var.	2000/03 swap til EUR med variabel rente	-6,2	-73,5	
I alt GBP			25,5	304,8	
GRD-lån					
873	7,5	1998/03	8.410,5	184,2	
-	7,5	1998/03 swap til DEM med variabel rente	-10.000,0	-219,0	
875	8,5	1998/01	10.000,0	219,0	
-	8,5	1998/01 swap til DEM med variabel rente	-10.000,0	-219,0	
896	6	1999/02	10.000,0	219,0	
-	6	1999/02 swap til EUR med fast rente	-10.000,0	-219,0	
933	7,5	2000/03 swap fra EUR med variabel rente (Swap vedr. opkøb (1.589,5 mio.GRD) i lån nr. 873)	1.589,5	34,8	
I alt GRD			0,0	0,0	
JPY-lån					
794	var.	1997/07	1.000,0	69,8	
-	var.	1997/07 swap til DEM med variabel rente	-1.000,0	-69,8	

UDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 2000¹

Bilagstabel 6

Lø- be- nr.	Rentesats, pct. p.a.	Titel	Udestående beløb, mio. af valutaen	Udestående beløb, mio.kr. (1)	Note
JPY-lån – fortsat					
835	2,63	1997/07	5.000,0	349,0	
-	2,63	1997/07 swap til DEM med variabel rente	-5.000,0	-349,0	
838	0	1997/07 JPY(tilbagebetaling)/AUD(rente)	3.000,0	209,4	
-	0	1997/07 swap til DEM med variabel rente	-3.000,0	-209,4	
850	var.	1997/07	2.000,0	139,6	
-	var.	1997/07 swap til DEM med variabel rente	-2.000,0	-139,6	
853	var.	1997/07	500,0	34,9	
-	var.	1997/07 swap til DEM med variabel rente	-500,0	-34,9	
855	2,02	1997/07 EIB-lån, Danske Omfartsveje B	3.400,0	237,3	
-	2,02	1997/07 swap til DEM med variabel rente	-3.400,0	-237,3	
899	var.	1999/04 swap fra EUR med variabel rente	6.515,0	454,8	
900	var.	1999/04 swap fra EUR med variabel rente	10.424,0	727,6	
904	var.	1999/04 swap fra EUR med variabel rente	7.009,8	489,3	
924	5	2000/03 JPY(rente af 10.000 mio.)/USD(til- bagebetaling)	0,0	0,0	
-	5	2000/03 swap til EUR med variabel rente	-0,0	-0,0	
932	0,24	2000/02	5.000,0	349,0	
-	0,24	2000/02 swap til EUR med variabel rente	-5.000,0	-349,0	
I alt JPY			23.948,8	1.671,6	
LUF-lån					
619	0	1995/03	5.000,0	925,1	
710	5,45	1996/01	1.000,0	185,0	
-	5,45	1996/01 swap til DEM med variabel rente	-1.000,0	-185,0	
I alt LUF			5.000,0	925,1	
NLG-lån					
211	9,5	1984/04	25,0	84,7	(5)
I alt NLG			25,0	84,7	
NOK-lån					
881	6,25	1998/07	330,0	299,1	
-	6,25	1998/07 swap til DEM med variabel rente	-330,0	-299,1	
907	5,75	1999/05	500,0	453,2	
-	5,75	1999/05 swap til EUR med variabel rente	-500,0	-453,2	
I alt NOK			0,0	0,0	
SEK-lån					
888	5	1998/07	500,0	422,6	
-	5	1998/07 swap til DEM med variabel rente	-500,0	-422,6	
890	5,12	1998/07	500,0	422,6	
-	5,12	1998/07 swap til DEM med variabel rente	-500,0	-422,6	
891	5,065	1998/06	400,0	338,0	
-	5,065	1998/06 swap til DEM med variabel rente	-400,0	-338,0	

UDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 2000¹

Bilagstabel 6

Lø- be- nr.	Rentesats, pct. p.a.	Titel	Udestående beløb, mio. af valutaen	Udestående beløb, mio.kr. (1)	Note
SEK-lån – fortsat					
912	5,375	1999/03	1.500,0	1.267,7	
-	5,375	1999/03 swap til EUR med variabel rente	-1.500,0	-1.267,7	
I alt SEK			0,0	0,0	
USD-lån					
772	6,065	1996/06 swap til DEM med variabel rente	-20,0	-160,4	
793	0	1997/02	300,0	2.406,2	
-	0	1997/02 swap til DEM med variabel rente	-300,0	-2.406,2	
837	var.	1997/01	97,6	782,5	
-	var.	1997/01 swap til DEM med variabel rente	-97,6	-782,5	
841	6,625	1997/03	500,0	4.010,3	
-	6,625	1997/03 swap til DEM med variabel rente	-500,0	-4.010,3	
846	6,375	1997/01	300,0	2.406,2	
-	6,375	1997/01 swap til DEM med variabel rente	-300,0	-2.406,2	
849	6,25	1997/04	500,0	4.010,3	
-	6,25	1997/04 swap til DEM med variabel rente	-500,0	-4.010,3	
862	4	1997/07	30,0	240,6	
-	4	1997/07 swap til DEM med variabel rente	-30,0	-240,6	
870	5,75	1998/05	500,0	4.010,3	
-	5,75	1998/05 swap til DEM med variabel rente	-500,0	-4.010,3	
887	3,875	1999/02	150,0	1.203,1	
-	3,875	1999/02 swap til EUR med fast rente	-100,0	-802,1	
-	3,875	1999/02 swap til EUR med fast rente	-50,0	-401,0	
895	6,065	1999/06 swap fra EUR med variabel rente (Swap vedr. opkøb (20 mio.USD) i lån nr. 772)	20,0	160,4	
909	6,375	1999/03	250,0	2.005,1	
-	6,375	1999/03 swap til EUR med variabel rente	-250,0	-2.005,1	
913	6,625	1999/05	530,0	4.250,9	
-	6,625	1999/05 swap til EUR med variabel rente	-500,0	-4.010,3	
-	6,625	2000/05 swap til EUR med variabel rente	-30,0	-240,6	
917	6,375	1999/02	500,0	4.010,3	
-	6,375	1999/02 swap til EUR med variabel rente	-400,0	-3.208,2	
-	6,375	2000/02 swap til EUR med variabel rente	-100,0	-802,1	
920	7	2000/03	300,0	2.406,2	
-	7	2000/03 swap til EUR med variabel rente	-300,0	-2.406,2	
924	0	2000/03 USD(tilbagebetaling)/JPY(rente)	94,6	758,4	
-	0	2000/03 swap til EUR med variabel rente	-94,6	-758,4	
925	0	2000/01	33,0	264,7	
-	0	2000/01 swap til EUR med variabel rente	-33,0	-264,7	
928	6,77	2000/01	70,0	561,4	
-	6,77	2000/01 swap til EUR med variabel rente	-70,0	-561,4	
929	0	2000/01	50,0	401,0	
-	0	2000/01 swap til EUR med variabel rente	-50,0	-401,0	
930	0	2000/02	125,5	1.006,6	
-	0	2000/02 swap til EUR med variabel rente	-125,5	-1.006,6	
931	0	2000/01	25,0	200,5	
-	0	2000/01 swap til EUR med variabel rente	-25,0	-200,5	
937	0	2000/01	54,1	433,5	
-	0	2000/01 swap til EUR med variabel rente	-54,1	-433,5	

UDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 2000¹

Bilagstabel 6

Lø- be- nr.	Rentesats, pct. p.a.	Titel	Udestående beløb, mio. af valutaen	Udestående beløb, mio.kr. (1)	Note
USD-lån – fortsat					
939	7	2000/03	250,0	2.005,1	
-	7	2000/03 swap til EUR med variabel rente	-250,0	-2.005,1	
942	6,8	2000/01	50,0	401,0	
-	6,8	2000/01 swap til EUR med variabel rente	-50,0	-401,0	
945	6,875	2000/02	300,0	2.406,2	
-	6,875	2000/02 swap til EUR med variabel rente	-300,0	-2.406,2	
I alt USD			0,0	0,0	
ZAR-lån					
944	11,375	2000/03	50,0	53,0	
-	11,375	2000/03 swap til EUR med variabel rente	-50,0	-53,0	
I alt ZAR			0,0	0,0	
Udenlandsk gæld i alt				85.208,8	

- (1) Det udestående beløb pr. 31. december 2000 er udregnet efter følgende kurser pr. 29. december 2000 som kurs pr. 100 enheder: AUD = 445,03, BEF = 18,501, CAD = 534,41, CHF = 489,96, CZK = 21,295, DEM = 381,58, EUR = 746,31, FRF = 113,77, GBP = 1.195,82, GRD = 2,19, JPY = 6,9801, LUF = 18,501, NLG = 338,66, NOK = 90,64, SEK = 84,51, USD = 802,05, ZAR = 106,02.
- (2) Der er tale om swap (i BEF) af LUF-lån.
- (3) Flermøntede lån, hvor kreditor kan vælge betalingsvaluta efter et fast omregningsforhold. DKK er den for kreditor mest fordelagtige valuta.
- (4) Herunder XEU-lån optaget før 1. januar 1999.
- (5) Lånet afdrages med lige store afdrag i halv- eller helårlige serier igennem hele lånets løbetid, begyndende efter mindst 1 års afdragsfrihed.

RENTER OG AFDRAG PÅ STATENS INDENLANDSKE GÆLD ¹ , ULTIMO 2000			Bilagstabel 7
Mia.kr.	Renter	Afdrag	Total
2001	38,4	76,6	115,4
2002	33,6	75,4	109,1
2003	29,8	77,5	107,3
2004	23,9	75,4	99,3
2005	18,6	51,9	70,5
2006	16,0	70,0	86,0
2007	10,4	52,6	63,0
2008	6,7	0,0	6,7
2009	6,6	66,8	73,3
2010	2,4	0,1	2,5
2011	2,7	15,7	18,4
2012	1,8	0,0	1,8
2013	1,8	0,0	1,8
2014	1,8	0,0	1,8
2015	1,8	0,0	1,8
2016	1,8	0,0	1,8
2017	1,8	0,0	1,8
2018	1,8	0,0	1,8
2019	1,8	0,0	1,8
2020	1,8	0,0	1,8
2021	1,8	0,0	1,8
2022	1,8	0,0	1,8
2023	1,8	0,0	1,8
2024	1,8	25,0	26,8
I alt	211,8	587,1	798,9

¹ Ekskl. skatkammerbeviser. Inkl. nettorentebetalinger knyttet til indenlandske renteswaps.

RENTER OG AFDRAG PÅ STATENS UDENLANDSKE GÆLD ¹ , ULTIMO 2000			Bilagstabel 8
Mia.kr.	Renter	Afdrag	Total
2001	4,2	18,0	22,2
2002	3,3	22,6	26,0
2003	2,1	17,9	20,0
2004	1,3	12,1	13,3
2005	0,7	8,0	8,7
2006	0,4	0,9	1,2
2007	0,3	2,0	2,3
2008	0,2	3,5	3,7
I alt	12,5	85,2	97,7

¹ Inkl. nettorentebetalinger knyttet til swaps.

RATING AF DEN DANSKE STATSGÆLD I INDENLANDSK VALUTA	Bilagstabel 9a
---	----------------

	Moody's	Standard & Poor's
1981, mar		AAA
1986, jul	Aa	
1986, aug	Aa1	
1986, nov	Aaa	
Aktuel rating	Aaa	AAA

Anm.: Moody's Investors Service og Standard & Poor's benytter følgende betegnelser:

Moody's: Aaa, Aa, A, Baa, Ba, B, Caa, Ca og C.

For kategorierne Aa til Caa benyttes 1, 2 eller 3 til at angive lidt bedre eller lidt dårligere status inden for kategorien.

Standard & Poor's: AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C og D.

For kategorierne AA til CCC benyttes + eller - til at angive lidt bedre eller lidt dårligere status inden for kategorien.

RATING AF DEN DANSKE STATSGÆLD I FREMMED VALUTA	Bilagstabel 9b
---	----------------

	Moody's	Standard & Poor's
1981, mar		AAA
1983, jan		AA+
1985, apr	Aa	
1986, aug	Aa1	
1987, mar		AA
1991, okt		AA+
1999, aug	Aaa	
Aktuel rating	Aaa	AA+

Anm.: Se anmærkning i bilagstabel 9a for rating-kategoriernes rangordning.

RATING AF UDVALGTE LANDES STATSGÆLD

Bilagstabel 10

	Moody's		Standard & Poor's	
	Indenlandsk	Udenlandsk	Indenlandsk	Udenlandsk
Australien	Aaa	Aa2	AAA	AA+
Belgien	Aa1	Aa1	AA+	AA+
Danmark	Aaa	Aaa	AAA	AA+
Finland	Aaa	Aaa	AA+	AA+
Frankrig	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Grækenland	A2	A2	A-	A-
Holland	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Irland	Aaa	Aaa	AA+	AA+
Italien	Aa3	Aa3	AA	AA
Japan	Aa2	Aa1	AAA	AAA
New Zealand	Aaa	Aa2	AAA	AA+
Norge	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Portugal	Aa2	Aa2	AA	AA
Spanien	Aa2	Aa2	AA+	AA+
Storbritannien	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Sverige	Aaa	Aa1	AAA	AA+
Sydafrika	Baa1	Baa3	A-	BBB-
Tjekkiet	A1	Baa1	AA-	A-
Tyskland	Aaa	Aaa	AAA	AAA
USA	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Østrig	Aaa	Aaa	AAA	AAA

Anm.: Som publiceret pr. januar 2001. Se anmærkning i bilagstabel 9a for rating-kategoriernes rangordning.

Kilde: Moody's Investors Service og Standard & Poor's.

Ordliste over finansielle begreber

Ordlisten indeholder forklaringer på en række fagudtryk på det finansielle område, som ofte finder anvendelse i Statens låntagning og gæld. Ord i *kursiv* er opslagsord.

Acceptdato

Den dato, hvor et lån aftales.

Auktion

Salg af statspapirer via auktion foregår i store enkeltstående emissioner, der afholdes med jævne intervaller. Ved auktionen udbydes en obligation med given pålydende rente, løbetid og afdragsform. En kreds af markedsdeltagere har adgang til at afgive bud, der indeholder ønske om en bestemt mængde obligationer til en given kurs (eller rente). Normalt har byderne ikke kendskab til hinandens bud.

Ved salg af statspapirer ved auktion sondres ofte mellem to forskellige metoder til at fastsætte den kurs, som byderne skal betale. Ved "uniform pricing"-metoden fastsættes en skæringskurs ud fra de indkomne bud, og alle, der har budt skæringskursen eller derover, tilgodeses til skæringskursen. Hvis den samlede mængde bud til skæringskursen og derover overstiger den mængde, der af udstederen ønskes solgt, kan der ske pro rata-tildeling. Det indebærer, at de bydere, der har indgivet bud til selve skæringskursen, kun får honoreret en del af deres bud. Den danske stat anvender auktioner med "uniform pricing" i forbindelse med salg af skatkammerbeviser, hvor der bydes på renten frem for på kursen.

Ved "multiple pricing"-metoden fastsættes ligeledes en skæringskurs ud fra de indkomne bud, og alle, der har budt skæringskursen eller derover, tilgodeses til den kurs, som den enkelte byder faktisk har budt.

Basispoint

1 basispoint er 0,01 procentpoint. Anvendes især om rentespænd eller *bid/offer spread*.

Benchmarkobligation

Begrebet benyttes om en obligation, der er toneangivende på obligationsmarkedet. Benchmarkobligationer bruges som reference i prisfastsættelsen af øvrige obligationer og finansielle produkter på markedet.

Bid/offer

Købs-/salgskurs set fra prisstillerens side. Forskellen mellem købs- og salgskursen betegnes bid/offer spread.

Bruttofinansieringsbehov

Opgøres som statens udbetalinger minus indbetalinger tillagt afdrag på inden- og udenlandsk gæld samt Den Sociale Pensionsfonds nettoobligationskøb.

Clearstream

Afviklings- og depotinstitution for værdipapirer. Clearstream blev dannet i 1999 ved en fusion mellem Deutsche Börse Clearing og CEDEL.

Cost-at-Risk (CaR)

Risikomål udviklet med henblik på at kunne supplere *varighed* og afdragsprofil i styringen af statsgældens renterisiko.

Absolut CaR for et givet år angiver de maksimale renteomkostninger på gælden med 95 pct. sandsynlighed. Relativ CaR er forskellen mellem absolut CaR og de forventede renteomkostninger (middelværdien). Relativ CaR angiver dermed den maksimale stigning i omkostningerne for et givet år med 95 pct. sandsynlighed.

Copenhagen Inter Bank Offered Rate (Cibor)

Den rente, hvortil banker tilbyder indskud i andre banker på Københavns-interbank-markedet. Cibor fastsættes for forskellige løbetider. Cibor er referencerente for en lang række finansielle kontrakter. Se også *Euribor* og *Libor*.

Commercial Paper (CP)

Kortfristede gældsbeviser (nulkuponpapirer) med løbetid på op til et år. Staten har et USCP-program på det amerikanske marked med et maksimalt udestående på 6 mia.USD, hvor gældsbeviserne udstedes i USD med en løbetid, der kan variere mellem 1 og 270 dage. Staten har tillige et ECP-program på det europæiske marked med et maksimalt udestående svarende til 6 mia.USD, hvor gældsbeviserne kan udstedes i forskellige valutaer med en løbetid, der kan variere mellem 7 og 365 dage.

Cross default

Bestemmelse i låne- eller swaptale, der tillader ophævelse af aftalen, såfremt modparten ikke overholder sine betalingsforpligtelser over for tredjemand.

Dual currency bond

Lån, som er optaget og forrentes i én valuta, mens afdrag sker i en anden valuta. Lånet er i realiteten en kombination af et annuitetslån (renter) i den ene valuta og et nul kuponlån (afdrag) i den anden. Se også *Reverse dual currency bond*.

Effektiv rente

Den faste diskonteringsrente, der indebærer, at nutidsværdien af obligationens betalinger er lig med obligationens faktiske pris. Ved beregning af den effektive rente medtages alle betalinger, uanset om der er tale om rente- eller afdragsbetalinger.

Emissionskurstab/-gevinst

Kurstab og -gevinster opstår ved udstedelse af lån til kurser henholdsvis under og over pari. Emissionskurstab/-gevinster på statsregnskabet fordeles over lånets løbetid under betegnelsen *fordelte emissionskurstab*.

Euro Interbank Offered Rate (Euribor)

Den rente, hvortil banker tilbyder indskud i andre banker på Euro-interbank-markedet. Anvendes som referencerente i en lang række finansielle kontrakter, fx *swaps*.

Euro

Den fælles valuta i euroområdet (ISO-møntkode EUR). Frem til 1. januar 2002, hvor de fælles sedler og mønter introduceres, vil euro kun eksistere som "kontopenge", mens de nationale valutaer fortsat anvendes ved kontante betalinger. Senest den 1. marts 2002 vil euroen være eneste lovmæssige betalingsmiddel inden for euroområdet.

Eurobondmarkedet

Markedet for obligationer, der sælges uden for det land, hvis valuta obligationen er denomineret i.

Euro Medium Term Notes (EMTN)

Obligationer udstedt på *eurobondmarkedet* under et låneprogram med standardiseret dokumentation. Under statens program er lånerammen maksimalt 15 mia.USD. Obligationerne kan have løbetider mellem 1 måned og 30 år.

Euroclear

Afviklings- og depotinstitution for værdipapirer. Institutionen ejes af et konsortium af banker.

EuroMTS

Elektronisk handelssystem for likvide europæiske eurostatsobligationer. Systemet ejes af en kreds af internationale banker.

Floating rate note (FRN)

Variabelt forrentet obligationslån.

Fordelte emissionskurstab

Emissionskurstab/-gevinster fordeles i statsregnskabet over lånets løbetid. Omkostninger/gevinster, som opstår ved udstedelse til kurser, der afviger fra pari, fordeles herved i overensstemmelse med lånets renteomkostninger.

Haircut

Det fradrag, der foretages i et værdipapirs kursværdi, når dets sikkerhedsværdi beregnes. Hermed opnås en forsigtig opgørelse af værdien af de værdipapirer, der er modtaget som sikkerhed for et udlån eller anden form for tilgodehavende. Haircutter skal tage højde for risikoen for, at værdipapiret kan falde i værdi fra opgørelsestidspunktet, og frem til værdipapiret eventuelt bliver tvangsrealiseret, hvis låntager misligholder sine forpligtelser. Staten benytter sig af haircuts ved modparters sikkerhedsstillelse i forbindelse med swaps og udlån af statspapirer i låneviften.

Indenlandsk bruttofinansieringsbehov

Opgøres som *bruttofinansieringsbehov* fratrullet afdrag af den udenlandske statsgæld.

Indenlandsk lånebehov

Den del af *bruttofinansieringsbehovet*, der dækkes ved indenlandsk låntagning.

International Swaps and Derivatives Association (ISDA)

International forening af finansielle institutioner. ISDA har til formål at virke for en standardisering af praksis og dokumentation i forbindelse med *swaps*.

International Securities Market Association (ISMA)

International forening af finansielle institutioner, der omsætter værdipapirer på det *sekundære marked*.

ISO-møntkoder

Land	Møntsort	ISO-møntkode
Australien	Dollar	AUD
Belgien	Franc	BEF
Canada	Dollar	CAD
Danmark	Krone	DKK
England	Pund	GBP
Finland	Mark	FIM
Frankrig	Franc	FRF
Grækenland	Drakme	GRD
Holland	Gylden	NLG
Irland	Punt	IEP
Island	Krone	ISK
Italien	Lire	ITL
Japan	Yen	JPY
Luxembourg	Franc	LUF
New Zealand	Dollar	NZD
Norge	Krone	NOK
Portugal	Escudo	PTE
Schweiz	Franc	CHF
Spanien	Peseta	ESP
Sverige	Krone	SEK
Sydafrika	Rand	ZAR
Tjekkiet	Koruna	CZK
Tyskland	Deutsche Mark	DEM
USA	Dollar	USD
Østrig	Schilling	ATS
Euro	Fælles valuta i euroområdet	EUR
SDR	Speciel trækningsrettighed	XDR

Konverterbar obligation

Obligation, der af debitor kan førtidsindfries på forud fastlagte betingelser. Er ensbetydende med, at debitor har en *call option* på obligationerne.

Kreditrisiko

Risikoen for at lide et finansielt tab som følge af en modparts misligholdelse af sine betalingsforpligtelser. I forbindelse med statsgælden optræder kreditrisiko i relation til *swaps*.

Lead manager

Den bank, der arrangerer et syndikeret obligationslån, jf. *syndikeret obligationsudstedelse*. Lead manager er ansvarlig for koordination, distribution og dokumentation af udbuddet. Distribution af obligationslånet foretages normalt af et syndikat af banker.

London Inter Bank Offered Rate (Libor)

Den rente, hvortil banker tilbyder indskud i andre banker på London-interbank-markedet. Anvendes som referencerente i en lang række finansielle kontrakter, fx *swaps*.

Likviditet

Likviditet er et udtryk for graden af omsættelighed. Likvide obligationer er normalt kendetegnet ved en stor cirkulerende mængde, høj omsætning og et lille spread mellem bud- og udbudsprisen. Generelt vil investorer være villige til at betale en højere pris for en mere likvid obligation (likviditetspræmie).

Market maker

En værdipapirhandler, som løbende stiller forpligtende købs- og salgspriser i værdipapirer.

Medium Term Note (MTN)

En obligation, der udstedes i henhold til standardiseret lånedokumentation, fx *EMTN* på *eurobondmarkedet*.

Mindsterenten

Den mindste kuponrente på obligationer, der tillades, hvis kursgevinster for personer skal friholdes for beskatning, jf. kursgevinstloven (lovbekendtgørelse nr. 774 af 16. august 2000 med senere ændringer).

Mindsterenten fastsættes ordinært for halvårene januar-juni og juli-december. Mindsterenten fastsættes på grundlag af en referencerente, der dagligt beregnes af Københavns Fondsbørs. Referencerenten beregnes som et simpelt gennemsnit, opgjort med to decimaler, af de effektive renter på åbne, fast forrentede kroneobligationer (bortset fra *konverterbare obligationer* noteret over pari samt indeksobligationer) for de seneste 20 børsdage forud for 15. december og 15. juni. Mindsterenten udgør 7/8 af den således opgjorte gennemsnitsrente, nedrundet til nærmeste hele antal procentpoint.

Mindsterenten kan ekstraordinært ændres, hvis referencerenten i 10 på hinanden følgende børsdage er mere end 2 procentpoint højere eller 1 procentpoint lavere end det gennemsnit, der danner grundlag for den gældende mindsterente. Den nye mindsterente udgør 7/8 af gennemsnittet af referencerenten i disse 10 børsdage nedrundet til nærmeste hele procentpoint.

Den ordinært fastsatte mindsterente var i 1. halvår 2000 4 pct. og i 2. halvår 2000 5 pct. Mindsterenten for 1. halvår 2001 er 4 pct.

Negative pledge

En bestemmelse i et lånedokument, der begrænser låntagerens mulighed for at stille sikkerhed for anden gæld. For långiveren indebærer negative pledge en fordel ved at begrænse andre kreditors adgang til at få en fortrinsstilling ved at få pant i låntagerens aktiver. Ofte er en ne-

gative pledge på et lån udformet som et forbud, men sædvanligvis angives kun, at låntager ikke må stille sikkerhed for anden gæld uden tilsvarende sikkerhedsstillelse for det respektive lån.

Statens udlandslån indeholder normalt en bestemmelse om negative pledge. Bestemmelserne er i dette tilfælde dog begrænset således, at de alene udelukker staten fra at stille sikkerhed for anden gæld i fremmed valuta.

Nettofinansieringsbehov

Opgøres som statens udbetalinger minus statens indbetalinger. Svarer til nettokassesaldo med modsat fortegn.

Nulkuponobligation

Obligation, hvor der ikke løbende betales rente, og hvor afdragsbetalingen er placeret ved lånets udløb. Låneomkostningerne ved et nulkuponobligationslån fremkommer alene som et *emissionskurstab* ved obligationsudstedelsen.

Nulkuponrente

Den *effektive rente* på en *nulkuponobligation*. Nulkuponrentestrukturen angiver sammenhængen mellem restløbetid og nulkuponrente.

Operationel risiko

Primært risikoen for tab i forbindelse med indgåelse af en transaktion, afvikling af handler og den øvrige håndtering af porteføljen.

Option

En kontrakt, der giver ejeren (køberen) ret, men ikke pligt, til at købe eller sælge et underliggende instrument (en vare, et finansielt instrument eller en valuta) til en aftalt pris (strike price) på et aftalt fremtidigt tidspunkt eller i en fremtidig periode. Sælgeren er forpligtet til at opfylde ejerens ret.

Optionsjusteret varighed

Varigheden for konverterbare obligationer, hvor der er justeret for usikkerheden omkring forfaldsstrukturen som følge af låntagers ret til førtidsindfrielse af obligationen. Den optionsjusterede varighed er lavere, end hvis låntageren ikke havde haft mulighed for førtidsindfrielse. I forbindelse med statsgældsforvaltningen anvendes optionsjusteret varighed ved opgørelsen af varigheden for Den Sociale Pensionsfonds obligationsbeholdning.

Pengepolitiske modparter

Betegnelsen for de finansielle institutioner, som har adgang til de pengepolitiske instrumenter: Indskud af midler i Nationalbanken på dag-til-dag-basis samt køb af indskudsbeviser og lån mod sikkerhed i værdipapirer. Danske penge- og realkreditinstitutter samt en række filialer af udenlandske kreditinstitutter udgør gruppen af pengepolitiske modparter.

Plain vanilla

Udtryk, der benyttes om standardiserede og simple produkter, fx *stående lån* og simple renteswaps. Se også *Struktureret lån*.

Primary dealer

Primary dealere er banker, som mod betaling eller særlige rettigheder efter aftale med udsteder forpligter sig til at skabe likviditet og omsætning i specifikke statspapirer. Primary dealere har typisk eneret til at byde på statspapirauktioner og forpligter sig normalt til at aftage en vis minimumsmængde på disse.

Primært marked

Marked for nyudstedte obligationer. Se også *Sekundært marked*.

Private placement

Obligationslån eller andet lån, der udbydes til en begrænset kreds af købere, og som normalt ikke er børsnoteret. Se også *Public issue*.

Public issue

Obligationslån, der udbydes til offentligheden og er noteret på en børs. Se også *Private placement*.

Rating

Kreditvurdering givet af kreditvurderingsinstitutter som fx Standard & Poor's og Moody's, jf. bilagstabel 9 og 10.

Refinansieringsrisiko

Risikoen for, at låntager må refinansiere afdrag på sin gæld i en periode med et forbigående højt generelt renteniveau eller i en periode, hvor låntagers specifikke lånevilkår er særligt dårlige.

Rentestruktur

Sammenhængen mellem rente og løbetid på værdipapirer. En stigende rentestruktur – dvs. hvor renter for værdipapirer med kort løbetid er lavere end renten på papirer med længere løbetid – betegnes som normal. Er rentestrukturen faldende, betegnes den som invers.

Repo

Ved en repo (Repurchase Agreement) forstås en transaktion, hvorved en sælger/låntager mod samtidig betaling overdrager værdipapirer til en køber/långiver og således, at sælger/låntager ved aftalens indgåelse forpligter sig til at tilbagekøbe papirerne til en på forhånd fastsat pris. I kontrakterne er repoen af juridiske/tekniske grunde defineret som salg og genkøb af værdipapirer, men reelt er der tale om lån mod sikkerhedsstillelse. Modparten i en sådan handel indgår en reverse repo, altså et pengeudlån mod sikkerhed i værdipapirer.

Reverse dual currency bond

Lån, som er optaget og afdrages i én valuta, mens forrentningen sker i en anden. Se også *Dual currency*-lån.

SAXESS

Handelssystem for obligationer og aktier, der anvendes på Københavns Fondsbørs og Stockholms Fondbörs. Handlen med danske statspapirer blev overført til SAXESS i oktober 2000 fra det tidligere elektroniske handelssystem ELECTRA.

Sekundært marked

Marked for handel med obligationer efter, at de er udstedt i det *primære marked*.

Serielån

Lån, hvor gælden afdrages med lige store beløb ved hvert terminstidspunkt. Da restgælden falder gennem lånets løbetid, bliver rentebetalingerne og dermed den samlede ydelse mindre for hver termin.

Slutteksponering

Angiver valuta- eller renteeksponeringen af et lån opgjort efter swaps.

Stripping

Opsplitning – og rekonstruering – af obligationer i rente- og afdragsbetalinger, så obligationens enkeltkomponenter kan handles som separate nulkuponinstrumenter. STRIPS (Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities) blev introduceret af det amerikanske finansministerium i 1985.

Struktureret lån

Et lån, der indeholder særlige vilkår, fx specielle indfrielsesvilkår eller indbyggede *optioner*, karakteriseres som et struktureret lån i modsætning til et *plain vanilla*-lån.

Struktureret rente

Kuponrente, der kan forekomme på et *struktureret lån*.

Stående lån

Lån, der i sin helhed tilbagebetales på udløbsdagen.

Swap

Transaktion, hvor to parter bytter betalingsstrømme. En swap er en selvstændig finansiel transaktion.

En valutaswap (currency swap) er et bytte af ydelser svarende til lån i forskellige valutaer. Den ene part kan fx udlåne et beløb til fast eller variabel rente i EUR, mens den anden udlåner et beløb i USD (normalt værdimæssigt svarende til EUR-beløbet på starttidspunktet) til fast eller variabel rente med samme løbetid. Den første part skal så forrente og tilbagebetale USD-hovedstolen og modtager til gengæld ydelser på EUR-hovedstolen. Der er normalt udveksling af hovedstole både ved arrangementets start og afslutning, men undertiden udelades det ved start (hvor de værdier, der skal udveksles, som nævnt sædvanligvis er lige store).

Ved en renteswap forstås en transaktion, hvorved to parter indgår en aftale om at udveksle betalinger i den samme valuta. Renteswaps er typisk mellem fast og variabel rente eller mellem ét variabelt renteindeks og et andet. I en såkaldt nulkuponswap udgøres den ene del af swappen af et nulkuponlån. I modsætning til en valutaswap bliver der ikke udvekslet hovedstol mellem parterne i en renteswap. Hovedstolen på en renteswap er syntetisk og anvendes kun til at bestemme størrelsen af betalingerne til de enkelte terminer. For at understrege, at hovedstolen er syntetisk, bliver værdien af hovedstolen i en renteswap ofte betegnet som den notionelle værdi i stedet for den nominelle værdi.

Værdien af en swap er som regel 0 ved indgåelsen, men swappen kan efterfølgende antage positiv eller negativ værdi afhængig af markedsudviklingen.

Statens swaps kan inddeles i tre grupper: Porteføljeswaps, liability swaps og asset swaps.

Porteføljeswaps indgås uden direkte tilknytning til specifik lånoptagelse, når der findes behov for at ændre den eksisterende gælds valutafordeling og/eller rentefølsomhed. Alle statens renteswaps i danske kroner kan henføres til denne kategori.

På en liability swap modtager staten betalinger, der er identiske med ydelserne på et specifikt lån. Statens udbetalinger på en liability swap udgør herved de reelle rente- og afdragsvilkår på lånet. Til mange af

statens udlandslån er der knyttet to liability swaps: en valuta- og en renteswap.

Ved opkøb af obligationer i et lån, hvortil der er knyttet en liability swap, indgås typisk en asset swap. Hovedstolen på asset swappen vil svare til opkøbs størrelse. Betalingerne under asset swappen vil modsvare betalinger på den oprindelige liability swap.

Swap assignment

Udtrykket anvendes, når en swap overtages af en anden modpart end den oprindelige. Formålet med transaktionen kan være at nedbringe den potentielle *kreditrisiko* på den oprindelige swapmodpart.

Swaprente

Swaprenten angiver den faste rente, som kan opnås ved en swap fra variabel (normalt *Euribor*) til fast rente.

Swap termination

Når en swapaftale ophæves før egentligt udløb, siger man, at den termineres. Det kan ske efter konkret aftale mellem parterne, eller fordi der er indtruffet en begivenhed, der ifølge aftalen giver den ene part ret til at opsige swappen. Ved termination opgøres swappens markedsværdi, som herefter afregnes.

Syndikeret obligationsudstedelse

Obligationsudstedelse formidlet gennem et konsortium af banker typisk bestående af 1-2 *lead manager* og 5-10 co-lead manager. Lead manager er ansvarlig for koordination og distribution af den største del af udstedelsen, mens den resterende obligationsmængde afsættes gennem co-lead manager. Udstedelsen finder ofte sted ved hjælp af book building, hvor lead manager og co-lead manager indhenter ikke-bindende købstilbud fra investorerne. Når "bogen" af købstilbud er bygget op, foretager udsteder prisfastsættelse og tildeling af obligationerne, som investorerne herefter kan acceptere.

Tapsalg

Løbende emission i samme serie. I Danmark udstedes statsgældsbeviser og -obligationer samt realkreditobligationer typisk ved tapsalg. Se også *Auktion*.

Termiskontrakt

Aftale om levering og betaling af varer, værdipapirer eller valuta på en fremtidig dato til en på aftaletidspunktet fastsat pris.

Terminskurs

Angiver prisen for at få en valuta leveret på et aftalt fremtidigt tidspunkt. Udtrykkes som fradrag i eller tillæg til spotkursen (dagskursen), fx kronekursen på USD.

Uamortisabelt stående lån

Uendeligt løbende, *stående lån*, dvs. eneste betalinger er de løbende kuponbetalinger. Den danske stat har nogle få og små uamortisable lån fra slutningen af 1800-tallet og begyndelsen af 1900-tallet.

Valutareserve

Ved valutareserven forstås Nationalbankens beholdning af nettoaktiver over for udlandet.

Valørdato

Afviklingsdato, dvs. den dato, hvor en værdipapirhandel afsluttes med levering af værdipapirer mod betaling.

Variabel rente

En rente, der aftales at skulle variere som eller i takt med en anden rentesats, der noteres på markedet med bestemte kortere mellemrum end lånets løbetid, typisk hver 3. eller hver 6. måned.

Varighed

Varighed angiver den gennemsnitlige rentebindingstid på en portefølje af finansielle aktiver eller passiver. Da statsgælden opgøres til nominel værdi, er lang varighed udtryk for lav risiko på gælden, da der i gennemsnit er mindre dele af renteomkostningerne på statsgælden, der tilpasses ændringer i renteniveauet.

Vedhængende rente

Vedhængende rente er den rente, der er påløbet et værdipapir siden sidste terminsdato. På det danske obligationsmarked handles der inkl. kupon. Køberen af værdipapiret betaler forholdsmæssig kupon til sælgeren for perioden fra sidste termin til købstidspunktet. Til gengæld får køberen hele den følgende kuponbetaling.

Danmarks Nationalbank Havnegade 5 1093 København K

Telefon 33 63 63 63 Fax 33 63 71 15

www.nationalbanken.dk E-mail: info@nationalbanken.dk