

DANMARKS
NATIONALBANK

STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD

2015



DANMARKS
NATIONALBANK

DANMARKS
NATIONALBANK
**STATENS LÅNTAGNING
OG GÆLD
2015**

STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD 2015

Det er tilladt vederlagsfrit at kopiere fra publikationen, forudsat at Danmarks Nationalbank udtrykkeligt anføres som kilde. Det er ikke tilladt at ændre eller forvanske indholdet.

Statens låntagning og gæld 2015 er tilgængelig på statsgældsforvaltningens hjemmeside:
www.statsgaeld.dk. Publikationen er oversat til engelsk.

Information om publikationen kan fås ved henvendelse til:

Danmarks Nationalbank
Kommunikation
Havnegade 5
1093 København K

Telefon: 33 63 70 00 (direkte) eller 33 63 63 63
Ekspeditionstider: mandag-fredag kl. 9.00-16.00
E-mail: kommunikation@nationalbanken.dk
www.nationalbanken.dk

Redaktionen er afsluttet 15. februar 2016.

Signaturforklaring:

- Nul
0 Mindre end en halv af den anvendte enhed
• Tal kan efter sagens natur ikke forekomme
na. Tal foreligger ikke

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

ISSN (Online) 1398-3873

INDHOLD

7	LÅNTAGNING OG GÆLD I 2015
15	STRATEGI FOR 2016

SPECIALKAPITLER

21	STYRING AF MARKEDSRISIKO I LAVRENTEMILJØ
29	STYRING AF KREDITRISIKO: OVERGANG TIL GENSIDIG SIKKERHEDSSTILLELSE

APPENDIKS

39	MIDLERNE I DE STATSLIGE FONDE
43	GENUDLÅN OG STATSGARANTIER
47	HOVEDPRINCIPPER FOR FORVALTNINGEN AF STATENS GÆLD

BILAGSTABELLER

1

LÅNTAGNING OG GÆLD I 2015

2015 var et særligt år på de europæiske statsgældsmarkeder, hvor den europæiske centralbank, ECB, som et led i pengepolitikken foretog betydelige opkøb af statsobligationer. Det bidrog til usædvanligt lave renter i euroområdet, hvilket også smittede af på de danske statsrenter. I Danmark blev statsgældspolitikken i høj grad påvirket af presset mod den danske fastkurspolitik i begyndelsen af året. I den forbindelse blev det besluttet at suspendere salget af statsobligationer. Det medvirkede til at begrænse valutaindstøringen ved at gøre det mindre attraktivt at investere i danske obligationer.

Efter otte måneders udstedelsesstop blev salget af statsobligationer genoptaget i oktober. Ved genoptagelsen var efterspørgslen efter statsobligationer høj, og

efter et år, hvor det i perioder var vanskeligt at handle danske statspapirer, er likviditeten på det danske statsgældsmarked på vej mod en normalisering.

Det samlede obligationssalg i 2015 var 33 mia. kr. ud af et sigtepunkt på 75 mia. kr. ved indgangen til året. En væsentlig del af statens finansieringsbehov blev dermed dækket af træk på statens konto. Udstedelserne blev i gennemsnit foretaget til en rekordlav effektiv rente på 0,3 pct.

Den danske statsgæld har den højeste mulige kreditvurdering (AAA/Aaa) hos de største internationale kreditvurderingsbureauer, hvilket understøttes af den lave statsgæld, som faldt til 22 pct. af BNP i 2015 efter et år med overskud på statens finanser.

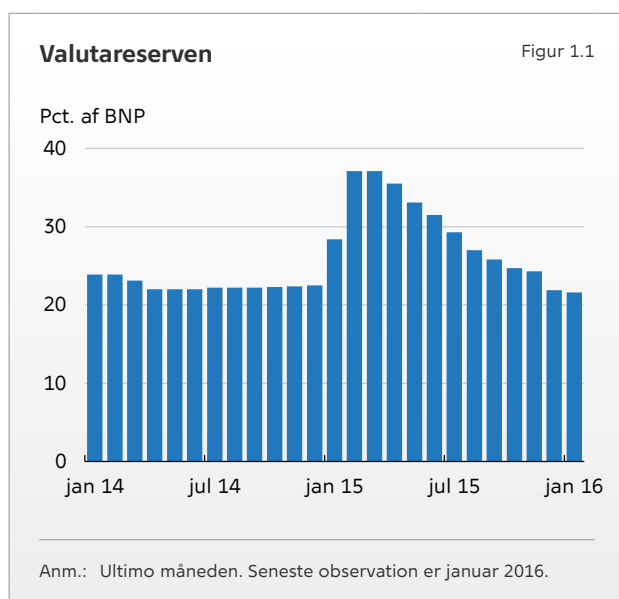
STOP FOR SALG AF STATSOBLIGATIONER

FASTKURSPOLITIKKEN HAVDE STOR BETYDNING FOR STATSGÆLDSPOLITIKKEN

Der var stor fokus på den danske fastkurspolitik i begyndelsen af 2015, hvor der opstod betydelig indstrømning af valuta til Danmark. Det skete efter den schweiziske centralbanks beslutning om ikke længere at opretholde grænsen for, hvor stærk schweizerfrancen kunne være over for euro. Det fik nogle investorer til at købe danske kroner i forventning om at opnå en gevinst eller undgå et tab, hvis den danske fastkurspolitik blev opgivet, og kronen efterfølgende steg i værdi. Derudover kan ECB's annoncering af en markant udvidelse af sit opkøbsprogram, som fik renterne i euroområdet til at falde, også have bidraget til presset mod kronen.

For at fastholde den danske kronens værdi over for euro interвенerede Nationalbanken i valutamarkedet i januar og februar for 275 mia. kr., hvilket medførte en betydelig stigning i valutareserven, jf. figur 1.1. Derudover blev de pengepolitiske renter nedsat ad flere omgange til et niveau, der ikke er set tidligere.

For at dæmme op for det opadgående pres på kronen var der behov for yderligere tiltag. Fredag den 30. januar 2015 besluttede Finansministeriet – efter indstilling fra Nationalbanken – at stoppe udstedelsen af statsobligationer. Den direkte effekt

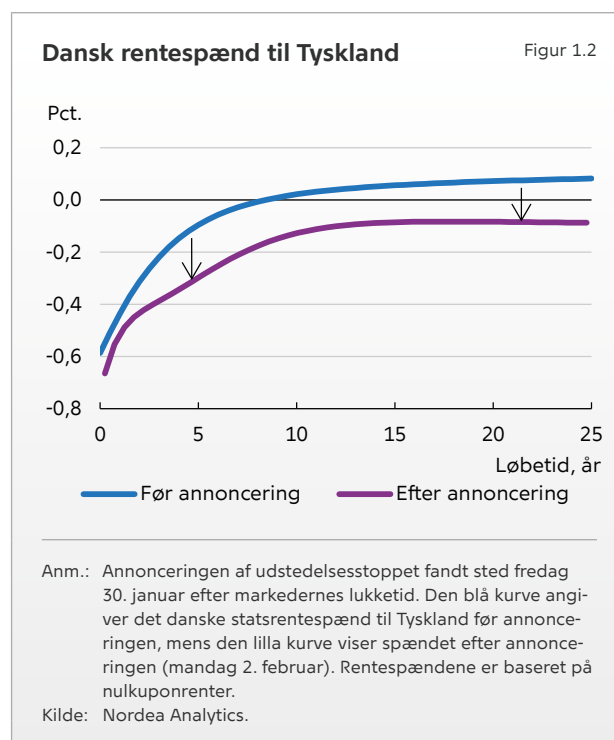


af udstedelsesstoppet var et kraftigt fald i rentespændet til Tyskland. Dermed blev rentespændet også negativt for de længere løbetidssegmenter, jf. figur 1.2, hvilket gjorde det mere omkostningsfuldt at spekulere mod kronen. Samtidig var det et kraftigt signal om, at Nationalbanken og regeringen var indstillet på at gøre, hvad der skulle til for at forsvare fastkurspolitikken.

Udstedelsesstoppet var muligt, fordi staten ved indgangen til 2015 havde et ekstraordinært højt kontoindestående på 11 pct. af BNP, hvilket var mere end rigeligt til at dække statens finansieringsbehov i 2015.

GENOPTAGELSE AF STATSOBLIGATIONSSALGET I OKTOBER 2015

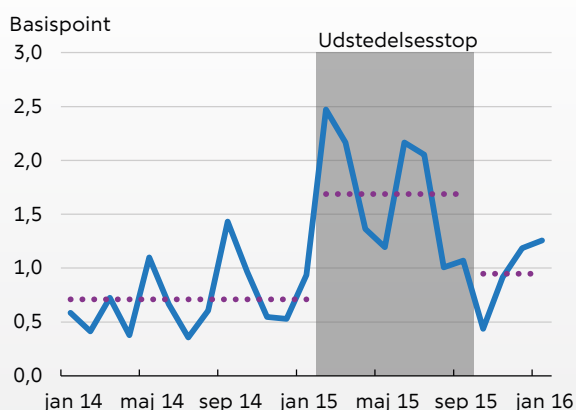
Efter den gradvise normalisering i valutamarkedet i løbet af foråret og sommeren vurderede Nationalbanken, at der ikke længere var behov for de ekstraordinære tiltag, der blev iværksat for at forsvare kronen. Den 26. august blev det annonceret, at udstedelsen af statsobligationer ville blive genoptaget pr. 1. oktober 2015. Den relativt hurtige genoptagelse af statsobligationssalget reducerede risikoen for en længerevarende negativ påvirkning af statspapirmarkedet og gav større fleksibilitet og dermed bedre mulighed for en rolig tilbagevenden til markedet.



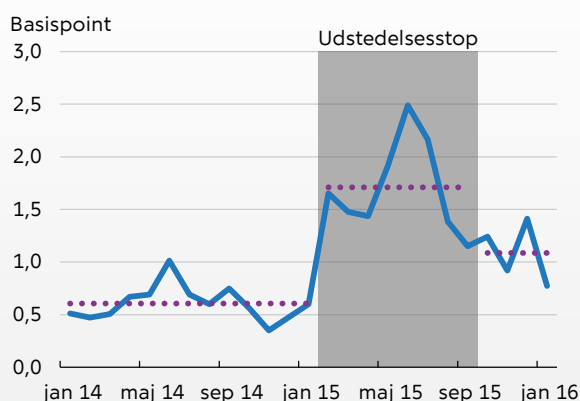
Estimeret bud-/udbudsspænd og prispåvirkning af handler

Figur 1.3

Estimeret bud-/udbudsspænd, 10-årig statsobligation



Prispåvirkning af handler, 10-årig statsobligation



Anm.: Filtreringen af data er beskrevet i *Statens låntagning og gæld 2014*, kapitel 8. Venstre figur: Rolls mål for det effektive bud-/udbudsspænd (opgjort i rentespænd). Højre figur: Amihud-mål for prispåvirkningen ved en handel målt i effektiv rente.

Kilde: Finanstilsynet og egne beregninger.

HANDLEN MED STATSPAPIRER BLEV PÅVIRKET AF UDSTEDELSESTOPPET

LIKVIDITETEN I STATSPAPIRMARKEDET FALDT I PERIODEN MED UDSTEDELSESTOP

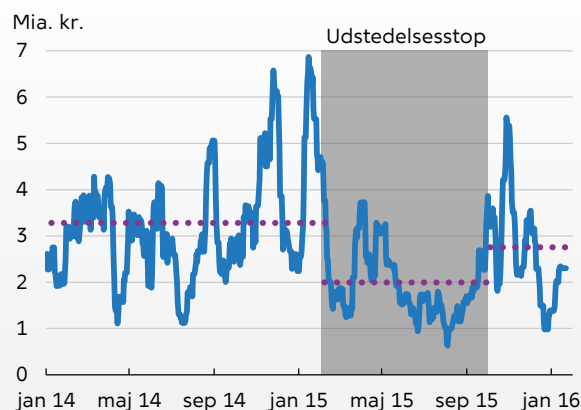
Udstedelsesstoppet i 2015 medførte en midlertidig, men betydelig reduktion af likviditeten i statsobligationsmarkedet. Det blev mere omkostningsfuldt for investorerne at handle statspapirer, idet forskellen mellem købs- og salgsspriser blev udvidet, jf. figur 1.3 (venstre). Derudover blev det sværere at foretage store handler. Det skyldes, at bankerne var mere tilbageholdende med at udbyde likviditet, da de ikke længere havde mulighed for at afdække deres positioner via statens løbende udstedelse og opkøb af obligationer. Det medførte et fald i dybden i markedet, hvilket indebar, at prispåvirkningen af handler var større, jf. figur 1.3 (højre). Der blev fortsat handlet statspapirer i perioden med udstedelsesstop, men omsætningen var lavere end normalt, jf. figur 1.4.

TILTAG FOR AT UNDERSTØTTE LIKVIDITETEN UNDER SUSPENDERINGEN

Det var et vigtigt statsgældspolitisk hensyn, at markedet for handel med statspapirer ikke gik i stå. Statsgældspolitikken blev derfor gradvist tilpasset for at understøtte likviditeten i markedet i takt med, at valutasituationen tillod det.

Daglig omsætning af statsobligationer

Figur 1.4



Anm.: Omsætningen er udregnet som et 10-dages rullende gennemsnit.

Kilde: Finanstilsynet og egne beregninger.

Et væsentligt tiltag var, at der igen blev foretaget ombytningsoperationer, hvor staten på samme tid udsteder i én obligation og foretager opkøb i en anden obligation. Det gav investorerne mulighed for at omlægge større positioner uden at betale store bud-/udbudsspænd.¹ Der var således stor interesse for ombytningsoperationer i 2015, hvor der blev foretaget ombytninger for 15 mia. kr., jf. tabel 1.1.

Et andet tiltag var at genindføre faste krav til primary dealernes prisstillelse, efter de var blevet reduceret til best effort² ved suspenderingen af udstedelserne. Herudover blev gebyret for værdipapirudlånsordningen reduceret. Ordningen gør det muligt for statens primary dealere at låne statspapirer mod sikkerhed.

FORBEDRING AF LIKVIDITETEN EFTER GENOPTAGELSE AF STATSOBLIGATIONSSALGET

Likviditeten blev mærkbart forbedret i perioden efter genoptagelsen af statsobligationssalget i oktober. Omkostningen ved at handle statsobligationer blev reduceret, og dybden i markedet steg. I lyset heraf nærmer handelsaktiviteten sig niveauet før udstedelsesstoppet. For at understøtte likviditeten yderligere fokuseres udstedelserne i 2016 i få, centrale løbetidssegmenter, og der udbydes regelmæssige ombytningsoperationer, jf. kapitel 2: *Strategi for 2016*.

LÅNTAGNING I 2015

UDSTEDELSER AF STATSOBLIGATIONER FOR 33 MIA. KR. TIL LAVE RENTER

Før udstedelsesstoppet blev der i januar 2015 udstedt obligationer for 7 mia. kr., jf. figur 1.5. Genoptagelsen af statsobligationssalget i oktober var en succes med meget stor efterspørgsel på auktioner. Salget i 4. kvartal var 26 mia. kr. ud af sigtepunktet på 100 mia. kr. for 4. kvartal 2015 og hele 2016, som blev meldt ud i forbindelse med genoptagelsen. Sammen med udstedelsen i januar var statens samlede obligationssalg 33 mia. kr. Udstedelserne blev i gennemsnit foretaget til en rekordlav effektiv rente på 0,3 pct. med en overvægt af udstedelser i de 2- og 10-årige papirer, jf. tabel 1.2. Obligationssalget før og efter udstedelsesstoppet blev foretaget på omtrent samme renteniveauer, jf. figur 1.6.

Udeståendet i skatkammerbevisprogrammet ultimo året var på 30 mia. kr. i overensstemmelse med sigtepunktet. Skatkammerbeviserne blev solgt til en gennemsnitlig effektiv rente under -0,5 pct.

HØJERE RENTESPÆND TIL TYSKLAND

De danske statsrenter følger traditionelt de tyske statsrenter meget tæt. Det afspejler fastkurspolitikken, og at Danmark og Tyskland begge har den

Statens ombytninger i 2015

Tabel 1.1

Udstedelse		Opkøb	
Papir	Salg, mia. kr.	Papir	Opkøb, mia. kr.
0,25'2018	4,5	4'2019	3,6
1,75'2025	10,0	1,5'2023	11,0
I alt	14,5		14,6

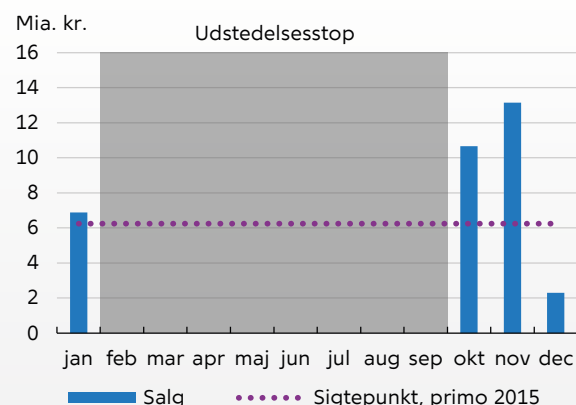
Anm.: Opgjort til kursværdi.

1 Statens ombytningsoperationer foretages som udgangspunkt tæt på midt-priserne i det sekundære marked.

2 Prisstillelse efter bedste evne uden faste krav.

Salg af statsobligationer i 2015

Figur 1.5



Anm.: Ved indgangen til 2015 var sigtepunktet for obligations-salget for hele året 75 mia. kr. Den lilla streg angiver en beregningsteknisk, ligelig fordeling af sigtepunktet på årets måneder. Eksklusive salg i forbindelse med ombytningsoperationer.

Statens udstedelser i 2015

Tabel 1.2

	Salg til kursværdi, mia. kr.	Gennemsnitlig effektiv rente, pct.	Gennemsnitlig restløbetid, år
Skatkammerbeviser	29,8*	-0,56	0,32
2,5 pct. stående lån 2016	2,0	-0,16	1,5
0,25 pct. stående lån 2018 ¹	14,7	-0,18	3,0
1,75 pct. stående lån 2025	14,2	0,78	10,3
4,5 pct. stående lån 2039	2,0	1,18	24,5
I alt, obligationer	33,0	0,32	6,8

Anm.: Udstedelser eksklusive ombytninger. De effektive renter er vægtet efter kursværdi. Restløbetiderne er vægtet efter nominal værdi.

¹ Erstattede pr. 21. oktober 2,50 pct. stående lån 2016 som 2-årigt udstedelsespapir.

* Udestående ultimo 2015.

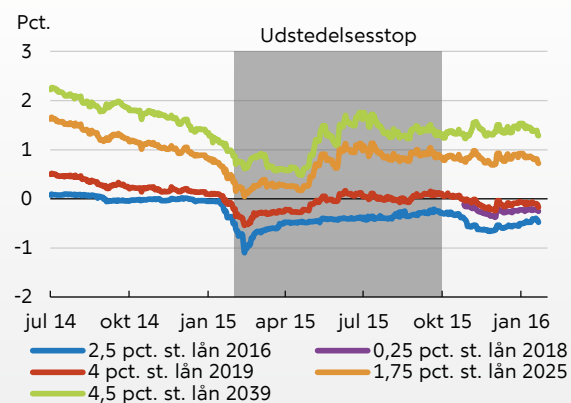
højest mulige kreditvurdering hos de internationale kreditvurderingsbureauer. De danske renter vil normalt være lidt højere end de tyske, idet det tyske statspapirmarked på grund af sin størrelse er mere likvidt end det danske.

I 2015 var der imidlertid store udsving i rentespændet til Tyskland, jf. figur 1.7. Det 10-årige statsrentespænd til Tyskland faldt markant i perioden med stor valutaindstømning til Danmark

i begyndelsen af året, men steg igen i takt med at markedets fokus på den danske fastkurspolitik aftog i foråret. Siden april er spændet til Tyskland øget gradvist. En del af stigningen afspejler formentligt, at likviditeten i det danske statspapirmarked endnu ikke er fuldt normaliseret. Spændudvidelsen skal også ses i lyset af, at ECB's opkøb af statsobligationer fortsat bidrager til at presse statsrenterne i euroområdet ekstraordinært ned.

Effektive renter på danske statsobligationer

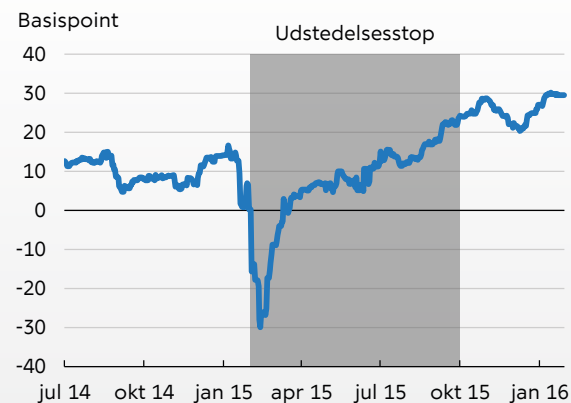
Figur 1.6



Kilde: Bloomberg og Nordea Analytics.

10-årigt statsrentespænd til Tyskland

Figur 1.7



Anm.: 10-årigt parrentespænd.

Kilde: Nordea Analytics.

GÆLD OG RENTEUDGIFTER I 2015

STATSGÆLDEN FALDT YDERLIGERE I 2015

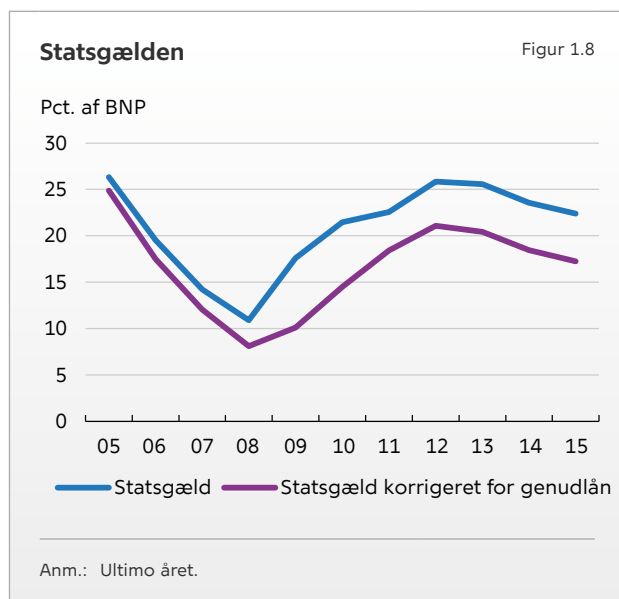
Den danske statsgæld har den højeste mulige kreditvurdering (AAA/Aaa) hos de største internationale kreditvurderingsbureauer, hvilket bl.a. skyldes gældens lave niveau på 445 mia. kr., svarende til 22 pct. af BNP. Gældsstrukturen er desuden meget robust. Staten har et betydeligt likviditetsberedskab, og renten på en stor del af gælden er låst fast i en lang årrække.

Statsgælden faldt igen i 2015 som følge af overskud på statens finanser på 0,7 pct. af BNP. De seneste tre års fald i statsgælden som andel af BNP er en vending i forhold til gældsopbygningen under finanskrisen, jf. figur 1.8. En del af statsgælden afspejler låntagning på vegne af statslige selskaber. Korrigeret for disse genudlån var statsgælden 17 pct. af BNP i 2015.

RENTEOMKOSTNINGER PÅ STATSGÆLDEN

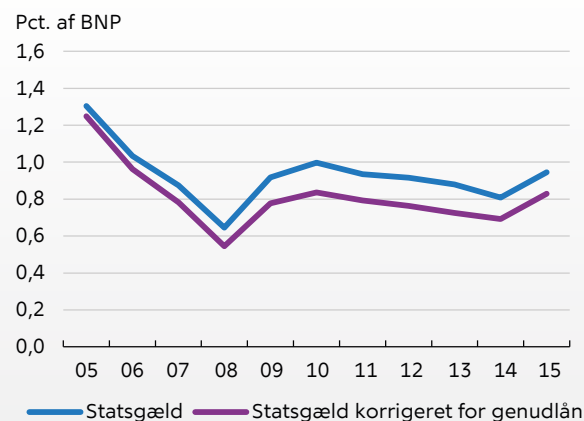
Selv om statsgælden steg fra 2008 til 2012, var stigningen i renteomkostningerne mere moderat, jf. figur 1.9. Det skyldes rentefaldet i perioden. I de efterfølgende år faldt renteomkostningerne som følge af faldende statsgæld og yderligere rentefald. Den robuste gældsstruktur betyder imidlertid, at det tager lang tid inden rentefaldet slår fuldt igennem på statens renteomkostninger.

I 2015 udgjorde renteudgifterne på statsgælden 19 mia. kr., svarende til 0,9 pct. af BNP.



Statens renteomkostninger

Figur 1.9



Kilde: Statsregnskab for årene 2005-14. Tal for 2015 er foreløbige tal fra statens bogføring.

Stigningen i renteudgifterne i 2015 skyldes primært store kurstab i forbindelse med opkøb af egne obligationer.³ Modstykket hertil er lavere renteomkostninger i de kommende år. Renteomkostningerne på statsgælden korrigeret for genudlån var 0,8 pct. af BNP i 2015.

VELDIVERSIFICERET INVESTORSAMMENSÆTNING

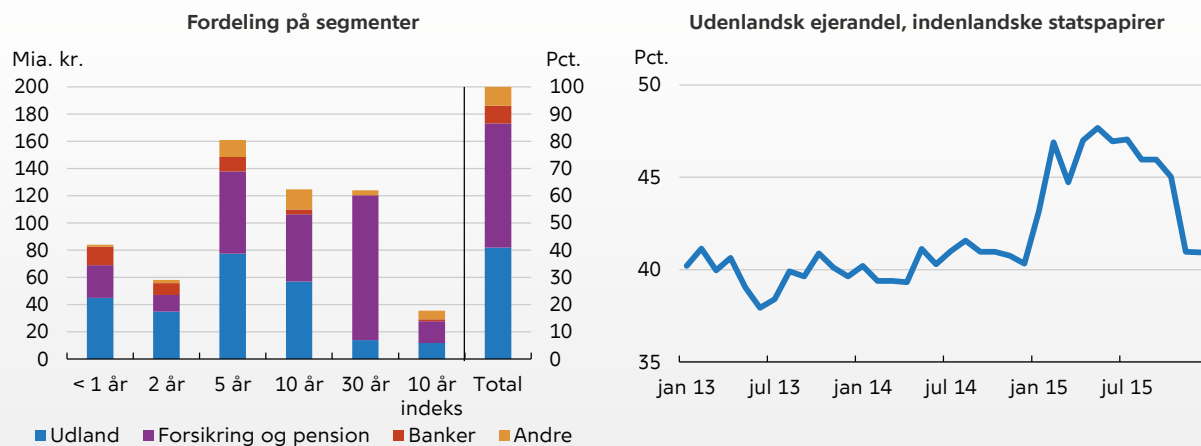
Investorer i danske statspapirer er bredt fordelt på geografi og typer. Forsikrings- og pensionssektoren samt udenlandske investorer udgør de største investorgrupper, jf. figur 1.10 (venstre). Forsikrings- og pensionssektoren ejer hovedparten af 2039-papiret, mens udenlandske investorer har store ejerandele i alle papirer op til 10 års løbetid.

Efter store udsving i løbet af 2015 var udlandets ejerandel 41 pct. ved udgangen af året, hvilket er på niveau med de seneste år. Under valutaindstømningen i begyndelsen af 2015 voksede den udenlandske ejerandel med ca. 5 procentpoint, jf. figur 1.10 (højre). I foråret og henover sommeren købte de udenlandske investorer yderligere op i statspapirer med under 1 års restløbetid. Det skal ses i lyset af priserne i valutaswapmarkedet, der i dele af 2015 gjorde det særligt attraktivt at

³ Opkøbskurstab opstår, når staten opkøber obligationer med en kuponrente, der overstiger den aktuelle markedsrente. Opkøbskurstabet bogføres som en renteomkostning for staten i det år, opkøbet foretages, hvilket modsvares af lavere bogførte renteomkostninger i de kommende år. Stigningen i renteudgifterne i 2015 afspejler også, at indestående på statens konto i Nationalbanken over 100 mia. kr. siden 9. februar blev forrentet med den negative indskudsbevisrente.

Ejerandele i indenlandske statspapirer

Figur 1.10



Anm.: Seneste observation er december 2015.

investere i korte danske papirer og omlægge til eksponering i dollar frem for at investere i amerikanske skatkammerbeviser (T-bills) med samme løbetid. Det store fald i den udenlandske ejerandel i november 2015 afspejler alene udløbet af 2015-obligationen, som ved udløb hovedsageligt var ejet af udenlandske investorer.

2

STRATEGI FOR 2016

Sigtepunktet for udstedelser af indenlandske obligationer i 2016 er 75 mia. kr. Der kan udstedes i alle papirer i låneviften, men fokus er på opbygning af de 2- og 10-årige papirer. Som et nyt tiltag afholdes to faste, månedlige ombytningsoperationer for at understøtte opbygningen af de primære låneviftepapirer yderligere. Udstedelsesstrategien for 2016 er tilrettelagt med henblik på en øget understøttelse af likviditeten i statspapirmarkedet.

Staten har en meget robust gældsprofil med en høj varighed, og gælden er relativt lav. Det betyder, at rentestigninger vil have meget lille effekt på statens budget. I det nuværende lavrentemiljø vurderes det fordelagtigt at fastholde en høj varighed i 2016, selv om staten har kapacitet til at påtage sig en højere renterisiko. Sigtepunktet for varigheden på statsgælden i 2016 er på den baggrund fastsat til 11,5 år $\pm$ 1 år.

UDSTEDELSESSTRATEGI

SIGTEPUNKT FOR INDENLANDSKE

OBLIGATIONSUDSTEDELSE PÅ 75 MIA. KR. I 2016

Staten udstedte i 4. kvartal 2015 obligationer for 26 mia. kr. ud af sigtepunktet på 100 mia. kr. for 4. kvartal 2015 og hele 2016, der blev annonceret ved genoptagelsen af statsobligationssalget. Trods en efterfølgende forbedring af statens finanser fastholdes strategien af hensyn til forudsigelighed om udstedelsespolitikken. Dermed er sigtepunktet for obligationsudstedelser på 75 mia. kr. i 2016.

Udstedelserne i 2016 svarer stort set til afdragene, så det forventede statslige underskud finan-

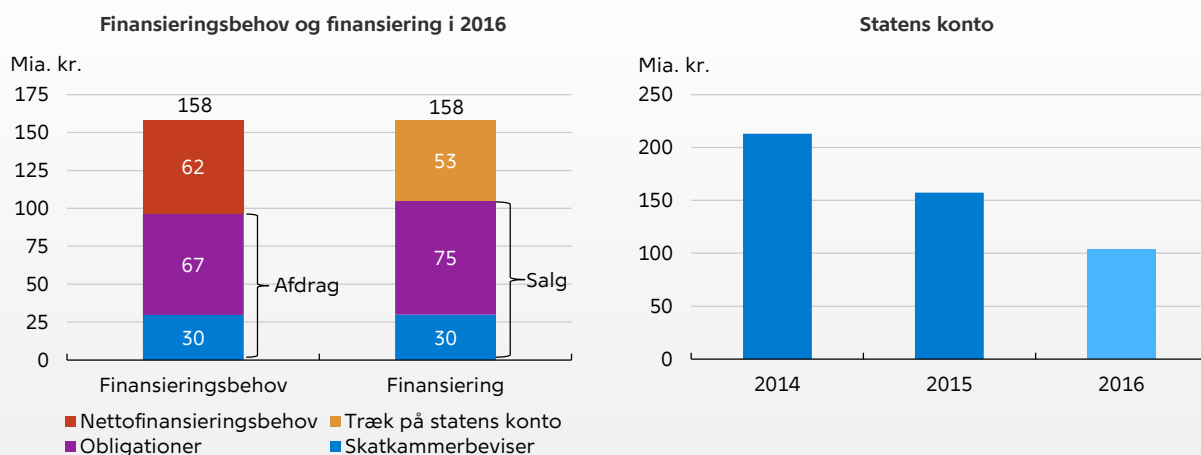
sieres hovedsageligt med træk på statens konto, jf. figur 2.1 (venstre). Indeståendet på statens konto har siden finanskrisen været ekstraordinært højt, men med udstedelsesstoppet og det forventede træk i 2016 ventes kontoen ved udgangen af året at være tilbage omkring 100 mia. kr., jf. figur 2.1 (højre). I lyset af bl.a. lavere afdrag på den udenlandske gæld er det den aktuelle vurdering, at et kontoniveau omkring 75-100 mia. kr. udgør et passende likviditetsberedskab.

FOKUS PÅ 2- OG 10-ÅRIGE UDSTEDELSE I 2016

I lyset af den internationale tendens til lavere likviditet i statspapirer og udsigten til et moderat udstedelsesbehov i de kommende år vurderes det

Statens finansierungsbehov og konto

Figur 2.1



Anm.: Venstre figur: "Afdrag" omfatter afdrag på indenlandske og udenlandske obligationer mv. Højre figur: Statens konto ultimo året. Tal for 2016 er skøn.

Kilde: Finansministeriet og egne beregninger.

hensigtsmæssigt at koncentrere udstedelserne i få papirer for hurtigere at opbygge volumen i disse. Større obligationsserier er normalt kendetegnet ved en højere handelsaktivitet end obligationsserier med et lavere udestående. Det gør det lettere for markedsdeltagere at købe og sælge selv store mængder obligationer.

Udstedelsesstrategien i 2016 fokuserer på det 10-årige nominelle låneviftepapir og på opbygningen af det nye 2-årige låneviftepapir. Den 10-årige obligation med udløb i 2025 er det mest centrale benchmarkpapir, og en høj andel af udstedelser i den nye 2018-obligation bidrager til hurtigere opbygning af papiret og en udjævning af statens afdragsprofil, jf. figur 2.2.

Efterspørgslen efter statsobligationer kan erfaringsmæssigt variere betydeligt mellem papirer i løbet af året. På den baggrund fastholdes en bred lånevifte, hvor der ud over de 2- og 10-årige papirer kan udstedes i det 5-årige, det 30-årige og det inflationsindekserede segment.

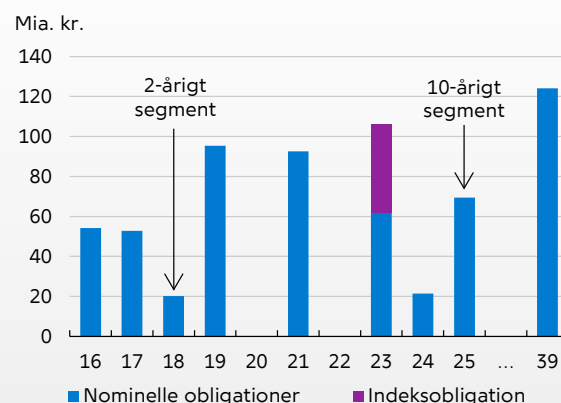
Det nye 2018-papir erstattede pr. 1. januar 2016 det hidtidige 2-årige benchmarkpapir med udløb i 2016. Dermed er låneviften sammenfaldende med benchmarkpapirerne i 1. halvår 2016, jf. tabel 2.1.

UDESTÅENDE I SKATKAMMERBEVIS-PROGRAMMET FASTHOLDSES

Sigtepunktet for udestående skatkammerbeviser ved udgangen af 2016 er 30 mia. kr. Der afholdes to månedlige auktioner over skatkammerbeviser. Ved auktionerne med valør den første bankdag i marts, juni, september og december åbnes nye 6-måneders skatkammerbeviser.

Afdragsprofil for indenlandske obligationer

Figur 2.2



Anm.: Opgjort ultimo januar 2016.

Lånevifte- og benchmarkpapirer, 1. halvår 2016

Tabel 2.1

Løbetidssegment	Papirer	Udestående, mia. kr.
<i>Nominelle papirer</i>		
2-årigt	0,25 pct. stående lån 2018	20,2
5-årigt	3 pct. stående lån 2021	92,5
10-årigt	1,75 pct. stående lån 2025	69,4
30-årigt	4,5 pct. stående lån 2039	124,1
<i>Indekserede papirer</i>		
10-årigt	0,1 pct. indekseret lån 2023	38,0

Anm.: Udestående i nominal værdi ultimo januar 2016. Indeksobligationen er opgjort til indekseret nominal værdi.

MERE REGELMÆSSIG BRUG AF OMBYTNINGER

I 2016 gennemføres to faste, månedlige ombytninger. Datoerne annonceres i en kalender på linje med auktioner i skatkammerbeviser og obligationer. Papirerne annonceres senest én handelsdag før ombytningen finder sted. Der kan i 2016 foretages ombytninger for samlet 30 mia. kr. i markedsværdi målt på de udstedte papirer i ombytningerne. Ombytninger medregnes ikke i sigtepunktet for udstedelser, men de bidrager til en yderligere opbygning af låneviftepapirerne.

OPKØB

Staten kan foretage opkøb for at udjævne statens afdragsprofil eller for at understøtte markedet. Derudover kan der foretages opkøb for at dække placeringsbehovet hos statens fonde. I 2016 forventes fondenes placeringsbehov at være begrænset.

Opkøb foretages via auktioner eller tap. Der afholdes opkøbsauktion i 2016-papiret ultimo hver måned. Regelmæssige opkøb i 2016-papiret giver investorerne mulighed for at modtage afdraget løbende gennem året frem for ved obligationens udløb i november.

UDENLANDSK LÅNTAGNING

I 2016 udstedes der som udgangspunkt ingen udenlandske lån. Staten har i 2016 udenlandske forfald på 20 mia. kr., jf. tabel 2.2. Det indebærer, at statens bidrag til valutaserven reduceres tilsvarende. Der kan udstedes i Commercial Paper-programmerne.

Statens udenlandske gæld, afdragsprofil

Tabel 2.2

Mia. kr.	2016	2017
Eurolån	9,3	
Dollarlån	8,6	8,1
Svensk kronelån	2,2	
I alt	20,1	8,1

Anm.: Inklusive valutaswaps knyttet til de enkelte lån, men eksklusive swaps i forbindelse med genudlån i dollar til Danmarks Skibskredit.

STRATEGI FOR STYRING AF STATENS RENTERISIKO

ROBUST STATSGÆLD MED KAPACITET TIL MERE RENTERISIKO

Statsgælden er relativt lav, og gældsporteføljen er meget robust med en betydelig likviditetsbuffer og en varighed, der er høj i international sammenligning. Det giver en meget lille eksponering over for stigende renter. På fem års sigt er det kun omkring en tredjedel af statsgælden, svarende til 7 pct. af BNP, der skal have fastsat ny rente, jf. figur 2.3 (venstre). Det betyder, at en kraftig stigning i alle renter på fx 3 procentpoint primo 2016

kun vil forøge statens renteudgifter i 2020 med ca. 0,2 pct. af BNP. Det er omkring fire gange mindre end mange af de lande, som vi normalt sammenligner os med. Ud fra et risikoperspektiv er vurderingen, at staten har kapacitet til at reducere varigheden fra det nuværende høje niveau.

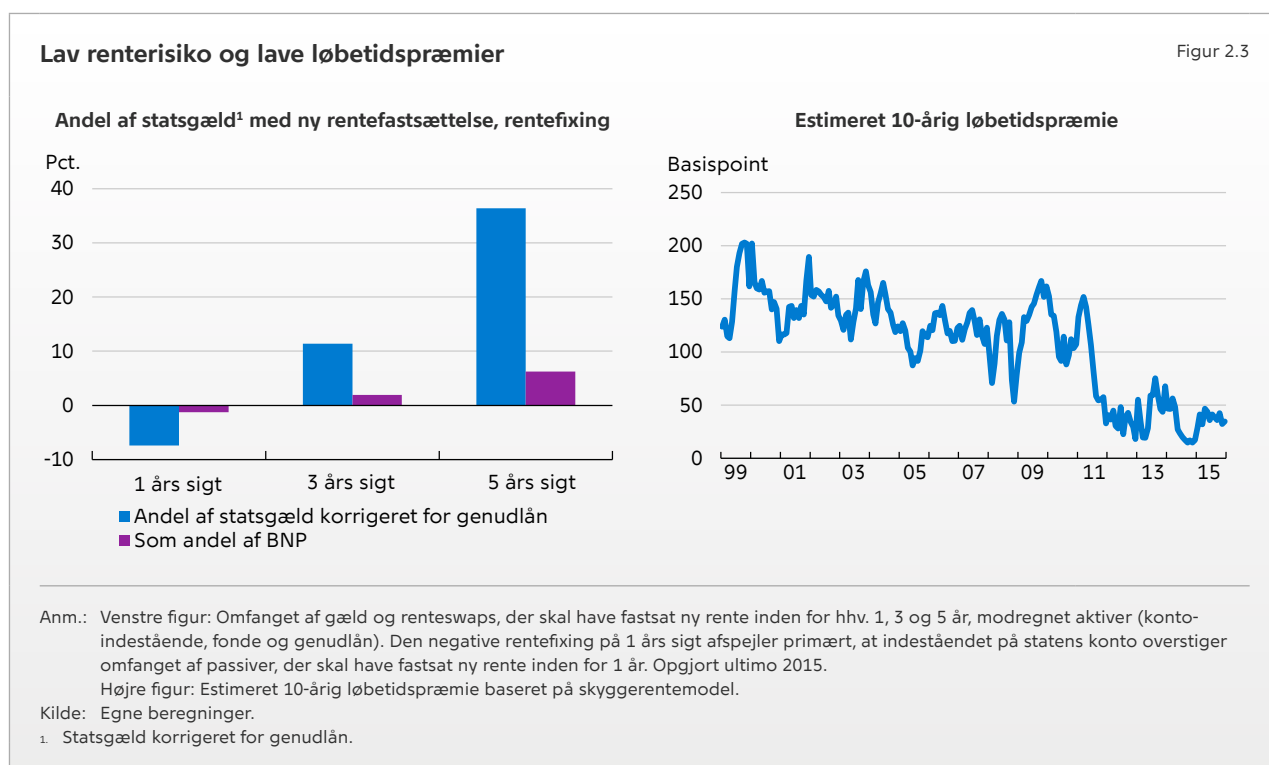
LAV FORVENTET BESPARELSE VED AT REDUCERE VARIGHEDEN

I den nuværende situation vurderes den forventede besparelse ved at reducere varigheden at være meget lav. Vurderingen baseres bl.a. på estimation af løbetidspræmierne i danske statsrenter. Løbetidspræmien udtrykker den forventede meromkostning, der er ved at fastlåse renten over en given årrække frem for at låne løbende til korte renter. De estimerede løbetidspræmier er aktuelt meget lave, jf. figur 2.3 (højre).

Samtidig er der et asymmetrisk udfaldsrum for mulige gevinster og tab i forbindelse med en reduktion af varigheden. Det betyder, at den mulige besparelse, som staten kan opnå, er begrænset, mens der er en risiko for betydeligt højere omkostninger, hvis renten stiger kraftigt.

SIGTEPUNKT FOR STATSGÆLDENS VARIGHED I 2016

Selv om staten har kapacitet til lavere varighed, vurderes det hensigtsmæssigt at fastholde en robust gældsstruktur i det nuværende lavrentemiljø. Sigtepunktet for den gennemsnitlige varighed i 2016 opgjort uden diskontering er på den baggrund fastsat til 11,5 år $\pm$ 1 år.



SPECIALKAPITLER

3

STYRING AF MARKEDSRISIKO I LAVRENTEMILJØ

I det seneste årti har finanskrisen, den europæiske statsgældskrise og senest presset mod kronen i begyndelsen af 2015 sat sine tydelige spor på risikoprofilen for statens gæld. Status oven på denne turbulente periode er, at gældsstrukturen ved indgangen til 2016 er meget robust. Staten har et betydeligt likviditetsberedskab, og renten på en stor del af gælden er låst fast over en lang årrække. Rentestigninger slår derfor kun langsomt igennem på statens renteomkostninger, hvilket sammen med en lav gæld betyder, at påvirkningen af statens budget er meget begrænset.

Under normale omstændigheder er en høj varighed forbundet med en forventet meromkostning i forhold til en lavere varighed. I det nuværende lavrentemiljø vurderes den forventede meromkostning imidlertid at være lav. Derudover er der en grænse for, hvor meget renterne kan falde yderligere, mens der ikke er samme begrænsning på rentestigninger. På denne baggrund fastholder staten en høj varighed i 2016. Sigtepunktet for den gennemsnitlige varighed opgjort uden diskontering er fastsat til 11,5 år $\pm$ 1 år i 2016.

RISIKOSTYRING UNDER OG EFTER FINANSKRISEN

STATENS RENTERISIKO OG GÆLDENS VARIGHED

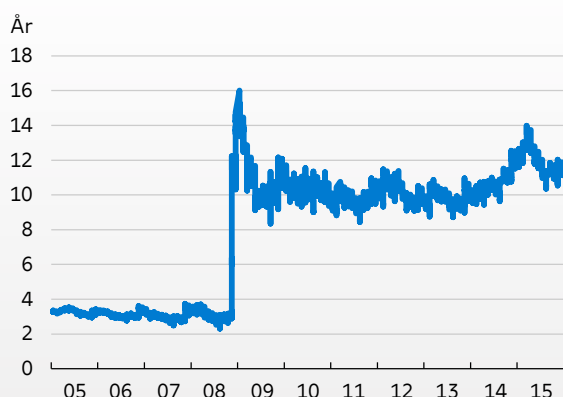
Risikostyringen af statens gæld understøtter statsgældspolitikken overordnede mål: At dække statens finansieringsbehov til lavest mulige, langsigtede omkostninger under hensyntagen til et acceptabelt risikoniveau. Fokus er især rettet mod risici forbundet med renteutviklingen, da staten

kun i meget begrænset omfang har valutakurs- og kreditrisiko.

Valutakursrisikoen er meget lav, da den udenlandske gæld udelukkende er eksponeret over for ændringer i eurokursen, som er ankeret for den danske fastkurspolitik. Kreditrisikoen på statens swaps er ligeledes meget lav som følge af sikker-

Varighed på statens gæld

Figur 3.1



Anm.: Macaulay-varighed.

Statsgældens varighed påvirkes af indeståendet på statens konto i Nationalbanken

Boks 3.1

Indeståendet på statens konto i Nationalbanken udgør et aktiv med kort løbetid. Kontoen har derfor betydning for betalingsstrømmene forbundet med statens gæld – og dermed for varigheden på statsgælden.

Varigheden beregnes ud fra tidsprofilen for statsgældens betalingsstrømme i form af renter og afdrag på gælden fratrasket renter og afdrag på aktiverne. Et stort kontoindestående ophæver i praksis betydningen af tilsvarende korte passiver. Det betyder, at lån med længere løbetid tillægges en relativt større vægt, så varigheden er højere end med et lavt kontoindestående.

Indeståendet på statens konto steg kraftigt i forbindelse med finanskrisen, og er også efterfølgende blevet fastholdt på et højt niveau. Vurderingen var, at det var hensigtsmæssigt at have en betydelig likviditetsbuffer i en tid med forhøjet usikkerhed omkring den økonomiske udvikling og statens finanser. Samtidig var der et stigende fokus på refinansieringsrisikoen – ikke mindst i forbindelse med statsgældskrisen i en række eurolande.

hedsstilling, jf. kapitel 4, *Styring af kreditrisiko: Overgang til gensidig sikkerhedsstilling*.

Statens renterisiko er risikoen for, at statens renteomkostninger vil stige som følge af finansiering til højere renter i fremtiden. Risikoen afhænger bl.a. af gældens sammensætning af korte og lange obligationer. I risikostyringen benyttes den gennemsnitlige rentebindingstid – varigheden – som et centralt udtryk for gældsporteføljens renterisiko. Når varigheden er høj, er renten på en stor del af gælden låst fast over en lang årrække. Det giver en lav risiko for pludselige stigninger i statens renteomkostninger.

KRAFTIG STIGNING I VARIGHEDEN I FORBINDELSE MED FINANSKRISEN

I en lang periode forud for finanskrisen lå varigheden stabilt omkring 3 år, jf. figur 3.1. Udstedelserne var koncentreret i de 2-, 5-, og 10-årige løbetidssegmenter, hvilket resulterede i en varighed på obligationsporteføljen på knap 5 år. Varigheden på statsgælden blev herefter justeret ned til 3 år ved at indgå renteswaps.

Varigheden steg markant i slutningen af 2008, jf. figur 3.1. Baggrunden for stigningen var primært den ekstraordinære udstedelse i en ny 30-årig statsobligation på knap 90 mia. kr. i forbindelse med den finansielle uro i slutningen af 2008.¹ Derudover bidrog en kraftig stigning i indeståendet på statens konto til varighedsforøgelsen, jf. boks 3.1. I den efterfølgende periode med høj budgetrisiko bidrog den høje varighed til et lavt refinansieringsomfang og mere stabile renteomkostninger på statens budget. Omvendt betød den høje varighed, at det efterfølgende rentefald slog langsomt igennem på renteomkostningerne.

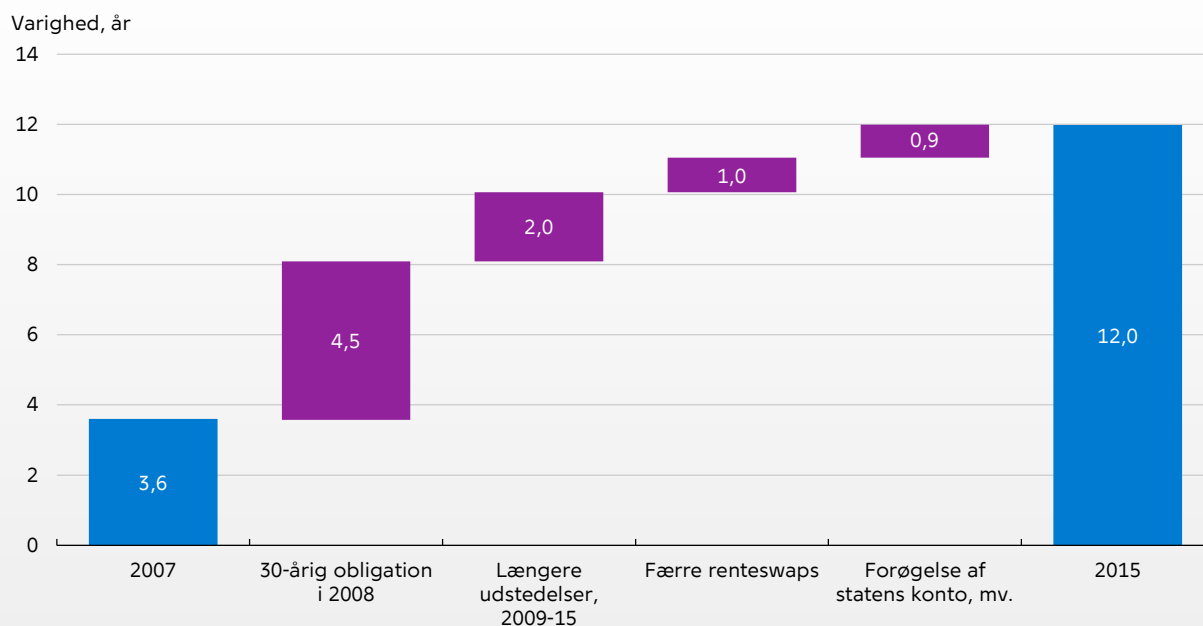
FASTHOLDELSE AF HØJ VARIGHED

Ved udgangen af 2015 var varigheden 12 år. Stigningen i varigheden siden 2007 skyldes, udover den ekstraordinære udstedelse af 30-årige obligationer i 2008, at staten har øget andelen

1 Den finansielle uro medførte en større efterspørgsel efter et langt dansk statspapir – især fra danske forsikrings- og pensionsselskaber, som havde en naturlig interesse for at afdække deres langsigtede forpligtelser i kroner. Det lange statspapir var således med til at understøtte statens adgang til kapitalmarkederne, og på kort sigt bidrog det til at understøtte efterspørgslen efter kroner, i den udstrækning pensionsselskaberne solgte ud af andre europæiske obligationer for at købe det danske statspapir, jf. *Statens låntagning og gæld, 2008*.

Dekomponering af ændringen i statsgældens varighed fra 2007 til 2015

Figur 3.2



Anm.: Varigheden er beregnet uden diskontering. Opgjort ultimo året.

af lange udstedelser og reduceret renteswap-porteføljen, jf. figur 3.2.

I perioden 2008-12 steg gælden, og der var øgede budgetrisici bl.a. som følge af statens udlån og garantier til den finansielle sektor. I lyset heraf blev det vurderet hensigtsmæssigt, at fastholde en lav refinansierings- og renterisiko ved at øge andelen af lange obligationsudstedelser samt fastholde et højt kontoindestående. Siden 2012 afspejler fastholdelsen af en høj varighed i højere grad, at den forventede besparelse ved at reducere varigheden blev vurderet lav. I denne periode blev der ikke indgået nye renteswaps for at reducere varigheden, hvorved statens portefølje af renteswaps blev væsentligt nedbragt. Ved udgangen af 2015 var under 5 pct. af statsgælden swappet til variabel rente, mens halvdelen af gælden var swappet til variabel rente i 2007.

Andre EU-lande har i de senere år også haft fokus på at øge varigheden på deres gældsporteføljer. Det afspejler både, at nogle lande har haft et ønske om større robusthed i lyset af stigende gæld, og at mange lande deler opfattelsen af, at den forventede meromkostning ved en høj varighed er lav.

LAV GÆLD GIVER STOR RISIKOKAPACITET

Oven på en turbulent periode siden finanskrisen peger flere forhold i retning af, at staten har kapacitet til at påtage sig en større renterisiko: Gælden er relativt lav, staten har et betydeligt likviditetsberedskab, og gældsporteføljen er meget robust med en høj varighed. Dertil kommer, at rentestigninger typisk vil være sammenfaldende med fremgang i økonomien, højere inflation og en forbedret budgetsaldo. I en sådan situation kan øgede renteomkostninger nemmere håndteres.

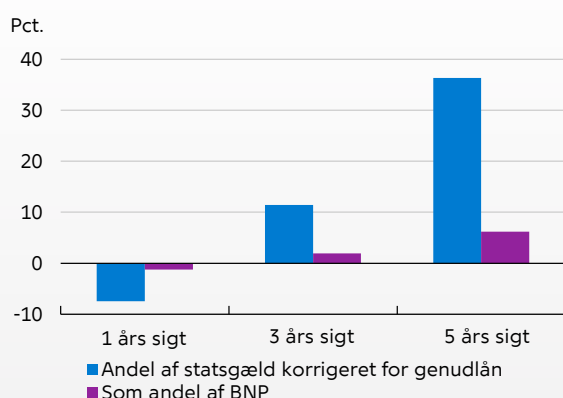
At gældsporteføljen er meget robust gælder ikke kun ud fra en vurdering af varigheden. Varigheden er en gennemsnitsbetragtning, der ikke tager højde for, at det store udestående i den 30-årige obligation giver en skæv afdragsprofil. Renterisikoen vurderes derfor også ud fra et mere nuanceret billede af den tidsmæssige spredning på statsgældsporteføljens renteeksponering.

LANGSOMT RENTEGENNEMSLAG

Et supplerende risikomål er rentefixing, der angiver, hvor stor en del af statens gæld der skal have

Andel af statsgæld¹ med ny rentefastsættelse, rentefixing

Figur 3.3

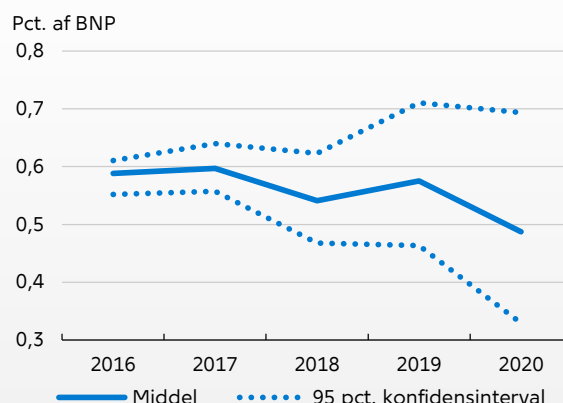


Anm.: Omfanget af gæld og renteswaps, der skal have fastsat ny rente inden for hhv. 1, 3 og 5 år, modregnet aktiver (kontoindestående, fonde og genudlån). Den negative rentefixing på 1 års sigt afspejler primært, at indeståendet på statens konto overstiger omfanget af passiver, der skal have fastsat ny rente inden for 1 år. Opgjort ultimo 2015.

1. Statsgæld korrigeret for genudlån.

Simulerede udvikling i statens renteomkostninger

Figur 3.4



Anm.: Fordeling af fremtidige nettorentsudgifter baseret på en beregningsteknisk fremskrivning af gælden og 50.000 simulerede rentescenarier fra en skyggerentemodell, der er estimeret på danske statsrenter siden 1999, jf. boks 3.2.

Kilde: Finansministeriet og egne beregninger.

fastsat ny rente inden for en given tidshorisont. Også her fremstår den danske statsgæld robust med en meget begrænset eksponering over for rentestigninger.

En ensartet stigning i alle renter vil på et års sigt faktisk *mindske* statens nettorentomkostninger, fordi øgede renteindtægter på statens aktiver mere end opvejer de øgede renteudgifter på statens passiver, jf. figur 3.3. Det skyldes, at der er et umiddelbart gennemslag på forrentningen af statens store kontoindestående.

Med tiden skal en større andel af gælden refinansieres, men selv på fem års sigt skal kun omkring en tredjedel af statsgælden have fastsat ny rente. Det er mindre end i sammenlignelige lande, hvor en rentestigning typisk vil være slået igennem på omkring halvdelen af gælden, når der er gået fem år.

Ud over den robuste sammensætning er statsgælden også relativt lav i pct. af BNP. Det betyder, at omfanget af gæld med fastsættelse af ny rente i de kommende fem år blot udgør omkring 7 pct. af BNP. Det betyder, at en kraftig, permanent stigning i alle renter på fx 3 procentpoint primo 2016 kun vil forøge statens renteudgifter i 2020 med ca. 0,2 pct.

af BNP. Det er omkring fire gange mindre end mange af de lande, vi normalt sammenligner os med.

SIMULERED E RENTEOMKOSTNINGER FORBLIVER LAVE

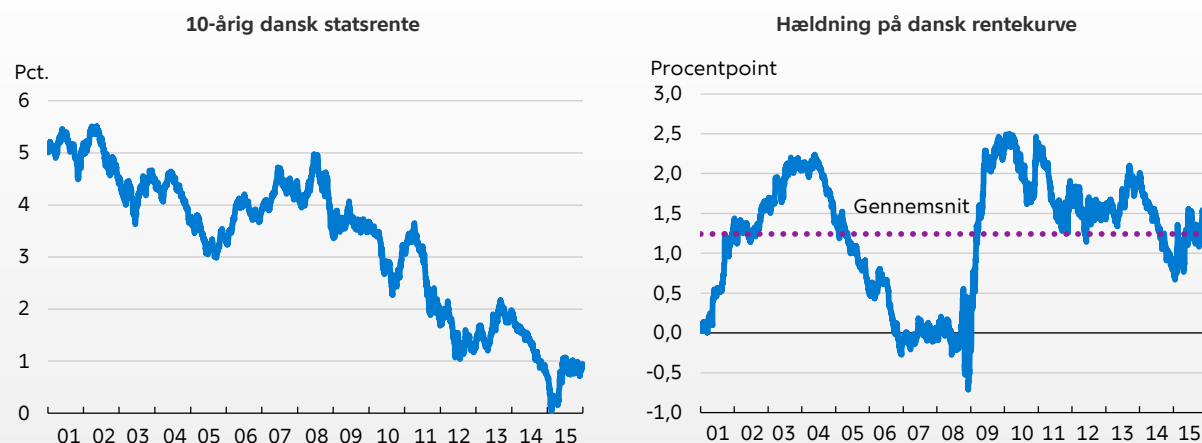
Statens fremtidige renteudgifter afhænger både af udviklingen i statsrenterne og statens øvrige budgetposter. Til at illustrere den risiko, der knytter sig til usikkerheden omkring renteudviklingen, benyttes en såkaldt Cost-at-Risk-model. Denne model bygger på simulerede rentescenarier fra en rentemodell samt en beregningsteknisk fremskrivning af statens finansieringsbehov.

I middelscenariet falder renteomkostningerne² fra 0,6 pct. af BNP i 2016 til 0,5 pct. af BNP i 2020, jf. figur 3.4, trods udsigt til underskud på statens finanser. Effekten fra de løbende underskud opvejes af, at det lave renteniveau gradvist slår igennem på en større del af statens gæld. Da der samtidig forventes en vis økonomisk vækst, udgør renteomkostningerne en svagt faldende andel af BNP. Selv hvis de fremtidige renter kommer til at ligge i den øvre ende af den simulerede fordeling, vil statens renteomkostninger forblive lave under de givne forudsætninger for udviklingen i de øvrige budgetposter.

2 Renteomkostninger på statsgælden korrigeret for genudlån.

Danske statsrenter

Figur 3.5



Anm.: Venstre figur: 10-årig parrente. Højre figur: Hældningen er defineret som forskel mellem 10-årig og 1-årig parrente.
Kilde: Nordea Analytics.

STRATEGI FOR MARKEDSRISIKOSTYRING I 2016

SIGTEPUNKTET FOR STATSGÆLDENS VARIGHED I 2016 FASTSÆTTES TIL 11,5 ÅR

I den nuværende situation vurderes den forventede besparelse ved at reducere varigheden at være begrænset. På den baggrund vurderes det ikke hensigtsmæssigt at reducere varigheden i 2016 ved at indgå renteswaps.³ Det betyder, at staten fastholder en høj varighed i 2016. Sigtepunktet for den gennemsnitlige varighed opgjort uden diskontering er fastsat til 11,5 år $\pm$ 1 år.

UDSTEDELSE I ET LAVRENTMILJØ

Niveauet for de lange danske statsrenter er meget lavt, jf. figur 3.5 (venstre). På trods af de lave lange renter er den umiddelbare besparelse ved at reducere varigheden, udtrykt ved hældningen på rentekurven, tæt på gennemsnittet for de seneste 15 år, jf. figur 3.5 (højre). Målsætningen

er imidlertid at sikre lavest mulige, *langsigtede* omkostninger. Til at foretage denne vurdering er der behov for at estimere de såkaldte løbetidspræmier. Løbetidspræmien angiver den meromkostning, der normalt er forbundet med at fastlåse renten over en given årrække frem for løbende refinansiering med korte lån.

LØBETIDSPRÆMIER ESTIMERES MED EN RENTEMODEL

Løbetidspræmierne kan ikke observeres direkte, men de kan estimeres med en rentemodell. I den aktuelle situation gælder det særlige forhold, at renterne er usædvanligt lave, og at udfaldsrummet for den fremtidige renteutvikling er asymmetrisk. Derfor estimeres renteutviklingen ved hjælp af en model, der tager højde herfor, jf. boks 3.2. På baggrund af et stort antal simulerede scenarier estimerer modellen en middelsti for den korte rente i de kommende år. Ifølge modellens fremskrivninger var der ved udgangen af 2015 en lille, forventet årlig besparelse ved at

³ Med udgangspunkt i den meget robuste statsgæld er det heller ikke hensigtsmæssigt at øge varigheden ved at indgå renteswaps, hvor staten betaler en fast rente, da behovet for yderligere sikkerhed i gældsporteføljen ikke vurderes at være til stede.

Til at estimere løbetidspræmier i danske statsrenter anvendes modelbaserede rentefremskrivninger baseret på udviklingen i danske statsrenter siden 1999. Fremskrivningerne er hidtil foretaget med en tre-faktor arbitragefri Nelson-Siegel (AFNS) rentestrukturmodel. Lavrentemiljøet giver imidlertid nogle udfordringer for fremskrivninger af renter i en AFNS-model.

For det første ignorerer AFNS-modellen, at der er en nedre grænse for, hvor langt de korte renter kan falde. Fx fremskrives der i nogle scenarier korte renter på helt ned til -7 pct. Ud fra en betragtning om, at investorer kan holde kontanter frem for at investere i aktiver med et meget negativt afkast, fremstår sådanne rentestier ikke plausible.¹

For det andet er AFNS-modellen ikke i stand til at fange den lave volatilitet, som i lange perioder over de senere år har præget den korte ende af rentekurven. Rent teknisk skyldes det, at variansen på rentefremskrivninger i AFNS-modellen er konstant over tid og derfor ikke afspejler det aktuelle lavrentemiljø. Det indebærer, at AFNS-modellen genererer et udfaldsrum for den fremtidige renteutvikling, som fremstår meget bredt, når det fx sammenlignes med den lave implicitte

volatilitet på swaptioner og den lave realiserede volatilitet for de korte statsrenter, der har kendetegnet lavrenteperioden.

I den akademiske litteratur er de to modeludfordringer adresseret ved at introducere en nedre grænse for udviklingen af den korte rente, hvilket resulterer i en såkaldt skyggerentemodell.² En implementering af skyggerentemodellen på danske statsrenter er beskrevet i Christensen, Nysteen og Pedersen (2016).³ Her er valget af den nedre grænse for de danske statsrenter er imidlertid usikkert, hvilket understreges af udviklingen igennem 2015, hvor renterne faldt til hidtil usete negative niveauer. I den nuværende implementering af modellen er den nedre grænse sat til -1 pct., svarende til den lavest observerede 3-måneders rente ultimo måneden. Skyggerentemodellen med en fast nedre grænse er udfordret af de faldende danske renter, hvilket også betyder, at modellens fremskrivningsevne ikke forbedres på samme måde, som det er set på andre markeder. Trods udfordringerne foretrækkes en skyggerentemodell frem for klassiske AFNS-modeller, da førstnævnte fanger den asymmetriske fordeling af fremtidige renter, som karakteriserer lavrentemiljøet.

1. Omlægning til kontanter er ikke omkostningsfrit, da det indebærer omkostninger til opbevaring, transport og forsikring. Desuden er det besværligt at foretage transaktioner over store geografiske afstande. Hvorvidt det er attraktivt at omlægge bankindskud eller værdipapirer til kontanter afhænger af størrelsen af disse omkostninger, samt hvor længe renterne forventes at være negative.
2. Se eksempelvis L. Krippner, A tractable framework for zero lower bound Gaussian term structure models, *Discussion Paper Series*, Reserve Bank of New Zealand, 2013.
3. Christensen, Nysteen og Pedersen, Modelling Danish government bond yields in a low-rate environment, *Danmarks Nationalbank Working Papers*, 2016.

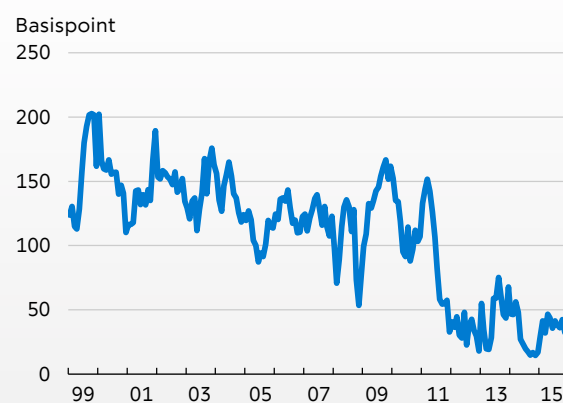
rulle obligationer med helt kort løbetid de næste ti år frem for at udstede en 10-årig obligation i dag. Vurderinger af løbetidspræmien foretages løbende gennem året, og ifølge modellen har løbetidspræmierne været lave i de seneste års lavrenteperiode, jf. figur 3.6. Opfattelsen af, at løbetidspræmierne aktuelt er lave, er ikke et særskilt dansk fænomen. Det understøttes af studier baseret på euroswap-renter og amerikanske statsrenter.⁴

ASYMMETRISK UDFALDSRUM FOR RENTEUDVIKLINGEN

De lave løbetidspræmier betyder, at staten betaler en begrænset præmie for at fastholde en robust porteføljesammensætning med høj varighed.

Estimeret 10-årig løbetidspræmie

Figur 3.6

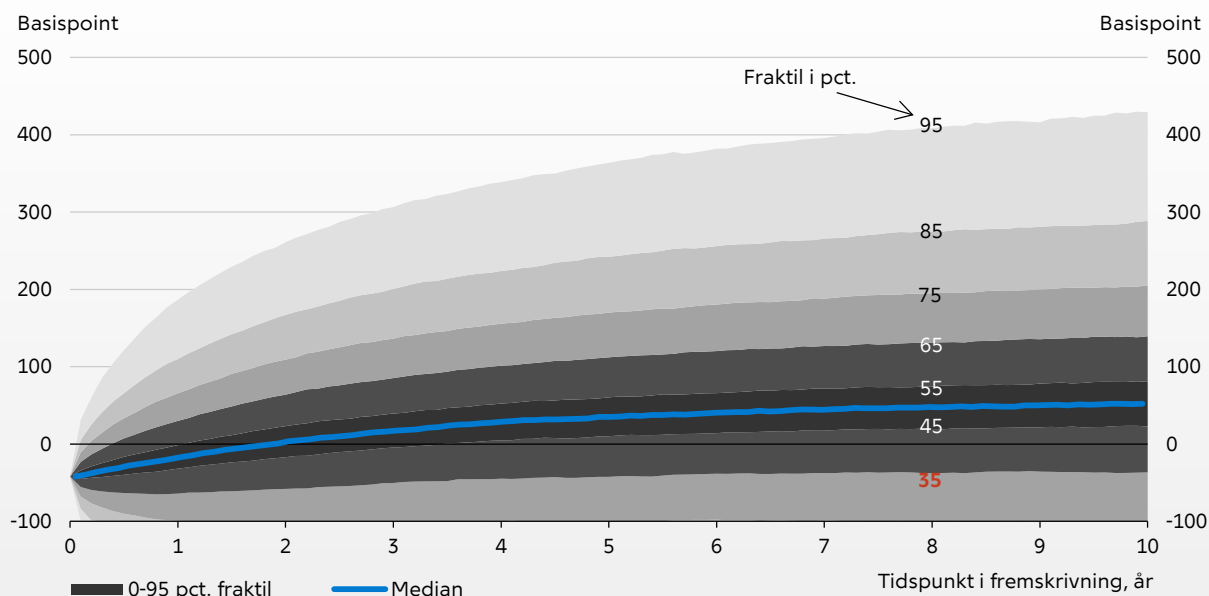


Anm.: Løbetidspræmien er defineret som forskellen mellem en 10-årig nul kuponrente og det geometriske gennemsnit af den fremskrevne korte rente over de næste 10 år.
Kilde: RIO og egne beregninger.

4 Adrian, Crump og Moench fra Federal Reserve Bank of New York estimerer løbetidspræmien på en 10-årig amerikansk statsobligation til at være nul ved udgangen 2015. Lemke og Vladu, A Shadow-Rate Term Structure Model for the Euro Area, konferencepapir, ECB, 2014, estimerer løbetidspræmien for en 10-årig eonia-swaprente til at have været negativ i det meste af 2012 og frem.

Asymmetrisk udfaldsrum for den helt korte modelrente

Figur 3.7



Anm.: Det empiriske modstykke til den helt korte modelrente er en dag-til-dag rente. Udfaldsrummet er baseret på 50.000 simulerede rentestier med en nedre grænse for den korte rente på -1 pct, jf. boks 3.2.

Derudover er der en grænse for, hvor meget de korte renter kan falde yderligere. Potentielle rentestigninger er imidlertid ikke begrænsede på samme måde, og derfor er der et asymmetrisk udfaldsrum for den fremtidige renteudvikling, jf. figur 3.7. I forhold til den strategiske afvejning mellem omkostninger og risiko betyder det asymmetriske udfaldsrum for renterne, at den mulige besparelse, som staten kan opnå ved at reducere varigheden, er begrænset, mens der er en risiko for betydeligt højere omkostninger, hvis renten stiger kraftigt.

CENTRALBANKERNES OPKØB PRESSER DE LANGE RENTER NED

De lave løbetidspræmier skal ses i lyset af, at investorerne i det nuværende rentemiljø tillægger en begrænset sandsynlighed for rentestigninger

i euroområdet. Det skyldes forventninger om begrænset økonomisk vækst og relativt lav inflation i en længere periode, jf. boks 3.3.

Hertil kommer ECB's opkøb af statsobligationer. Den forøgede efterspørgsel efter obligationer presser prisen op og reducerer dermed de længere renter. Det vil få nogle investorer til at substituere mod kortere løbetid, men visse investorer har en naturlig præference for udvalgte løbetidssegmenter. Det gælder fx forsikrings- og pensions-selskaber, der har et behov for at afdække deres lange passiver med lange aktiver. Derfor undlader de – til en vis grad – at substituere mod kortere obligationer. Resultatet er en fladere rentekurve og lavere løbetidspræmier.⁵

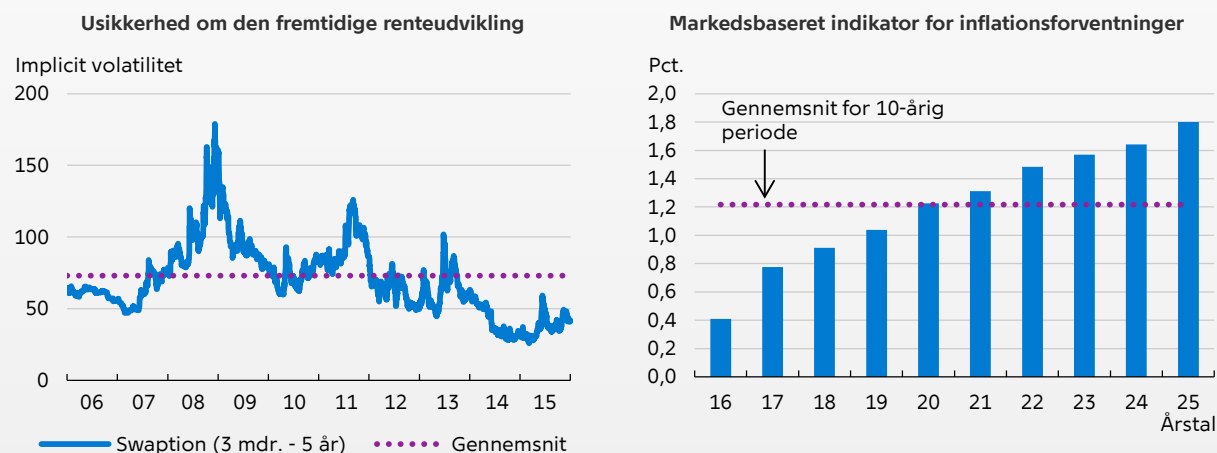
5 Rentefaldet i den lange ende afspejler dels en forventning om lave pengepolitiske renter i en længere periode (signalerings-effekten) samt lavere løbetidspræmier (porteføljebalanceeffekten). Studier finder, at porteføljebalanceeffekten kan forklare hovedparten af faldet i de lange renter på det amerikanske og britiske statspapirmarked, se fx Gagnon mfl., Large-Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did They Work, *FRBNY Economic Policy Review*, maj 2011, samt Joyce mfl., The Financial Market Impact of Quantitative Easing, *International Journal of Central Banking*, september 2011.

Den primære risiko ved at investere i lange, danske statsobligationer er de mulige kurstab, der vil forekomme i tilfælde af rentestigninger. Denne risiko afspejles i løbetidspræmien. Hvis markedsdeltagerne er meget usikre på den fremtidige renteudvikling, vil de typisk kræve et betydeligt merafkast for at investere i lange fordringer, og løbetidspræmien vil derfor være høj.

Markedsdeltagerne vurderer aktuelt renterisikoen til at være lav. Det kommer fx til udtryk ved, at det er billigt at

købe retten til at indgå en 5-årig renteswap om tre måneder til en på forhånd kendt pris, jf. figur (venstre). Det lave niveau for den opfattede renterisiko kan bl.a. forklares ved, at inflationsforventningerne for de kommende år er meget lave, jf. figur (højre).¹ Et lavt inflationsniveau reducerer risikoen for pengepolitiske stramninger og dermed rentestigninger.

Markedsbaseret opfattelse af renterisiko og inflationsforventninger



Anm.: Venstre figur: Implicit volatilitet på swaptioner, hvor køber har en option til at indgå en 5-årig eurorenteswap om tre måneder med en på forhånd kendt fast rente (typisk aktuel markedsrente). Høj implicit volatilitet er dermed ensbetydende med dyre optioner, og vice versa. Stiplet linje angiver gennemsnit for perioden.
Højre figur: Implicitte inflationsforventninger for de kommende ti år baseret på inflationsindekserede swaps knyttet til HICP ekskl. tobak for euroområdet.

Kilde: Bloomberg og egne beregninger.

¹ Inflationsforventningerne er ikke korrigeret for inflationsrisikopræmien, som kan være positiv eller negativ.

4

STYRING AF KREDITRISIKO: OVERGANG TIL GENSIDIG SIKKERHEDSSTILLELSE

Staten har anvendt swaps i styringen af rente- og valutakursrisikoen på gældsporteføljen siden 1983. Kreditrisikoen på swapporteføljen er løbende nedbragt som følge af en styrket risikostyring. Fx indebar introduktionen af ensidig sikkerhedsstillelse i 1999, at bankerne stillede sikkerhed til staten for en del af markedsværdien af swapporteføljen.

I 2015 har staten afsluttet forhandlinger med swapmodparterne om et nyt aftalegrundlag med gensidig sikkerhedsstillelse, som indebærer, at staten også stiller sikkerhed til bankerne, når markedsværdien er i deres favør. Overgangen afspejler primært,

at det er blevet dyrere for bankerne ikke at modtage sikkerhed som følge af højere finansieringsomkostninger. Staten kan dermed opnå bedre vilkår i swapaftalerne ved at overgå fra ensidig til gensidig sikkerhedsstillelse. Aftalerne indebærer, at begge parter dagligt stiller sikkerhed i danske kroner for hele markedsværdien af swapaftalerne. Det betyder, at statens krediteksponering stort set er reduceret til nul.

Samlet set har overgangen til gensidig sikkerhedsstillelse resulteret i bedre swappriser, lavere krediteksponering samt færre operationelle omkostninger og risici for staten.

STATENS ANVENDELSE AF SWAPS

Den danske stat har anvendt swaps i mere end 30 år. Staten anvender to typer af swaps: Rente- og valutawaps. En renteswap er en aftale om udveksling af rentebetalinger, fx modtagelse af faste rentebetalinger mod betalinger af variable renter. Staten anvender renteswaps til at justere renterisikoprofilen på gældsporteføljen, hvorved

udstedelsespolitikken i højere grad kan fokusere på andre mål, herunder opbygning af store, likvide obligationsserier og en lav refinansieringsrisiko. Valutawaps anvendes i forbindelse med statens udenlandske låntagning. Den udenlandske gæld er optaget af hensyn til valutareserven og er alene eksponeret over for euro. Anvendelsen

af valutaswaps giver staten større fleksibilitet i sin udenlandske låntagning.¹ Staten anvender i dag kun simple (plain vanilla) rente- og valutaswaps.

Vilkårene i statens swaps aftales, så markedsværdien er nul på indgåelsestidspunktet, men over tid ændres markedsværdien i statens eller modpartens (bankens) favør afhængig af rente- og valutakursudviklingen. I statens renteswaps modtager staten typisk en fast rente og betaler en variabel rente. De faldende renter over de senere år har betydet, at værdien af de faste rentebetalinger i statens renteswaps er steget. Det har medført, at markedsværdien af statens renteswaps er positiv.

En swap med positiv markedsværdi udgør et aktiv for staten. Det indebærer, at modparten skal kompensere staten, hvis swappen ophæves, da staten i så fald mister værdien af de betalingsstrømme, som udestår i swappen. Når markedsværdien er positiv, har staten dermed en kreditrisiko på den bank, swappen er indgået med. Kreditrisikoen afhænger af krediteksponeringen over for banken, svarende til markedsværdien af swappen fratrasket eventuel sikkerhedsstillelse, samt sandsynligheden for, at banken misligholder sine betalingsforpligtelser. Siden indgåelsen af de første swaps i 1983 har staten ikke lidt tab på swapporteføljen.

HVORDAN STYRES STATENS KREDITRISIKO?

I tråd med markedstandarden begrænsede staten frem til midten af 1990'erne sin kreditrisiko via nogle relativt simple retningslinjer. De fokuserede på, at bankerne skulle være tilstrækkeligt kreditværdige på tidspunktet for indgåelse af swaps, og at swapaftalerne skulle spredes på mange forskellige banker. Det bidrog til at reducere kreditrisikoen på statens samlede swapportefølje ved at mindske sandsynligheden for tab samtidig med, at krediteksponeringen blev spredt ud

på flere modparter. I 1994 etablerede staten et system, som fastsatte grænser for krediteksponeringen over for de enkelte banker.² Samtidig blev der fastsat krav om en rating-trigger i alle statens nye forretninger, hvilket indebar, at swaps kunne ophæves, hvis bankens rating faldt under et givet niveau. Det sikrede høj kreditkvalitet af bankerne igennem hele swappens løbetid.

I slutningen af 1990'erne steg interessen internationalt for at reducere krediteksponeringen på swaps yderligere. Det førte til, at staten i 1999 indførte krav om modtagelse af sikkerhed for en del af markedsværdien af swapporteføljen. Udviklingen i statens kreditrisikostyring er vist i figur 4.1.

MODTAGELSE AF SIKKERHED REDUCERER STATENS KREDITEKSPONERING

Omkring årtusindskiftet var det markedstandard for stater med høj kreditværdighed at indgå swapaftaler med ensidig sikkerhedsstillelse, mens de fleste andre markedsdeltagere indgik aftaler med gensidig sikkerhedsstillelse. Aftalerne om ensidig sikkerhedsstillelse indebar, at staten modtog sikkerhed, når markedsværdien var i statens favør, men at staten ikke stillede sikkerhed, når markedsværdien var i bankens favør.

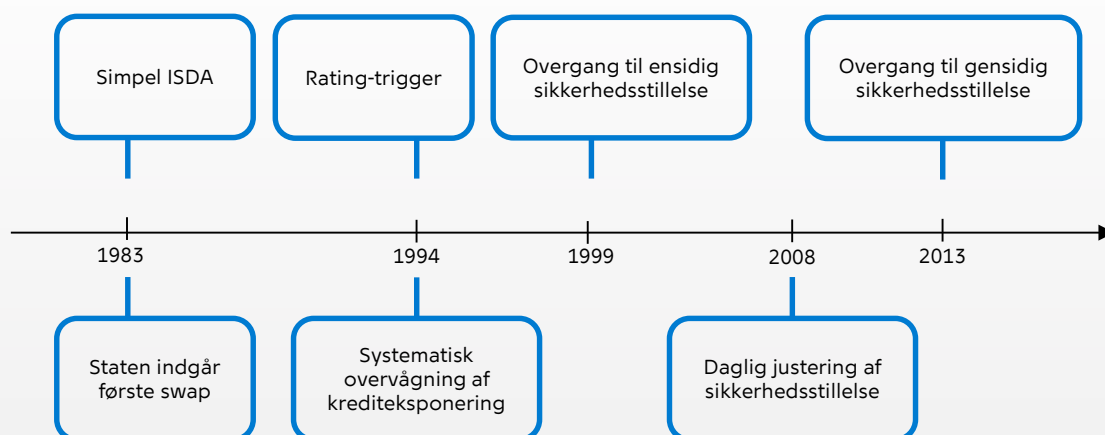
Under aftalerne om ensidig sikkerhedsstillelse skulle bankerne stille sikkerhed, hvis markedsværdien overskred en tærskelværdi, som afhang af bankens rating. Jo lavere rating, jo lavere tærskelværdi. Det indebar, at krediteksponeringen mod en bank faldt, når bankens kreditkvalitet faldt, og sandsynligheden for tab dermed blev vurderet større.

Bankerne stillede sikkerhed til den danske stat ved at anvende obligationer med høj kreditkvalitet, og det skete i begyndelsen på månedlig basis.³ Siden 2008 er justeringen af sikkerhedsstillelsen sket på daglig basis. Introduktionen af ensidig sikkerhedsstillelse bidrog til en væsentlig reduktion af statens krediteksponering efter 1999, jf. figur 4.2. Siden 2009 afspejler faldet også en reduktion i statens swapportefølje.

1 Fx kan der optages lån i dollar kombineret med en valutaswap, der omlægger eksponeringen til euro. Det betyder, at staten kan udvide og diversificere sin investorbase, samtidig med at det i perioder giver anledning til lavere finansieringsomkostninger sammenlignet med lån optaget direkte i euro.

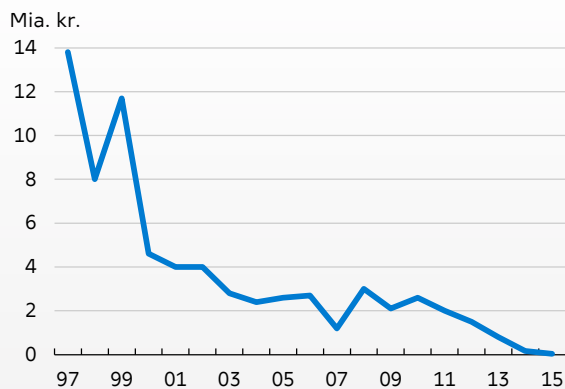
2 Jf. *Statens låntagning og gæld 1994*, kapitel 7.

3 I beregningen af sikkerhedsstillelsen tog man højde for, at markedsværdien kunne stige i løbet af måneden.



Anm.: ISDA = International Swaps and Derivatives Association Inc. Ved indgåelse af swaps fastlægges de juridiske vilkår i en ISDA-aftale, som er den overordnede ramme for internationale over-the-counter derivater.

Statens krediteksponering siden 1997 Figur 4.2



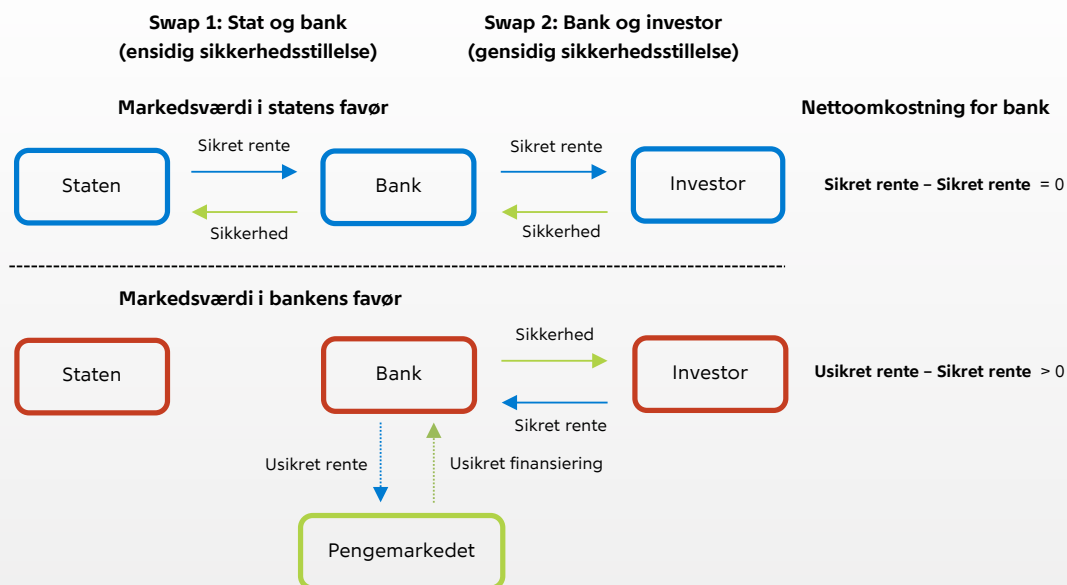
Anm.: Markedsværdi af udestående swaps fratrullet sikkerhedsstillelse modtaget fra banker. Opgørelsen er ekskl. valutaswaps indgået med Nationalbanken. Før 2007 er krediteksponeringen beregnet som markedsværdien fraregnet indlagt sikkerhed og tillagt en beregnet potentiel krediteksponering, der kompenserer for, at markedsværdien af swapporteføljen over en tidshorisont på en måned kan stige yderligere.

ØGEDE OMKOSTNINGER VED ENSIDIG SIKKERHEDSSTILLELSE

Aftaler om ensidig sikkerhedsstillelse i swap-aftaler er fortsat udbredte blandt europæiske gældsforvaltninger. Siden finanskrisen er der dog sket en bevægelse for flere stater mod gensidig sikkerhedsstillelse eller overgang til clearing via en central modpart, CCP. Det skyldes bl.a., at det er blevet dyrere for bankerne at finansiere den manglende sikkerhed i aftaler om ensidig sikkerhedsstillelse, hvis de afdækker swapforretningerne. Derudover har bankerne generelt fået øget fokus på kreditrisici, bl.a. i swapaftaler.

MANGLENDE SIKKERHED GIVER BANKERNE EN FINANSIERINGSOMKOSTNING

Et eksempel til illustration af, hvordan det kan være omkostningsfuldt for bankerne ikke at modtage sikkerhed i en swapaftale, er vist i figur 4.3. Når staten indgår en swap med en bank (swap 1), vil banken typisk afdække eksponeringen ved at indgå en tilsvarende, men modsatrettet swap med en investor (swap 2). Aftalen mellem banken og investor er som hovedregel indgået med gensidig sikkerhedsstillelse.



Anm.: De grønne pile angiver udveksling af sikkerhed, mens de blå pile angiver forrentning af sikkerheden. De usikrede pengemarkedsrenter er typisk tæt forbundet med Euribor eller Cibor, mens de sikrede pengemarkedsrenter typisk er Eonia eller Tomorrow/Next-renten.

Hvis markedsværdien er i statens favør, kan banken anvende den modtagne sikkerhed fra investor til at stille sikkerhed over for staten. Hvis markedsværdien derimod er i bankens favør, medfører aftaler om ensidig sikkerhedsstillelse, at staten ikke skal stille sikkerhed. Banken skal derfor selv fremskaffe den sikkerhed, som banken skal stille over for investor. Prisen herfor er typisk tæt forbundet med en usikret pengemarkedsrente, mens banken kun får en sikret rente i betaling for at stille sikkerhed over for investor. Omkostningen ved ensidig sikkerhedsstillelse kan derfor approksimeres ved forskellen mellem usikrede og sikrede pengemarkedsrenter.

Inden finanskrisen var spændet mellem usikrede og sikrede pengemarkedsrenter på et meget lavt niveau både i Danmark og euroområdet, men siden er spændet udvidet, jf. figur 4.4. Det har gjort det dyrere for bankerne at indgå swapaftaler, hvor de ikke modtager sikkerhed. Bankerne søger kompensation for denne omkostning ved at gøre det dyrere at indgå swapkontrakter med ensidig sikkerhedsstillelse. Størrelsesordenen af den påkrævede kompensation varierer over tid. Bankerne har anslået, at deres forventede netto-

omkostning ved ikke at modtage sikkerhed i en 10-årig renteswap i euro har varieret mellem 2 og 10 basispoint de seneste år. For en renteswap med en hovedstol på 100 mio. euro svarer det til en forøgelse af statens renteomkostninger på 20.000-100.000 euro årligt.

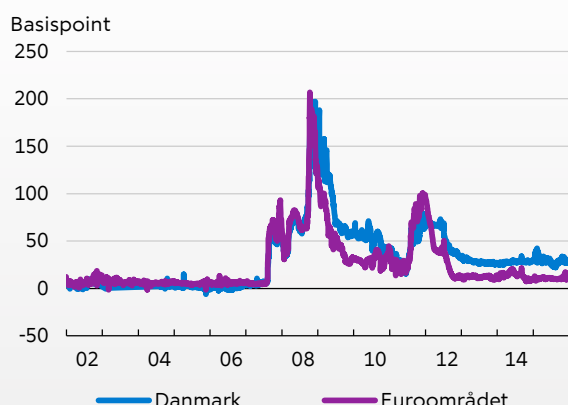
De korte danske statsrenter ligger normalt tæt på den sikrede rente, som sikkerhedsstillelsen forrentes med. Dermed er det typisk ikke – i modsætning til bankerne – forbundet med omkostninger for staten at stille sikkerhed.

ØGET FOKUS PÅ KREDITRISIKO

Bankerne har siden den finansielle krise generelt øget deres fokus på kreditrisiko – også over for stater. Ved aftaler om ensidig sikkerhedsstillelse er bankerne eksponeret over for hele swappens markedsværdi, når swappen er i bankens favør. Dermed risikerer banken et tab, hvis staten misligholder sine betalingsforpligtelser. Bankerne søger i højere grad end tidligere kompensation for denne kreditrisiko ved at gøre det dyrere at indgå swapkontrakter med ensidig sikkerhedsstillelse. Det skal bl.a. ses i lyset af den europæiske statsgældskrise, hvor prisen for at forsikre sig

Spænd mellem usikrede og sikrede pengemarkedsrenter

Figur 4.4



Anm.: De usikrede renter er Cibur og Euribor, og de sikrede er Cita- og Eonia-swaprenter. Alle renter er 3-måneders renter.
Kilde: Bloomberg.

Swapmodparter med gensidig sikkerhedsstillelse

Tabel 4.1

Modpartsnavn

Bank of Nova Scotia	JP Morgan
Barclays	Morgan Stanley
BNP Paribas	Natixis
Citibank	Nordea
Credit Agricole	Royal Bank of Scotland
Danske Bank	Société Générale
HSBC	

Anm.: Swaps indgået med Goldman Sachs og Deutsche Bank forbliver under ensidig sikkerhedsstillelse. Staten har et mindre antal udestående forretninger med disse, som udløber inden for kort tid.

mod staters misligholdelse af sine forpligtelser via såkaldte credit default swaps (CDS) steg markant.⁴

OVERGANG TIL GENSIDIG SIKKERHEDSSTILLELSE

For at opnå bedre swapvilkår indledte staten i 2013 forhandlinger med eksisterende modparter om nye aftaler med gensidig sikkerhedsstillelse.⁵ I forbindelse med overgangen blev det besluttet også at genforhandle andre dele af aftalegrundlaget, bl.a. for at nedbringe kreditrisikoen i swapaftalerne yderligere. Derudover har systemmæssige opdateringer gjort det muligt, at sikkerhedsstillesprocessen fremover håndteres internt mellem swappens parter uden involvering af tredjepart. Samlet set har overgangen resulteret i bedre swappriser, lavere krediteksponering og færre operationelle omkostninger og risici for staten.

GENFORHANDLING AF AFTALEGRUNDLAG

Vilkårene for statens swapaftaler er fastlagt i henholdsvis ISDA- og CSA-aftaler.⁶ ISDA-master-aftalen er den overordnede ramme for internationale over-the-counter derivater, mens CSA-aftalen er et tillæg, som regulerer sikkerhedsstillelsen.

For at sikre et simpelt administrativt setup og ens konkurrencevilkår for bankerne er der indgået standardiserede aftaler. Bankerne havde mange forskellige tilgange til aftalegrundlaget, hvilket betød, at processen for nogle banker var langvarig. De typiske forhandlingspunkter var sikkerhedsstillelse i kroner frem for euro samt fastholdelse af ensidig rating-trigger.⁷

Der er indgået aftale med 13 banker, som staten fremadrettet vil anvende til at indgå swaps med, jf. tabel 4.1. De eksisterende swaps med bankerne er overflyttet til det nye aftalegrundlag. Hovedpunkterne i statens nye og forhenværende aftalegrundlag fremgår af tabel 4.2. I det følgende gennemgås de væsentligste ændringer.

4 Jf. *Statens låntagning og gæld 2012*, kapitel 11.

5 Staten kunne også have valgt at lade sine renteswaps klare via en CCP. På daværende tidspunkt kunne staten imidlertid ikke opnå samme netting-gevinster, da valutawaps ikke kunne klare via CCP, jf. Korsgaard, Centrale modparter på derivatmarkederne, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2010. Samtidig var der usikkerhed om staters vilkår for medlemskab af CCP'en.

6 CSA = Credit Support Annex.

7 I de få tilfælde, hvor staten og en bank ikke kunne nå til enighed, lå der flere forskellige forklaringer bag. De væsentligste var: 1) Sikkerhedsstillelse i kroner: Nogle banker har valgt kun at fokusere på større valutaer, fx amerikanske dollar og euro. 2) Cross default-klausul: Enkelte banker krævede gensidige cross default-klausuler. 3) Rating-trigger: Enkelte banker accepterede ikke en rating-trigger, når der var fuld sikkerhedsstillelse.

Hovedpunkter i statens nye og forhenværende aftalegrundlag

Tabel 4.2

	Forhenværende aftalegrundlag: ISDA med ensidig CSA	Nyt aftalegrundlag: ISDA med gensidig CSA
ISDA-version	1992	2002
Anvendelig ret	Amerikansk/engelsk ret	Engelsk ret
Rating trigger ¹	A-/A3	BBB-/Baa3
Cross default-klausul ²	Ja	Ja
Netting	Ja	Ja
CSA		
Sikkerhedsstillelse	Ensidig	Gensidig
Type af sikkerhed	Højtratede obligationer i forskellige valutaer	Kontantindskud i DKK
Forrentning	Ingen	Tomorrow/Next-rente
Tærskelværdi	0-500 mio. kr. afhængig af rating	0 kr.
Minimalt overførselsbeløb, MTA	Op til 10 mio. kr.	0,5 mio. kr.
Frekvens af margin kald	Daglig	Daglig

1. Rating-triggeren giver staten mulighed for at ophæve en swaptale, hvis modpartens rating falder under det angivne niveau.

2. En cross default-klausul giver staten mulighed for at ophæve swaps, hvis en bank har misligholdt betalingsforpligtelser over for en tredje part. I statens ISDA-aftaler er cross default-klausulen ensidig, dvs. den giver alene staten beføjelser til at ophæve swaps med en bank.

Reduktion af tærskelværdi og minimalt overførselsbeløb (MTA)

For at reducere statens kreditrisiko blev tærskelværdien – som i de ensidige aftaler var afhængig af bankernes rating – nedsat til nul. En tærskelværdi på nul er markedsstandard i aftaler om gensidig sikkerhedsstillelse og indebærer, at der stilles sikkerhed for den fulde markedsværdi af swapporteføljen.⁸ Desuden blev det minimale overførselsbeløb reduceret til 0,5 mio. kr. Beløbet angiver, hvor meget markedsværdien af swap-aftalen kan ændre sig, uden at der overføres sikkerhed.

Som følge af ændringerne er kreditrisikoen over for hver enkelt modpart meget begrænset. Det vurderes imidlertid fortsat hensigtsmæssigt at have en bred vifte af swapmodparter, da det øger konkurrencen i prisstillelsen. Derudover vil en stor koncentration af swaps indgået med en modpart, der går konkurs, betyde, at staten skal forhandle et stort antal kontrakter med nye modparter. Det

kan tage tid og indebærer, at der kan ske udsving i markedsværdien indtil nye swaps er indgået. Dermed er der risiko for, at den stillede sikkerhed fra den konkursramte modpart ikke er fuldt ud dækkende. Risikoen forbundet hermed begrænses dog af, at staten kun anvender simple, standardiserede (plain vanilla) rente- og valutaswaps.

Sikkerhedsstillelse via kontantindskud i danske kroner

I de nye CSA-aftaler stilles og modtages sikkerhed i danske kroner. Det skal ses i lyset af, at kontantindskud i dag er langt det mest anvendte aktiv til brug for sikkerhedsstillelse på de internationale swapmarkeder.⁹ Staten har et stort likviditetsberedskab, som kan anvendes til at stille sikkerhed, jf. figur 4.5. Sikkerhedsstillelse i kontanter gør det desuden enkelt at opgøre værdien af den sikkerhed, der stilles eller modtages.

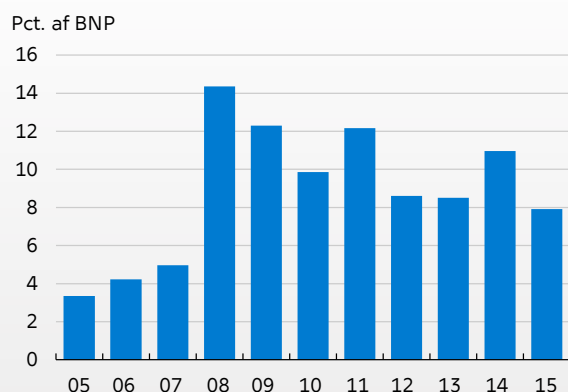
Statens modtagelse af sikkerhed via kontantindskud øger ØMU-gælden i modsætning til de

8 The role of margin requirements and haircuts in procyclicality, *CFGs papers No 36*, BIS, 2010.

9 ISDA Margin Survey 2015.

**Indestående på
statens konto ultimo året**

Figur 4.5



tidligere aftaler, hvor staten kun accepterede obligationer som sikkerhed. Det skyldes, at modtagelse af kontanter ifølge Eurostat betragtes som et lån, mens der ikke sker modregning i ØMU-gælden af kontanterne, der stilles som sikkerhed. På grund af Danmarks lave ØMU-gæld vurderes det uproblematisk. Statsgælden er upåvirket af modtagelse af sikkerhed.

Mulighed for negativ forrentning af sikkerhed

Når sikkerhedsstillelse foretages via kontantindskud, er det markedsstandard at forrente sikkerheden med en dag til dag-rente. For danske kroner er den relevante rente den danske Tomorrow/Next-rente (T/N-renten). I statens nye aftalegrundlag fremgår det eksplicit, at forrentningen foretages uden en nedre nulgrænse. Baggrunden er, at en nedre grænse på nul kan give bankerne incitament til at overføre mere sikkerhed end nødvendigt, hvis deres alternative mulighed for placering af likvide midler forrentes negativt.

Siden 2012 har den danske T/N-rente igennem flere perioder været negativ. Det gav i begyndelsen problemer for nogle banker, som system-

teknisk endnu ikke var klar til at håndtere negative renter. I takt med at negative renter blev udbredt til euroområdet, er problemet blevet afhjulpet.

Rating-trigger reduceret til BBB-/Baa3

I det nye aftalegrundlag reduceres rating-triggeren fra A-/A3 til BBB-/Baa3. Rating-triggeren giver staten ret til at ophæve en swapaftale, hvis bankens rating falder under BBB-/Baa3. Det giver staten bedre mulighed for at undgå de juridiske og operationelle risici, der knytter sig til en eventuel konkurs. Reduktionen af niveauet for triggeren afspejler, at statens krav til bankernes kreditværdighed ved indgåelse af en swapaftale blev lempet i kølvandet på finanskrisen.¹⁰

INTERNALISERING AF SIKKERHEDSSTILLELSESPROCESSEN

I forbindelse med overgangen til gensidig sikkerhedsstillelse blev sikkerhedsstillelsesprocessen internaliseret mellem swappens parter uden involvering af tredjepart. Det skal særligt ses i lyset af, at sikkerhedsstillelse via kontantindskud og systemmæssige opdateringer har reduceret omkostningen ved selv at håndtere sikkerhedsstillelsen.¹¹ Samtidig har fortsatte effektiviseringer været med til at reducere den operationelle risiko.

Sikkerhedsstillelsesprocessen kan overordnet set opdeles i 4 trin:

1. Beregning af krediteksponering og netting¹²
2. Kald af sikkerhed (margin kald)
3. Afstemning med modpart
4. Afvikling af sikkerhed

Siden staten introducerede sikkerhedsstillelses-aftaler i 1999 er krediteksponeringer og netting blevet beregnet i egenudviklede systemer og kald

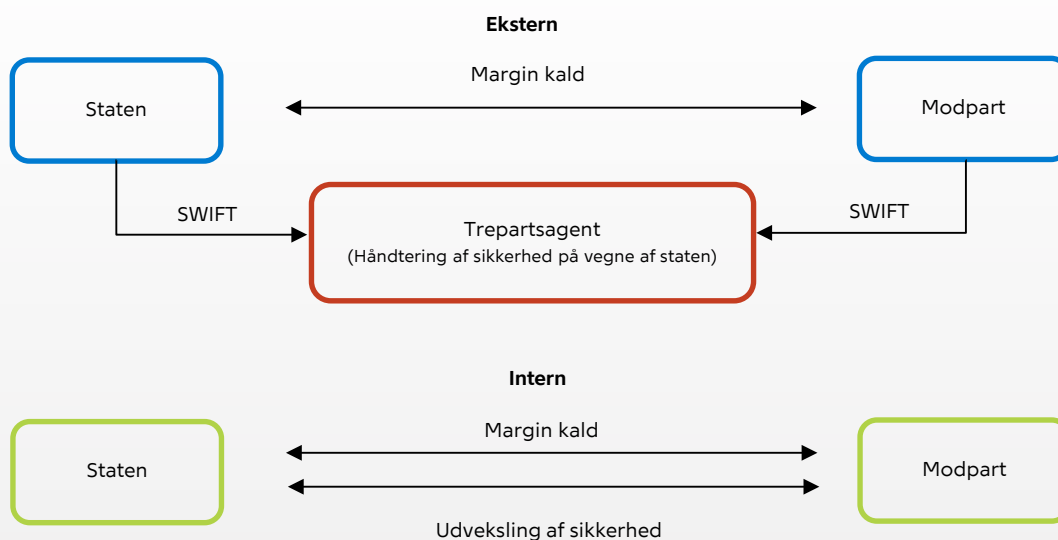
¹⁰ Statens swapmodparter blev løbende nedgraderet af kreditvurderingsbureauer efter finanskrisens begyndelse. Det betød, at færre banker opfyldte statens krav til kreditvurdering ved indgåelse af swaps. For at sikre spredning af swapaftalerne på et tilstrækkeligt antal modparter blev der foretaget en mindre lempelse af kravene til modparternes kreditværdighed.

¹¹ Ifølge ISDA Margin Survey 2015 havde 87 pct. af de adspurgte banker internaliseret sikkerhedsstillelsesprocessen.

¹² Netting: Modregning af gevinster og tab på indgåede swaps. Ved at anvende netting vil alle indgåede swaps indgå i det samlede krav ved en banks konkurs.

Illustration af intern og ekstern sikkerhedsstillellesproces

Figur 4.6



Anm.: SWIFT er en forkortelse for Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication og er et internationalt finansielt netværk, der anvendes til at sende og modtage betalingsinstrukser.

af sikkerhed foretaget via e-mail. Frekvensen er gradvist blevet forøget startende med månedlige opgørelser til daglige opgørelser siden 2008. Under det gamle aftalegrundlag med sikkerhedsstillelse via højtratede obligationer anvendte staten trepartsagenter til at håndtere administrationen af sikkerhed, jf. figur 4.6.

Sikkerhedsstillelse via obligationer stiller store systemmæssige krav, da der skal foretages registrering og daglig markedsværdiberegning af mange forskellige obligationer, løbende tjek af obligationernes gyldighed, løbende udskiftning af papirer og udbetaling af kuponbetalinger på den stillede sikkerhed.

Under det nye aftalegrundlag med sikkerhedsstillelse via kontantindskud er sikkerhedsstillellesprocessen system- og afviklingsmæssigt væsentligt enklere end sikkerhedsstillelse via obligationer. Ved brug af et nyt porteføljestyrings-system er langt de fleste afviklingsprocesser automatiseret. De fleste kald af sikkerhed er struktureret i et elektronisk meddelelsessystem, hvilket har effektiviseret processen væsentligt og resulteret i mindre operationel risiko. Fremadrettet er det målet at opnå en fuldt automatiseret sikkerhedsstillellesproces.

APPENDIKS

MIDLERNE I DE STATSLIGE FONDE

Nationalbanken administrerer på vegne af staten midler i Den Sociale Pensionsfond, DSP, Danmarks Innovationsfond og Fonden for Forebyggelse og Fastholdelse. Fondenes aktiver modregnes i opgørelsen af statsgælden og forvaltes sammen med statens øvrige finansielle aktiver og passiver under statsgældsområdet.

DEN SOCIALE PENSIONS FOND

DSP blev oprettet ved lov i 1970, hvor der blev indført et særligt pensionsbidrag. Pensionsbidraget – og dermed indbetalingerne til fonden – ophørte i 1982. Fondens aktivbeholdning og renteindtægterne herfra fratrukket pensionsafkastskat har siden været anvendt til finansiering af pensionsforbedringer.

DSP bestyres af et udvalg bestående af repræsentanter fra Finansministeriet, Styrelsen for Arbejdsmarkedet og Rekruttering og Nationalbanken. Den daglige forvaltning af midlerne varetages af Nationalbanken. Principperne for forvaltningen af midlerne er fastsat i *Reglement vedrørende bestyrelsen af Den Sociale Pensionsfond*.¹ Ifølge reglementet kan fondens midler investeres i danske børsno-

terede obligationer. Fondens midler samstyres med statens øvrige finansielle aktiver og passiver under statsgældsområdet.

Risikoen på fondens aktiver vurderes separat, men indgår i den konsoliderede risikostyring af den samlede statsgæld. Styringen af fondes markedsrisiko sker ved brug af et bånd for den gennemsnitlige Macaulay varighed henover året. For 2015 var den gennemsnitlige varighed inden for båndet på 4,5 år +/- 0,5 år, der blev fastsat ved indgangen til året. I 2015 har der fortsat været fokus på at matche DSP's ind- og udbetalinger, der forventes at ophøre i 2022. Dette fokus medfører et sigtepunkt for den gennemsnitlige varighed for DSP i 2016 på 4,0 år +/- 0,5 år.

1 Reglementet kan findes på www.statsgaeld.dk.

Fondenes indtægter og udgifter i 2015

Tabel A1.1

Mio. kr.	DSP	Danmarks Innovationsfond	Fonden for Forebyggelse og Fastholdelse
<i>Indtægter:</i>			
Renter mv. ¹	2.787	383	27
<i>Udgifter:</i>			
Overførsel til ministerium	12.290	400	273
Pensionsafkastskat ²	517	-	-
Nettoindtægter	-10.019	-17	-246

1. Nettoopgørelse af modtagne renter, tilgodehavende renter og fordelte opkøbskurstab.

2. Pensionsafkastskat betales af afkast for det foregående år.

Siden 1995 er DSP's beholdning til nominel værdi gradvist reduceret som følge af, at de årlige overførsler til Beskæftigelsesministeriet, der fastsættes på finansloven, har været højere end renteindtægterne på fondens obligationsbeholdning. I 2015 blev der overført 12 mia. kr. fra DSP til Styrelsen for Arbejdsmarkedet og Rekruttering. Nettoudgiften var 10 mia. kr., jf. tabel A1.1.

Aktiverne i fonden udgjorde knap 66 mia. kr. ved udgangen af 2015, jf. tabel A1.2.

DANMARKS INNOVATIONSFOND

Folketinget vedtog ved lov i marts 2014 etablering af Danmarks Innovationsfond ved sammenlægning af Højteknologifonden, Det Strategiske Forskningsråd og Rådet for Teknologi og Innovation.

Fondens midler må ifølge aftale med Finansministeriet kun investeres i danske statsobligationer. Investeringsstrategien for fonden sigter mod en

ligelig fordeling på korte, mellemlange og lange danske statsobligationer.

Fonden overførte midler omtrent svarende til renteindtægterne i 2015, jf. tabel A1.1. Aktiverne i fonden udgjorde 14 mia. kr. ved udgangen af 2015, jf. tabel A1.2.

FONDEN FOR FOREBYGGELSE OG FASTHOLDELSE

Fonden for Forebyggelse og Fastholdelse blev oprettet i 2007 og har til formål at støtte indsatser, der forebygger fysisk og psykisk nedslidning, arbejdsulykker og erhvervssygdomme. Der blev ved fondens oprettelse indskudt 3 mia. kr. i fonden, og der er ikke planlagt yderligere kapitalindskud. Fondens midler må ifølge lov om Fonden for Forebyggelse og Fastholdelse kun investeres i danske statsobligationer.

Aktiverne i fonden udgjorde 0,8 mia. kr. ved udgangen af 2015, jf. tabel A1.2.

Fondenes aktiver, ultimo 2015

Tabel A1.2

Nominal værdi, mia. kr.	DSP	Danmarks Innovationsfond	Fonden for Forebyggelse og Fastholdelse	Andel af udestående, pct. ¹
4 pct. stående lån 2017	10,8	3,0	-	26
4 pct. stående lån 2019	12,6	3,9	-	17
3 pct. stående lån 2021	7,4	3,0	-	11
1,5 pct. stående lån 2023	6,6	2,6	-	15
7 pct. stående lån 2024	11,3	1,3	-	59
Statsobligationer i alt	48,6	13,8	-	
Realkreditobligationer mv. ²	17,2	-	-	
Kontoindestående	0,0	0,2	0,8	
I alt	65,8	14,0	0,8	

1. Angiver fondenes ejerandel i det samlede udestående i papiret.

2. Realkredit-, kommunekredit-, fiskeribank- og skibskreditobligationer. Nominal indekseret værdi.

GENUDLÅN OG STATSGARANTIER

Genudlån og statsgarantier udspringer af et politisk ønske om at understøtte bestemte statslige projekter. På vegne af staten administrerer Nationalbanken en portefølje af genudlån og garantier, som ved udgangen af 2015 udgjorde ca. 7 pct. af BNP. De statslige genudlån og garantier bidrager til bedre lånevilkår for de statslige selskaber som følge af statens høje kreditværdighed.

BAGGRUND FOR GENUDLÅN OG GARANTIER

En række statslige selskaber har adgang til at optage lån direkte hos staten, såkaldte genudlån, eller til at optage lån med statsgaranti, jf. tabel A2.1.

Genudlån og lån med statsgaranti har baggrund i et politisk ønske om at understøtte bestemte projekter. Som følge af statens høje kreditværdighed giver genudlån og lån med statsgaranti selskaberne mulighed for billigere finansiering end låntagning uden garanti. Hovedparten af genudlånene ydes til statslige selskaber, der er engageret i større infrastrukturprojekter. Rammerne for selskabernes låntagning er fastlagt ved lov eller aktstykke. Selskaber, der kan låne

med statsgaranti eller optage genudlån, betaler som udgangspunkt en årlig provision på 0,15 pct. af låneomfanget til staten.

GENUDLÅN

Ved genudlån optager selskabet et lån direkte hos staten. Låneprovenuet udbetales fra statens konto, og det afledte finansieringsbehov dækkes ved løbende udstedelser i eksisterende statsobligationer.¹ Det sikrer, at staten ikke påtager

1 Genudlånsviften består som udgangspunkt af statsobligationer i det 2- til 10-årige løbetidssegment. Derudover har selskaber med særlige behov adgang til den 30-årige obligation og den inflationsindekserede obligation.

Selskaber med adgang til genudlån eller lånegaranti

Tabel A2.1

	Genudlån	Lån med statsgaranti
<i>Infrastruktur</i>		
Energinet.dk	X	
A/S Storebælt	X	X
Udviklingselskabet By & Havn I/S	X	
A/S Øresund	X	X
Metroselskabet I/S	X	
Femern A/S	X	X
A/S Femern Landanlæg	X	X
Sund & Bælt Holding A/S	X	X
Øresundsbro Konsortiet I/S		X
DSB		X
Ring 3 Letbane I/S	X	
<i>Øvrige</i>		
EKF (Eksport Kredit Fonden)	X	
Danmarks Skibskredit A/S ¹	X	
Finansiell Stabilitet A/S	X	
DR (Danmarks Radio) ²	X	X
Statens Serum Institut	X	
Nordsøfonden	X	

Anm.: Et kryds indikerer, at selskabet har adgang. Tabellen omfatter selskaber, hvis lånegaranti administreres af Nationalbanken på vegne af staten.

1. Danmarks Skibskredit A/S er fortsat en del af genudlånsporteføljen, men har ikke længere adgang til at optage nye genudlån.
2. Danmarks Radio har fortsat udestående lån med statsgaranti, men har ikke længere adgang til optage nye lån med statsgaranti.

sig nogen væsentlig markedsrisiko i forbindelse med genudlån.

Selskaberne betaler renter og afdrag til staten. Lånevilkårene er som udgangspunkt de samme som for statens indenlandske obligationer, således at kuponrente, rentetermin og afdragstidspunkt på genudlånene svarer til eksisterende statsobligationers karakteristika. Når et selskab anmoder om genudlån, fastsættes kursen på lånet, så den svarer til den aktuelle markedskurs på den tilsvarende statsobligation.

GENUDLÅN I 2015

I 2015 ydede staten genudlån for 17,4 mia. kr., jf. tabel A2.2. Genudlånene blev hovedsageligt ydet i første del af året samt i november, hvor eksisterende

de genudlån forfaldt. Udeståendet i genudlån steg i løbet af 2015 med 3,3 mia. kr. til 102,3 mia. kr., svarende til 23 pct. af statsgælden. Stigningen kan hovedsageligt henføres til Metroselskabets låntagning til udvidelse af den københavnske metro samt infrastrukturprojekter i By og Havn I/S og Energinet.dk. I modsat retning trak Finansiell Stabilitet A/S, der foretog afdrag i 2015 for 4,5 mia. kr.

Porteføljen omfatter desuden et bilateralt lån til Irland på 400 mio. euro svarende til ca. 3 mia. kr.

STATSLIGE GARANTIER

Under en statsgaranti garanterer staten, at renter og afdrag på et lån optaget af et statsligt selskab

Genudlån i 2015

Tabel A2.2

Mia. kr., nominel værdi	Beholdning ultimo 2014	Bruttooptag i 2015	Afdrag og førtidsindfrielse i 2015	Beholdning ultimo 2015
<i>Infrastruktur</i>				
Energinet.dk	16,3	3,0	1,1	18,2
A/S Storebælt	15,7	2,4	2,0	16,1
Udviklingsselskabet By & Havn I/S	11,8	4,6	0,8	15,5
A/S Øresund	10,3	1,3	1,5	10,1
Metroselskabet I/S	7,1	3,9	0,8	10,1
Femern A/S	1,6	0,7	0,3	2,0
A/S Femern Landanlæg	0,5	0,5	0,3	0,7
Sund & Bælt Holding A/S	0,4	0,1	0,1	0,4
Ring 3 Letbane I/S	-	0,1	-	0,1
<i>Øvrige</i>				
EKF (Eksport Kredit Fonden)	16,7	0,8	1,7	15,8
Danmarks Skibskredit A/S ¹	6,7	-	1,4	5,9
Finansiel Stabilitet A/S	5,3	-	4,5	0,8
DR (Danmarks Radio)	3,2	0,1	0,2	3,1
Irland	3,0	-	-	3,0
Statens Serum Institut	0,4	-	-	0,4
I alt	99,0	17,4	14,7	102,3

Anm.: Nordsøfonden havde ingen genudlån i 2015 og indgår derfor ikke i tabellen.

1. Genudlån til Danmarks Skibskredit er opgjort uden afdækningsporteføljen. Summen af bevægelser over året er som følge af bevægelser i dollarkursen ikke lig med ændringen i beholdningen over året. Forskellen modsvares af en tilsvarende ændring i værdien af statens afdækningsportefølje.

betales. Som følge af statens kreditværdighed vil selskabet med en garanti opnå en lavere rente i det private marked end ved lån uden statsgaranti.

Renten på statsgaranterede lån vil normalt være højere end på statens egne udstedelser, selv om kreditrisikoen for investoren er den samme. Det afspejler, at investorer typisk vil kompenseres for, at likviditeten i selskabernes udstedelser er lavere end i statens.

GARANTIER I 2015

Ved udgangen af 2015 administrerede Nationalbanken statslige lånegarantier for ca. 28 mia. kr. svarende til godt 1 pct. af BNP, jf. tabel A2.3. Det er en reduktion på ca. 3,5 mia. kr. i forhold til året før. De største lånegarantier er udstedt til Øre-

sundsbro Konsortiet og A/S Storebælt. Garantier til disse to selskaber udgør hovedparten af lånegarantierne. Den danske og svenske stat hæfter solidarisk for Øresundsbro Konsortiets gæld.

Den danske stat yder også garantier, der ikke administreres af Nationalbanken. De udgjorde 16 pct. af BNP ved udgangen af 2014 og udgør dermed hovedparten af de samlede garantier. Garantierne er fortrinsvist givet til internationale organisationer, eksportkredit og almene boligprojekter.

SAMMENLIGNING AF STATSLIGE LÅNEGARANTIER OG GENUDLÅN

I Danmark har nye statslige selskaber i de seneste år primært fået adgang til genudlån frem

Lånegarantier administreret af Nationalbanken på vegne af staten

Tabel A2.3

Ultimo 2015	Mia kr.	Pct. af BNP
A/S Storebælt	7,2	0,4
A/S Øresund	0,5	0,0
Sund & Bælt Holding A/S	0,0	0,0
Øresundsbro Konsortiet I/S	15,0	0,8
DSB	4,6	0,2
DR (Danmarks Radio)	0,8	0,0
I alt	28,1	1,4

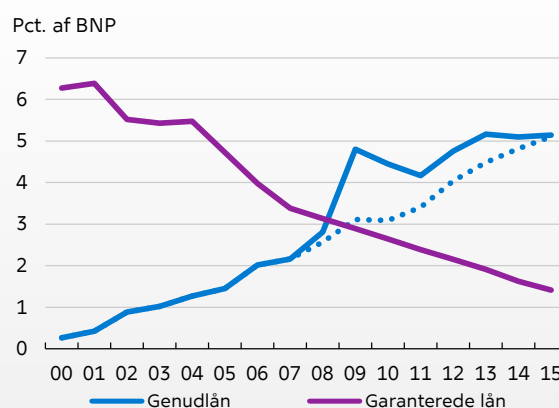
Anm.: Tallene er inkl. garanterede swaps. Lån optaget af Øresundsbro Konsortiet er garanteret af den danske og svenske stat med solidarisk hæftelse.

for statsgarantier. Derudover har selskaber med eksisterende adgang til både genudlån og garantier i stigende grad benyttet genudlån. Det har flyttet forpligtelserne gradvist mod genudlån i løbet af de seneste 10 år, jf. figur A2.1 Stigningen i andelen af genudlån afspejler primært, at genudlån normalt er billigst, da lånet finansieres ved udstedelse af statsobligationer, der har betydeligt højere likviditet end tilsvarende statsgaranterede udstedelser.

Samlet set har genudlån og statsgaranterede lån som andel af BNP stort set været uændret siden 2000, når der ses bort fra den midlertidige stigning i genudlån under finanskrisen.

Genudlån og statslige lånegarantier

Figur A2.1



Anm.: Genudlån og garantier administreret af Danmarks Nationalbank. Stiplet linje angiver genudlån ekskl. Finansiel Stabilitet A/S.

HOVEDPRINCIPPER FOR FORVALTNINGEN AF STATENS GÆLD

Forvaltningen af statens gæld og relaterede opgaver varetages af Danmarks Nationalbank på vegne af Finansministeriet. Finansministeren har det overordnede og politiske ansvar for statens låntagning og gæld, herunder relationerne til Folketinget.

MÅLSÆTNING

Den overordnede målsætning for statsgældspolitikken er at dække statens finansieringsbehov til lavest mulige, langsigtede låneomkostninger under hensyntagen til et acceptabelt risikoniveau. Herudover sigtes mod at lette statens adgang til kapitalmarkederne på længere sigt og understøtte et velfungerende indenlandsk kapitalmarked. Målsætningerne for den danske statsgældspolitik svarer til internationale standarder.¹

Statsgældspolitikken har fokus på en transparent og fleksibel udstedelsespolitik, der understøtter handlen med danske statspapirer. Forvaltningen af den danske statsgæld har fokus på at

fastholde en lav refinansieringsrisiko ved at dække finansieringsbehovet i god tid, sikre en bred investorbase og have et højt likviditetsberedskab.

ORGANISERING AF STATSGÆLDSFORVALTNINGEN

Finansministeren er ved lov bemyndiget til at optage statslån, jf. boks A3.1. Finansministeren har desuden det overordnede og politiske ansvar for statens låntagning og gæld, herunder relationerne til Folketinget.

I de fleste lande forvaltes statsgælden i Finansministeriet eller i et særskilt gældskontor. I Danmark administreres disse opgaver af Danmarks

¹ Revised Guidelines for Public Debt Management, Verdensbanken og IMF, 2014.

Ifølge grundloven kan statslån kun optages ved lov. Lovgrundlaget for statens låntagning findes i *Lov om bemyndigelse til optagelse af statslån*¹ af 1993. Loven bemyndiger finansministeren til at optage lån på vegne af staten inden for et gældsmaksimum på 2.000 mia. kr. Beløbet udgør en øvre grænse for statens indenlandske og udenlandske

bruttogæld. Finansministeren er desuden bemyndiget til i den løbende gældsforvaltning at indgå swaptaler og andre finansielle transaktioner. Udgifter i forbindelse med låntagningen samt renteudgifter og kurstab ved udstedelse og opkøb optages på de årlige finanslove.

1. Lov nr. 1079 af 22. december 1993 med efterfølgende ændringer, se www.statsgaeld.dk.

Nationalbank på vegne af Finansministeriet. Opgaver og organisering svarer til statsgældsforvaltninger i andre lande. Arbejdsdelingen er formuleret i *Aftale om arbejdsfordelingen på statsgældsområdet mellem Danmarks Nationalbank og Finansministeriet*.²

Som en del af forvaltningen af statens låntagning og gæld administreres genudlån og statsgarantier samt aktiverne i de tre statslige fonde: Den Sociale Pensionsfond, DSP, Danmarks Innovationsfond³ og Fonden for Forebyggelse og Fastholdelse. Rammerne for forvaltningen af aktiverne i DSP er fastlagt i *Reglement vedrørende bestyrelsen af Den Sociale Pensionsfond*.⁴ Arbejdsopgaverne vedrørende forvaltningen af aktiverne i Danmarks Innovationsfond og Fonden for Forebyggelse og Fastholdelse samt administrationen af genudlån og statsgarantier er fastlagt i særskilte aftaler.

Statsgældsforvaltningens funktioner er opdelt i front-, middle- og back office, jf. figur A3.1. Funktionsadskillelse og forretningsgange reducerer de operationelle risici og sikrer entydig ansvarsfordeling. Det understøtter muligheden for intern kontrol. Placeringen i Danmarks Nationalbank underbygger overvågningen af samspillet mellem statsgældspolitik, pengepolitik og den finansielle stabilitet. Det er i tråd med IMF's anbefalinger (Stockholm-princippet).⁵

Middle office formulerer statsgældspolitikken og udarbejder oplæg til lånestrategier og

risikostyring. Derudover fastsættes retningslinjer for front office med hensyn til salg, opkøb og swapttransaktioner, der er konsistente med de aftalte strategier. Middle office fastsætter desuden rammerne for de enkelte auktioner og varetager den overordnede administration af udenlandsk låntagning, genudlån og statsgarantier samt deltager i DSP's bestyrelse og Finansieringsgruppen vedrørende almene boliger.

Front office varetager den operationelle del af statsgældspolitikken inden for rammerne af de månedlige retningslinjer. Det gælder udstedelse af statspapirer, herunder afvikling af auktioner, opkøb, værdipapirudlån og gennemførelse af swapttransaktioner. Desuden fastsættes markedsvilkårene for genudlån.

Back office afvikler betalinger vedrørende statsgælden, herunder renter og afdrag på gæld og swaps. Statsgældsboholderiet udarbejder statsregnskabet sammen med Finansministeriet.

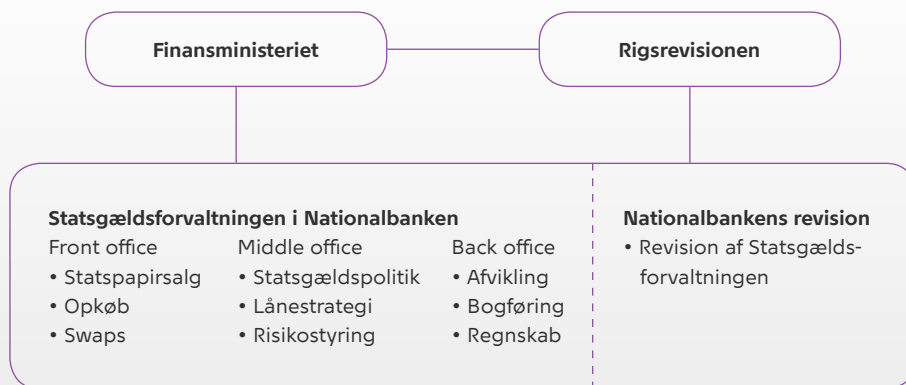
Statsgældsområdet bliver revideret af Danmarks Nationalbanks revision på vegne af Rigsrevisionen. Danmarks Nationalbanks revision undersøger, om regnskabet for statsgælden er retvisende, dvs. uden væsentlige fejl og mangler. Rigsrevisionen kan desuden foretage en vurdering af, om forvaltningen af statsgælden foregår på en hensigtsmæssig måde. Rigsrevisionen offentliggør resultaterne af sine undersøgelser på www.rigsrevisionen.dk.

2 Aftalen kan findes på www.statsgaeld.dk.

3 Den 1. april 2014 blev Højteknologifonden, Det Strategiske Forskningsråd og Rådet for Teknologi og Innovation lagt sammen i Danmarks Innovationsfond.

4 *Reglement vedrørende bestyrelsen af Den Sociale Pensionsfond* kan findes på www.statsgaeld.dk.

5 Guiding Principles for Managing Sovereign Risk and High Levels of Public Debt, IMF, 2013.



STATSGÆLDSFORVALTNINGENS OPGAVER

Statsgældsforvaltningen i Nationalbanken skal sikre, at målsætningerne for statsgældspolitikken opfyldes. Det sker gennem udførelse af arbejdsopgaverne i *Aftale om arbejdsfordelingen på mellem Danmarks Nationalbank og Finansministeriet*. Forvaltningen varetager følgende arbejdsområder:

UDARBEJDELSE AF UDSTEDELSESTRATEGI OG UDSTEDELSE AF STATSPAPIRER

- Udarbejdelse af udstedelsesstrategi på baggrund af Finansministeriets prognose for statens finanser.
- Udstedelse af indenlandske statspapirer, som dækker statens indenlandske finansieringsbehov.
- Udstedelse af udenlandske statspapirer af hensyn til valutareserven.
- Understøttelse af et velfungerende indenlandsk statspapirmarked, bl.a. ved at have aftaler med primary dealere i danske statspapirer om løbende prisstillelse (market making).
- Styring af statens konto for at sikre en robust likviditetsbuffer.

RISIKOSTYRING

- Analyser og håndtering af relevante risici for statsgældsporteføljen, herunder rente- og refinansieringsrisiko. I styringen af rente- og refinansieringsrisikoen fokuseres på den konsoliderede portefølje af statens finansielle aktiver og passiver.

- Indgåelse af swaps og anvendelse af andre finansielle instrumenter samt håndtering af kreditrisiko på disse instrumenter.

ADMINISTRATION AF STATENS FONDE, GENUDLÅN OG STATSGARANTIER

- Forvaltning af aktiverne i de tre statslige fonde.
- Administration af statsgarantier og genudlån til statslige selskaber.
- Administration af særlige udlån, fx bilaterale lån til andre stater.

RÅDGIVNING OG INTERNATIONALT SAMARBEJDE

- Rådgivning til Finansministeriet vedrørende statens øvrige finansielle risici, fx renterisici i relation til finansieringen af de almene boliger.
- Rådgivning til ministerier og styrelser om finansiell regulering af betydning for statspapirmarkedet.
- Rådgivning til andre statsgældsforvaltninger.
- Deltagelse i internationalt samarbejde på statsgældsområdet, bl.a. i OECD, IMF, Verdensbanken og EU.

KONTAKT TIL KREDITVURDERINGSBUREAUER OG INVESTORER

- Kontakt til kreditvurderingsbureauer vedrørende statens kreditvurdering.
- Information til investorer om statsgældspolitikken samt finansielle og økonomiske forhold.

STRATEGI OG NORMEN FOR STATENS INDENLANDSKE OG UDENLANDSKE LÅNTAGNING

FASTLÆGGELSE AF STRATEGI

Strategien for forvaltningen af statens låntagning fastlægges på kvartalsvise møder mellem Finansministeriet og Nationalbanken. Det sker på baggrund af strategioplæg fra statsgældsforvaltningen i Nationalbanken. Finansministeriet giver bemyndigelse til, at Nationalbanken implementerer den aftalte strategi.

På mødet i december aftales strategien for det kommende år. Ved de efterfølgende kvartalsvise møder rapporteres om implementeringen af strategien og eventuelle justeringer aftales.

Statsgældsstrategien offentliggøres umiddelbart efter møderne i juni og december. Strategien evalueres løbende for at opnå den bedst mulige opfyldelse af målsætningerne og for at sikre, at den danske statsgældspolitik lever op til internationale standarder formuleret af OECD, IMF og Verdensbanken.

Strategien for forvaltningen af statens gæld tilrettelægges inden for rammerne af normen for indenlandsk og udenlandsk låntagning.

NORM FOR INDENLANDSK OG UDENLANDSK LÅNTAGNING

Regeringen og Danmarks Nationalbank har aftalt en norm for fordelingen og omfanget af statens indenlandske og udenlandske låntagning. Normen beskriver rammerne for statens låntagning og fastsætter de overordnede hensyn, som statsgældspolitikken fordrer. Normen består af to dele: en norm for den indenlandske låntagning og en norm for den udenlandske låntagning. Tilsammen understøtter de to dele adskillelsen af finans- og pengepolitikken.

Normen for den indenlandske låntagning

Normen for den indenlandske låntagning fastsætter, at staten låner i kroner for at dække statens finansieringsbehov givet ved det løbende budgetunderskud og afdrag på den indenlandske gæld.

Staten kan fortsætte udstedelsen af statspapiere, selv om årets finansieringsbehov er nået. Det vil bidrage til finansieringen af lånebehovet i det efterfølgende år (prefunding). Muligheden for prefunding giver staten større fleksibilitet i sin udstedelsesstrategi, hvilket understøtter statsgældspolitikens målsætning om at dække statens finansieringsbehov til lavest mulige, langsigtede låneomkostninger under hensyntagen til et acceptabelt risikoniveau. Eksempelvis kan prefunding ske ud fra et ønske om at styrke statens likviditetsberedskab for derigennem at reducere eksponeringen over for stød til fremtidige finansieringsbehov.

Staten må i henhold til EU-traktaten på intet tidspunkt overtrække sin konto i Danmarks Nationalbank.⁶

Normen for den udenlandske låntagning

Staten optager lån i fremmed valuta af hensyn til valutareserven. Normen for den udenlandske låntagning fastsætter, at staten som udgangspunkt optager udenlandske lån svarende til afdragene på den udenlandske statsgæld. I situationer, hvor valutareserven er mindre end ønskeligt, kan det af hensyn til valutakurspolitikken være nødvendigt, at staten optager lån i udlandet for at styrke valutareserven. Omvendt kan der i situationer, hvor valutareserven er større end ønskeligt, opstå mulighed for, at den udenlandske statsgæld reduceres.

Selv når størrelsen af valutareserven ikke nødvendiggør udenlandsk låntagning, kan det være hensigtsmæssigt løbende at være til stede i markedet, da der kan opstå behov for med kort varsel at låne betydelige beløb i udenlandsk valuta. Det skyldes, at det kan være omkostningsfyldt og tidskrævende at genetablere kontakten til udenlandske banker og investorer. Da låntagning i udenlandsk valuta indgår direkte i valutareserven, påvirkes den indenlandske likviditet ikke af den udenlandske låntagning.

Staten foretager primært udenlandsk låntagning via obligationsudstedelser. Derudover kan staten optage kortvarige udenlandske lån gennem statens Commercial Paper-programmer, CP-programmerne. Det bidrager til statens likviditetsberedskab og giver mulighed for hurtigt at opbygge valutareserven.

⁶ Jf. EU-traktatens artikel 123.

YDERLIGERE INFORMATION OM STATSGÆLDEN

Et vigtigt led i statsgældspolitikken er at give markedsdeltagere og offentligheden information om statens lånestrategi, lånebehov og mere generel information om rammerne for forvaltningen af statens gæld.

Information om statsgæld og statsgældsforvaltningen findes på webstedet www.statsgaeld.dk. Herudover offentliggøres løbende en bred vifte af informationer via andre kilder.

BILAGSTABELLER

TABELLER

1. STATSGÆLDEN, ULTIMO 2005-15
2. STATENS FINANSIERINGSBEHOV, 2005-15
3. RENTEBETALINGER PÅ STATSGÆLDEN, 2013-15
4. STATENS LÅNOPTAGELSE, 2015
5. STATSLÅN, ULTIMO 2015
6. STATENS RENTESWAPS: TRANSAKTIONER I 2015 OG BEHOLDNING ULTIMO 2015
7. GENUDLÅN OG STATSGARANTIER ADMINISTRERET AF NATIONALBANKEN, 2010-15

Statsgælden, ultimo 2005-15 (fortsættes næste side)

Bilagstabel 1

Mio. kr.	2005	2006	2007	2008	2009
A. Lån					
<i>Indenlandske lån</i>					
- obligationer, nominelt fast forrentede	440.351	428.796	403.039	451.394	505.973
- obligationer, inflationsindekserede ¹	-	-	-	-	-
- fiskeribankobligationer	-	-	-	-	995
- præmieobligationer	200	200	200	200	100
- statsgældsbeviser	33.980	-	-	-	-
- skatkammerbeviser	60.092	42.660	19.660	-	-
- indekslån og lånepakke ²	-	379	277	-	-
- valutaswaps fra kroner til euro (netto) ³	-15.456	-12.755	-13.262	-11.662	-8.197
- valutaswaps fra kroner til dollar	-2.688	-4.862	-7.873	-10.423	-10.956
I alt indenlandsk gæld	516.479	454.418	402.040	429.509	487.921
<i>Udenlandske lån⁴</i>					
- i dollar	2.810	4.583	6.844	9.947	10.218
- i euro	87.833	75.219	61.738	123.126	129.351
- i andre valutaer samt flermøntede	38	21	20	19	19
I alt udenlandsk gæld	90.681	79.823	68.642	133.092	139.588
I alt inden- og udenlandsk gæld	607.160	534.241	470.682	562.600	627.509
B. Sikkerhedsstillelse for swaps ⁵	-	-	-	-	-
C. Indestående i Danmarks Nationalbank ⁶	-53.297	-70.958	-86.333	-258.131	-210.932
D. DSP, Fonden for Forebyggelse og Fastholdelse samt Danmarks Innovationsfond					
- statspapirer	-124.635	-125.111	-128.547	-98.604	-77.720
- andre værdipapirer	-11.284	-9.535	-8.686	-9.643	-37.376
I alt for de tre fonde	-135.919	-134.646	-137.223	-108.247	-115.096
Samlet statsgæld (A+B+C+D)	417.944	328.637	247.116	196.222	301.481
Samlet statsgæld i pct. af BNP	26,3	19,5	14,2	10,9	17,6

Anm.: Plus angiver et passiv, minus angiver et aktiv.

1. Indeksobligationer er opgjort til indekseret værdi ultimo året.

2. Lån overført fra Hypotekbanken.

3. Valutaswaps fra kroner til euro fratrasket valutaswaps fra euro til kroner.

4. Udenlandske lån er opgjort efter sluteksponering.

5. Sikkerhedsstillelse i kontanter for markedsværdien af statens swaps. Nettosikkerhedsstillelse modtaget fra modparterne.

6. Indeståendet er opgjort inkl. de statslige fondes kontoindestående. For 2015 er statens konto opgjort i henhold til Danmarks Nationalbanks månedsbalance.

Statsgælden, ultimo 2005-15 (fortsat)

Bilagstabel 1

Mio. kr.	2010	2011	2012	2013	2014	2015
A. Lån						
<i>Indenlandske lån</i>						
- obligationer, nominelt fastforrentede	556.900	606.627	620.695	615.907	637.617	584.356
- obligationer, inflationsindekserede ¹	-	-	10.207	23.251	35.531	35.667
- fiskeribankobligationer	887	786	684	594	507	424
- præmieobligationer	-	-	-	-	-	-
- statsgældsbeviser	-	-	-	-	-	-
- skatkammerbeviser	25.460	44.200	44.940	32.300	29.800	29.840
- indekslån og lånepakke ²	-	-	-	-	-	-
- valutaswaps fra kroner til euro (netto) ³	2.974	2.974	-1.490	-1.490	-	-
- valutaswaps fra kroner til dollar	-9.808	-8.660	-7.512	-6.364	-5.215	-4.067
I alt indenlandsk gæld	576.413	645.927	667.524	664.198	698.240	646.220
<i>Udenlandske lån⁴</i>						
- i dollar	9.901	8.957	7.662	6.219	5.778	5.047
- i euro	104.811	102.861	82.338	69.689	53.207	28.223
- i andre valutaer samt flermøntede	18	-	-	-	-	-
I alt udenlandsk gæld	114.731	111.818	90.000	75.908	58.986	33.270
I alt inden- og udenlandsk gæld	691.144	757.745	757.524	740.106	757.225	679.490
B. Sikkerhedsstillelse for swaps ⁵	-	-	-	3.596	3.804	2.859
C. Indestående i Danmarks Nationalbank ⁶	-177.282	-223.100	-161.991	-161.953	-213.099	-157.376
D. DSP, Fonden for Forebyggelse og Fastholdelse samt Danmarks Innovationsfond						
- statspapirer	-75.511	-69.351	-70.859	-65.550	-64.825	-62.399
- andre værdipapirer	-52.075	-51.393	-37.902	-32.352	-25.259	-17.172
I alt for de tre fonde	-127.587	-120.744	-108.761	-94.902	-90.084	-79.571
Samlet statsgæld (A+B+C+D)	386.275	413.901	486.771	486.848	457.846	445.402
Samlet statsgæld i pct. af BNP	21,5	22,6	25,9	25,6	23,6	22,4

Anm.: Plus angiver et passiv, minus angiver et aktiv.

1. Indeksobligationer er opgjort til indekseret værdi ultimo året.

2. Lån overført fra Hypotekbanken.

3. Valutaswaps fra kroner til euro fratrukket valutaswaps fra euro til kroner.

4. Udenlandske lån er opgjort efter sluteksponering.

5. Sikkerhedsstillelse i kontanter for markedsværdien af statens swaps. Nettosikkerhedsstillelse modtaget fra modparterne.

6. Indeståendet er opgjort inkl. de statslige fondes kontoindestående. For 2015 er statens konto opgjort i henhold til Danmarks Nationalbanks månedsbalance.

Statens finansierungsbehov, 2005-15 (fortsættes næste side)

Bilagstabel 2

Mia. kr.	2005	2006	2007	2008	2009
Drifts- anlægs- og udlånsbudget	80,6	98,6	106,2	72,3	-29,8
Genudlån mv.	-3,2	-12,4	-8,5	-13,5	-82,0
Fordelte emissionskurstab og skyldige renter ¹	-0,7	-0,9	0,4	0,3	-1,3
Andre kapitalposter ²	-0,9	5,0	-15,3	-10,7	3,1
Nettokassesaldo	75,9	90,2	82,8	48,3	-110,0
Nettofinansierungsbehov (=Nettokassesaldo)	-75,9	-90,2	-82,8	-48,3	110,0
Afdrag langfristet indenlandsk statsgæld ³	118,7	75,6	51,8	37,7	61,2
Afdrag skatkammerbeviser ⁴	68,6	60,1	42,7	19,7	0,0
Indenlandsk finansierungsbehov ⁵	111,4	45,5	11,6	8,7	171,2
Afdrag langfristet udenlandsk statsgæld ⁶	7,0	10,5	10,4	19,4	17,9
Afdrag Commercial Paper ⁶	0,0	0,0	0,0	0,0	60,3
Finansierungsbehov	118,4	56,0	22,1	28,0	249,4

Kilde: Statsregnskabet. 2015 er baseret på Nationalbankens opgørelse ultimo året, hvilket kan afvige fra regnskabstal.

1. Inkl. opkøbskurstab.

2. Indeholder bl.a. statens beholdningsbevægelser, jf. Finansministeriets budgetoversigter.

3. Inkl. nettokøb af obligationer fra de statslige fonde, der administreres af statsgældsforvaltningen.

4. Svarer til udeståendet ultimo året inden.

5. Kan afvige fra det faktiske indenlandske finansierungsbehov, bl.a. som følge af udenlandske genudlån.

6. Inkl. nettobetalingen på valutaswaps.

Statens finansieringsbehov, 2005-15 (fortsat)

Bilagstabel 2

Mia. kr.	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Drifts- anlægs- og udlånsbudget	-88,7	-33,1	-75,7	5,8	6,7	na.
Genudlån mv.	1,1	2,9	-7,7	-9,5	24,2	na.
Fordelte emissionskurstab og skyldige renter ¹	-1,2	-1,7	-2,5	-1,7	-1,8	na.
Andre kapitalposter ²	-4,9	1,7	4,3	4,2	-6,6	na.
Nettokassesaldo	-93,7	-30,2	-81,6	-1,2	22,6	13,1
Nettofinansieringsbehov (=Nettokassesaldo)	93,7	30,2	81,6	1,2	-22,6	-13,1
Afdrag langfristet indenlandsk statsgæld ³	62,5	63,8	60,2	55,1	54,2	88,2
Afdrag skatkammerbeviser ⁴	0,0	25,5	44,2	44,9	32,3	29,8
Indenlandsk finansieringsbehov ⁵	156,2	119,5	186,0	100,1	63,9	104,9
Afdrag langfristet udenlandsk statsgæld ⁶	36,5	33,2	32,5	22,1	26,8	22,8
Afdrag Commercial Paper ⁶	5,1	4,6	2,5	2,8	2,6	3,7
Finansieringsbehov	197,8	157,2	221,0	125,0	93,2	131,3

Kilde: Statsregnskabet. 2015 er baseret på Nationalbankens opgørelse ultimo året, hvilket kan afvige fra regnskabstal.

1. Inkl. opkøbskurstab.

2. Indeholder bl.a. statens beholdningsbevægelser, jf. Finansministeriets budgetoversigter.

3. Inkl. nettokøb af obligationer fra de statslige fonde, der administreres af statsgældsforvaltningen.

4. Svarer til udeståendet ultimo året inden.

5. Kan afvige fra det faktiske indenlandske finansieringsbehov, bl.a. som følge af udenlandske genudlån.

6. Inkl. nettobetalingen på valutaswaps.

Rentebetalinger på statsgælden

Bilagstabel 3

Mia. kr.	2013	2014	2015
Indenlandsk gæld	21,5	19,9	22,1
Udenlandsk gæld	1,4	0,9	0,6
Renteswaps, netto	-2,6	-2,5	-1,3
Statens konto i Nationalbanken	0,0	0,0	0,6
Statslige fonde	-3,6	-2,8	-3,2
Statsgælden	16,7	15,5	18,8
Statsgælden, pct. af BNP	0,9	0,8	0,9
Statslige genudlån	-2,9	-2,5	-2,5
Statsgælden, korregeret for genudlån	13,8	13,0	16,4
Statsgælden, korregeret for genudlån, pct. af BNP	0,7	0,7	0,8

Anm.: Et positivt fortegn angiver en renteudgift. Et negativt fortegn angiver en renteindtægt.

Kilde: Statsregnskabet. Tal for 2015 er foreløbige tal fra statens bogføring.

Statens indenlandske låntagelse, 2015

Bilagstabel 4

ISIN-kode	Pålydende rente, pct.	Titel	Åbnet	Sidste termin	Udstedt beløb, nominelt, mio. kr	Udstedt beløb, markedsværdi, mio. kr
Statsobligationer						
DK0009922759	2,5	Stående lån 2016	8. feb. 2011 -	15. nov. 2016	1.930	2.007
DK0009923484	0,25	Stående lån 2018	21. okt. 2015 -	15. nov. 2018	18.970	19.221
DK0009923138	1,75	Stående lån 2025	20. maj 2014 -	15. nov. 2025	22.145	24.226
DK0009922320	4,5	Stående lån 2039	11. nov. 2008 -	15. nov. 2039	1.195	2.036
Skatkammerbeviser						
DK0009815243	0	Skatkammerbevis 2015 I	28. aug. 2014 -	2. mar. 2015	1.260	1.260
DK0009815326	0	Skatkammerbevis 2015 II	27. nov. 2014 -	1. jun. 2015	3.660	3.662
DK0009815409	0	Skatkammerbevis 2015 III	26. feb. 2015 -	1. sep. 2015	3.400	3.409
DK0009815599	0	Skatkammerbevis 2015 IV	28. maj. 2015 -	1. dec. 2015	9.900	9.917
DK0009815672	0	Skatkammerbevis 2016 I	28. aug. 2015 -	1. mar. 2016	27.400	27.447
DK0009815755	0	Skatkammerbevis 2016 II	27. nov. 2015 -	1. jun. 2016	2.440	2.448

Anm.: For indeksobligationen er det udstedte nominelle beløb opgjort ekskl. indeksopskrivning, mens det udstedte beløb til markedsværdi indeholder indeksopskrivning ved udstedelserne. Udstedelser i forbindelse med ombytninger er medtaget.

Indenlandske statslån, ultimo 2015

Bilagstabel 5.1

Mio. kr., nominel værdi	Udestående ultimo 2014	Udstedelser 2015	Afdrag 2015	Udestående ultimo 2015	Sidste termin	ISIN-kode
Fastforrentede statsobligationslån						
<i>Stående lån</i>						
4 pct. stående lån 2015	82.110	-	82.110	-	15. nov. 2015	DK0009921439
2,5 pct. stående lån 2016	54.320	1.930	2.000	54.250	15. nov. 2016	DK0009922759
4 pct. stående lån 2017	52.870	-	-	52.870	15. nov. 2017	DK0009921942
0,25 pct. stående lån 2018	-	18.970		18.970	15. nov. 2018	DK0009923484
4 pct. stående lån 2019	99.675	-	4.375	95.300	15. nov. 2019	DK0009922403
3 pct. stående lån 2021	92.495	-	-	92.495	15. nov. 2021	DK0009922676
1,5 pct. stående lån 2023	67.845	-	5.965	61.880	15. nov. 2023	DK0009923054
7 pct. stående lån 2024	24.431	-	3.046	21.386	10. nov. 2024	DK0009918138
1,75 pct. stående lån 2025	41.090	22.145	-	63.235	15. nov. 2025	DK0009923138
4,5 pct. stående lån 2039	122.765	1.195	-	123.960	15. nov. 2039	DK0009922320
<i>Inflationsindekserede stående lån</i>						
0,1 pct. indekseret lån 2023 ¹	35.531	137	-	35.667	15. nov. 2023	DK0009922916
<i>Serielån</i>						
4 pct. serielån 2017	14	-	5	10	15. jun. 2017 ²	DK0009902728
<i>Uamortisable</i>						
5 pct. Dansk-Islandsk Fond 1918	1	-	-	1	Uamortisabelt	•
Fastforrentede statsobligationslån i alt	673.148	44.377	97.501	620.023		
Skatkammerbeviser						
Skatkammerbevis 2015 I	17.480	1.260	18.740	-	2. mar. 2015	DK0009815243
Skatkammerbevis 2015 II	12.320	3.660	15.980	-	1. jun. 2015	DK0009815326
Skatkammerbevis 2015 III	-	3.400	3.400	-	1. sep. 2015	DK0009815409
Skatkammerbevis 2015 IV	-	9.900	9.900	-	1. dec. 2015	DK0009815599
Skatkammerbevis 2016 I	-	27.400	-	27.400	1. mar. 2016	DK0009815672
Skatkammerbevis 2016 II	-	2.440	-	2.440	1. jun. 2016	DK0009815755
Skatkammerbeviser i alt	29.800	48.060	48.020	29.840		
Fiskeribankobligationer i alt						
6 pct. Fiskeribankobligation 2016	4	-	3	1	1. maj 2016	DK0009604035
7 pct. Fiskeribankobligation 2016	8	-	5	3	1. maj 2016	DK0009603656
5 pct. Fiskeribankobligation 2019	255	-	52	203	1. nov. 2019	DK0009604621
5 pct. Fiskeribankobligation 2025	240	-	23	217	1. nov. 2025	DK0009604894
Fiskeribankobligationer	507	-	84	424		
Indenlandske statspapirer i alt	703.455	92.437	145.604	650.287		
Swap fra kroner til dollar	-5.215	-	-1.148	-4.067		
Indenlandsk gæld i alt	698.240	92.437	144.456	646.220		

1. Udstedelser i indeksobligationen er opgjort inkl. den løbende indeksopskrivning. Udestående i indeksobligationen ultimo året er opgjort til indekseret nominel værdi.

2. Kan indfries af staten med tre måneders varsel.

Udenlandske statslån, ultimo 2015

Bilagstabel 5.2

ISIN-kode/lånenr. ¹	Pålydende rente, pct.	Titel	Sidste termin	Udestående beløb, mio. kr. ²
Lån				
XS0605536613	2,75	2011/16 eurolån	16. mar. 2016	9.328
XS0921252465	0,375	2013/16 dollarlån	25. apr. 2016	10.245
1641	0,375	2013/16 swap fra dollar		-10.245
•	0,006	2013/16 swap til euro		8.578
XS0642551773	3,125	2011/16 svensk kronelån	12. jul. 2016	2.234
1485	3,125	2011/16 swap fra svenske kroner		-2.234
•	var.	2011/16 swap til euro		2.243
XS1046173529	0,875	2014/17 dollarlån	20. mar. 2017	10.245
1741	0,875	2014/17 swap fra dollar		-10.245
•	0,417	2014/17 swap til euro		8.075
Lån i alt				28.223
Øvrig udenlandsk gæld		Valutaswaps i dollar ³		5.047
Udenlandsk gæld i alt				33.270

1. ISIN-koder er anvendt ved lån og lånenummer ved swaps.

2. Det udestående beløb er pr. 31. december 2015 omregnet til kroner efter følgende kurser pr. 30. december 2015:
euro = 746,25, svenske kroner = 81,22 og dollar = 683,00.

3. Statens valutaswaps i dollar er alle indgået i forbindelse med afdækning af genudlån i dollar til DSF.

Statens indgåelse af renteswaps, 2015

Bilagstabel 6.1

Lånenr.	Startdato	Udløbsdato	Valuta	Notionel værdi, mio. kr.
1316	9. jan. 2015	30. dec. 2019	Euro	746
11446	10. dec. 2015	9. sep. 2019	Euro	746

Anm.: På alle indgåede renteswap i 2015 betaler staten en fast rente og modtager 6-måneders Euribor.

Statens terminering af eksisterende renteswaps, 2015

Bilagstabel 6.2

Lånenr.	Staten betaler	Termineringsdato	Valuta	Notionel værdi, mio. kr.
1299	Variabel rente	21. jan. 2015	Euro	746
1062	Variabel rente	24. feb. 2015	Euro	373
1063	Variabel rente	24. feb. 2015	Euro	746
575	Variabel rente	5. mar. 2015	DKK	300
577	Variabel rente	24. mar. 2015	DKK	300
11449	Variabel rente	27. okt. 2015	Euro	746
11447	Variabel rente	28. okt. 2015	Euro	746
9258	Fast rente	17. dec. 2015	DKK	50
11454	Fast rente	17. dec. 2015	Euro	39

Anm.: Markedsværdien er udvekslet ved termineringen.

Statens porteføljerenteswaps, ultimo 2015

Bilagstabel 6.3

Udløbsår	Kronerenteswaps	Eurorenteswaps	
	Nettoeksposering i mio. kr.	Nettoeksposering, mio. euro	Nettoeksposering, mio. kr. ¹
2016	10.000	325	2.425
2017	-	175	1.306
Renteswaps i alt	10.000	500	3.731

Note: Nettoeksposeringen er opgjort som forskellen i hovedstol ml. renteswaps, hvor staten modtager en fast rente, og renteswaps, hvor staten betaler en fast rente. Alle krone-renteswaps er indgået med variable rentebetalinger baseret på Cibur-renter. Alle euro-renteswaps er indgået med variable rentebetalinger baseret på Euribor-renter.

1. Omregnet til kroner efter kursen 30. december 2015: euro = 746,25.

Genudlån og statsgarantier administreret af Nationalbanken, 2011-15

Bilagstabel 7

Mio. kr.	2011	2012	2013	2014	2015
Genudlån					
DR (Danmarks Radio)	3.578	3.522	3.322	3.241	3.140
Danmarks Skibskredit A/S	9.573	8.863	7.304	6.748	5.902
EKF (Eksport Kredit Fonden)	5.297	10.453	14.839	16.670	15.810
Energinet.dk	6.475	11.875	12.572	16.319	18.216
Femern A/S	500	800	1.100	1.550	1.950
A/S Femern Landanlæg	100	200	400	500	725
Finansiell Stabilitet A/S	13.902	13.532	12.862	5.328	800
Metroselskabet I/S	1.750	2.940	5.240	7.090	10.140
Nordsøfonden	344	-	-	-	-
Ring 3 Letbane I/S	-	-	-	-	100
Statens Serum Institut	387	387	387	387	387
A/S Storebælt	13.115	13.365	13.765	15.711	16.143
Sund & Bælt Holding A/S	350	350	450	400	400
Udviklingsselskabet By & Havn I/S	10.050	11.575	11.775	11.775	15.500
A/S Øresund	7.362	8.712	9.762	10.262	10.062
Irland	-	1.492	2.984	2.977	2.985
Island	3.568	1.485	1.485	-	-
I alt	76.351	89.551	98.247	98.959	102.260
Garantier					
DR (Danmarks Radio)	896	876	856	836	816
DSB	7.117	5.889	6.223	5.404	4.632
Femern A/S	-1	-	-	-	-
A/S Femern Landanlæg	-	-	-	-	-
A/S Storebælt	14.403	12.993	11.249	8.905	7.176
Sund & Bælt Holding A/S	47	31	23	21	28
A/S Øresund	3.561	2.556	1.630	515	456
Øresundsbro Konsortiet I/S	17.753	18.183	16.425	15.905	15.011
I alt	43.775	40.528	36.406	31.586	28.120

Anm.: Opgørelsen af garantier er inklusive garanterede swaps.

