

Danmarks
Nationalbank

Statens låntagning
og gæld

2002

STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD 2002

Tryk: Scanprint as, Viby J

ISSN: 0902-6681

1398-3873 (online)

Danmarks Nationalbank

Havnegade 5

1093 København K

Telefon: 33 63 63 63

Telefax: 33 63 71 15

Internet: www.nationalbanken.dk

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

Signaturforklaring

- Nul

0 Mindre end en halv af den anvendte enhed

- Tal kan efter sagens natur ikke forekomme

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

Redaktionen er afsluttet den 10. februar 2003.

Indhold

FORORD	7
HOVEDPUNKTER FOR STATSGÆLDSPOLITIKKEN	9
STATSGÆLDSPOLITIKKEN I 2003	
Genoptryk af meddelelse udsendt den 17. december 2003	13
HOVEDPRINCIPPER	
1. HOVEDPRINCIPPER FOR STATENS LÅNTAGNING	
1.1 Sammenfatning	21
1.2 Statsgældsforvaltningen	21
1.3 Normen for indenlandsk og udenlandsk låntagning	24
1.4 Strategi og instrumenter i den statslige låntagning	25
1.5 Markedsindretning og låntagning i praksis	29
1.6 Informationspolitik	30
BERETNINGSKAPITLER	
2. INDENLANDSK LÅNTAGNING	
2.1 Sammenfatning	35
2.2 Renteudvikling	35
2.3 Statspapirsalg og finansieringsbehov	37
2.4 Lånevifte og udstedelsesstrategi	39
2.5 Opkøb og ombytningsoperationer	44
2.6 Værdipapirudlån	46
3. UDENLANDSK LÅNTAGNING	
3.1 Sammenfatning	47
3.2 Strategi for udenlandsk låntagning	47
3.3 Udenlandsk låntagning i 2002	51
4. RENTE- OG VALUTASWAPS	
4.1 Sammenfatning	55
4.2 Brug af rente- og valutaswaps	55
4.3 Statens brug af renteswaps i 2002	57

4.4	Statens brug af valutaswaps i 2002	60
4.5	Kreditrisiko på statens swapportefølge ultimo 2002	61
5.	MARKEDSRISICI	
5.1	Sammenfatning	67
5.2	Renterisiko	67
5.3	Valutakursrisiko	73
6.	DEN SOCIALE PENSIONS FOND	
6.1	Sammenfatning	75
6.2	DSPs midler	75
6.3	DSPs værdipapirudlånsordning	78
7.	STATSGÆLD OG STATSGARANTEREDE ENHEDER	
7.1	Sammenfatning	79
7.2	Statsgæld og renteudgifter	79
7.3	Den offentlige sektors bruttogæld (ØMU-gæld)	82
7.4	Ejerfordeling for indenlandske statspapirer	84
7.5	Statsgaranterede enheder	84

SPECIALKAPITLER

8.	LIKVIDITET I DET DANSKE STATSPAPIRMARKED	
8.1	Sammenfatning	89
8.2	Kort om likviditet	89
8.3	Indikatorer for likviditet i det danske statspapirmarked	90
8.4	Likviditetspræmien i statspapirmarkedet	96
9.	ELEKTRONISK HANDEL OG MARKET MAKING I DANSKE STATSOBLIGATIONER	
9.1	Sammenfatning	101
9.2	Fordelene ved elektronisk handel på markeder for statsobligationer	102
9.3	Samspillet mellem elektronisk market making og en primary dealer-ordning for statsobligationer	104
9.4	Baggrunden for at etablere elektronisk market making i danske statsobligationer	106
9.5	En MTS-løsning for elektronisk handel og market making på engrosmarkedet for danske statsobligationer	107
10.	RENTERISIKOSTYRING AF STATSGÆLD	
10.1	Sammenfatning	111

10.2	Kort om renterisiko	111
10.3	Valg af ramme for risikostyring	112
10.4	Kvantificering af trade-off mellem omkostninger og risiko	112
10.5	Styring af omkostninger og risiko ved brug af strategiske benchmarks	117
10.6	Styring af omkostninger og risiko i et makroperspektiv	119

BILAG

INFORMATION OM STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD	123
---	-----

PRINCIPPER FOR STYRING AF KREDITRISIKO PÅ STATENS SWAPS	125
---	-----

VILKÅR FOR STATENS OG DEN SOCIALE PENSIONS- FONDS VÆRDIPAPIRUDLÅNSORDNINGER	129
--	-----

AUKTIONSVILKÅR FOR SKATKAMMERBEVISER	131
--	-----

MEDDELELSER OM STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD

Statens låntagning 2002, 18. december 2001	134
Statens indenlandske låntagning i 2. halvår 2002, 17. juni 2002	138
Ekstraordinær udstedelse af statspapirer i lyset af forslaget til EUs rentebeskatningsdirektiv, 7. maj 2002	140

BILAGSTABELLER

1. Statsgælden, ultimo 1992-2002	142
2. Statens indenlandske lånoptagelse i 2002	144
3. Statens udenlandske lånoptagelse i 2002	146
4. Swaps og terminsforretninger mv.	148
5. Indenlandske statslån pr. 31. december 2002	152
6. Udenlandske statslån pr. 31. december 2002	154
7. Renter og afdrag på statens indenlandske gæld, ultimo 2002 ...	162
8. Renter og afdrag på statens udenlandske gæld, ultimo 2002	163
9. Rating af den danske statsgæld	164
10. Rating af udvalgte landes statsgæld	165

ORDLISTE OVER FINANSIELLE BEGREBER	167
--	-----

Forord

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

Publikationen sigter mod at give en dybere indsigt i den danske statsgældspolitik. I afsnittet *Hovedpunkter for statsgældspolitikken* gennemgås de væsentligste konklusioner vedrørende statsgældspolitikken i 2002 samt aktiviteter og tendenser inden for statsgældsforvaltning. *Statsgældspolitikken i 2003* beskriver lånebehov og lånestrategi for 2003 samt låne- og opkøbsvifter. Afsnittet er et optryk af en meddelelse om statsgældspolitikken i 2003, udsendt i december 2002.

Kapitel 1 giver en samlet fremstilling af de *hovedprincipper*, der ligger bag statsgældspolitikken.

Kapitel 2-7 udgør *beretningsdelen*. Her beskrives de overvejelser og hensyn, der ligger bag det forløbne års låntagning og gældspleje, ligesom der løbende redegøres for strategien for 2003. Den indenlandske låntagning er emnet for kapitel 2 og den udenlandske låntagning for kapitel 3. Kapitel 4 beskriver brugen af rente- og valutaswaps, mens kapitel 5 redegør for markedsrisici, og hvordan de begrænses. Kapitel 6 beskriver forvaltningen af aktiverne i Den Sociale Pensionsfond. Endelig gennemgås udviklingen i statsgælden og en række statsgaranterede enheders gæld i kapitel 7.

Specialdelen omfatter kapitlerne 8-10. Kapitel 8 sætter fokus på likviditet i det danske statspapirmarked og giver forskellige bud på størrelsen af likviditetspræmien for statspapirer.

Kapitel 9 beskriver status for bestræbelserne på at implementere elektronisk market making i engrosmarkedet for danske statsobligationer.

Kapitel 10 beskriver den analytiske tilgang til opgørelse af omkostninger og risiko, og hvordan risikostyring implementeres i statsgældsforvaltninger. Der fokuseres på den danske praksis.

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

Hovedpunkter for statsgældspolitikken

HISTORISK LAVT RENTENIVEAU BIDROG TIL LAVERE RENTEUDGIFTER FOR STATEN

Obligationsrenterne faldt gennem det meste af 2002 og i begyndelsen af 2003 til et historisk lavt niveau. De lavere markedsrenter gjorde det muligt for staten at refinansiere relativt højt forrentet gæld med lavere forrentet gæld. Det har betydet en lavere gennemsnitsrente på statens gæld og dermed lavere renteudgifter. Renteudgifterne faldt med 5 mia.kr. i forhold til 2001.

Statsgældens andel af bruttonationalproduktet er gradvist reduceret fra 57 pct. i 1995 til 38 pct. i 2002. I absolutte tal steg statens gæld dog i 2002 med 6,5 mia.kr., som følge af øgede genudlån til statsgaranterede enheder mv.

A/S Storebælt, A/S Øresund og Ørestadsselskabet fik i 2002 øget mulighed for at benytte genudlån. Ved genudlån låner selskaberne af staten, der finansierer genudlånene ved udstedelse i statens lånevifte. Genudlån er attraktivt for selskaberne, da staten som følge af likviditetspræmien kan låne billigere.

I STRATEGIEN FOR LÅNTAGNINGEN LÆGGES DER VÆGT PÅ LIKVIDITET, KONTINUITET OG ENKELHED

Såvel den indenlandske som den udenlandske låntagning er baseret på langsigtede strategier, som matcher målsætningen om at dække statens finansieringsbehov til lavest mulige, langsigtede låneomkostninger under hensyntagen til et acceptabelt niveau for risikoen.

Der lægges vægt på, at de overordnede lånestrategier er konsistente over tid samt kendt af markedsdeltagerne. De anvendte instrumenter skal være enkle, standardiserede og velkendte i markedet. Dette understøtter åbenhed og troværdighed omkring statsgældsforvaltningen og mindsker operationelle risici.

Den overordnede strategi for den indenlandske låntagning er at opbygge og vedligeholde en attraktiv, likvid lånevifte. Der fokuseres derfor på nogle få vigtige løbetidssegmenter, 2, 5 og 10 år, hvor serierne opbygges til en passende størrelse. Herved udnyttes likviditetspræmier, der bidrager til at sikre lave låneomkostninger for staten. Internationalt er de vigtigste løbetidssegmenter 2, 5 og 10 år. Udstedelse i disse seg-

menter hjælper til at gøre obligationsserierne attraktive for indenlandske såvel som udenlandske investorer. Samtidig spredes aktiviteten ud over flere punkter på rentekurven for bl.a. at opnå en bred investorfordeling. En bred investorfordeling mindsker risikoen for, at svigtende efterspørgsel blandt én type investorer medfører, at statens låneomkostninger stiger. I tillæg til udstedelsespolitikken anvendes renteswaps, opkøb samt værdipapirudlån som supplerende instrumenter, der også understøtter likviditeten i låneviften.

I 2003 er det indenlandske lånebehov 73,9 mia.kr. Lånebehovet forøges i takt med opkøb i løbet af 2003 i statspapirer med udløb i efterfølgende år, samt eventuelle valutaswaps fra kroner til euro. Det er hensigten i lighed med tidligere år at fordele lånebehovet med udstedelse af ca. 40 pct. i det 2-årige segment, 20 pct. i det 5-årige segment og 40 pct. i det 10-årige segment. Endvidere er det hensigten også i 2003 at føre en aktiv opkøbspolitik.

STATENS FØRSTE EUROLÅN BLEV GODT MODTAGET I MARKEDET

Strategien for statens udenlandske låntagning er at opbygge en vifte af eurolån af størrelsen 1-2 mia.euro i det mellemfristede løbetidssegment. Statens første eurolån, 4,875 pct. stående lån 2007, blev udstedt i april 2002. Lånet blev udstedt via et syndikat af internationale banker og blev prisfastsat pænt i forhold til lignende udstedelser fra andre højratede EU-lande.

Statens udenlandske lånebehov for 2003 er på 17,1 mia.kr. Det er hensigten, at hovedparten finansieres ved direkte låntagning i euro. Et nyt eurolån ventes udstedt i foråret 2003. Den resterende del finansieres ved indgåelse af valutaswaps fra kroner til euro kombineret med indenlandsk udstedelse.

LIKVIDITET I LÅNEVIFTEPAPIRERNE SKABER LAVERE LÅNE-OMKOSTNINGER FOR STATEN

Investorer er normalt villige til at betale en merpris for likvide udstedelser. Ved at opbygge store likvide serier kan staten opnå en likviditetspræmie og dække lånebehovet til en lavere rente.

En gennemgang af forskellige likviditetsindikatorer viser, at danske statspapirer er de største og de mest omsatte obligationer på Københavns Fondsbørs, og at de handles i et relativt snævert spread mellem bud- og udbudskurs. Der er typisk størst likviditet i papirerne i låneviften samt papirer med benchmarkstatus. Desuden er der en tendens til størst likviditet i det 10-årige segment, hvor seriestørrelserne er størst. Den

prismæssige effekt af likviditeten, likviditetspræmien, er svær at måle direkte, men en sammenligning af renter for de mest likvide statspapirer over for mindre likvide bekræfter eksistensen af en positiv, men relativt begrænset præmie. Endvidere handles et dansk statsgældsbevis i gennemsnit ca. 20-30 basispoint lavere i rente end en tilsvarende udstedelse fra et statsejet/statsgaranteret selskab. Denne renteforskel kan hovedsageligt tilskrives likviditet.

FOKUS PÅ RISIKOSTYRING AF STATSGÆLD

I de seneste år er der internationalt kommet større fokus på risikostyring inden for statsgældsforvaltning. Også i den danske statsgældsforvaltning er der gennem en årrække arbejdet meget med risikostyring, og der er valgt et set-up for risikostyringen, der harmonerer med risikoprofilen på den danske statsgæld. Et vigtigt fremskridt er, at risikoen nu styres på den samlede statsgæld og ikke på delporteføljer.

Den altovervejende risiko på statsgælden er renterisikoen forbundet med refinansiering af gælden til ukendte renter. En lav renterisiko er dog typisk forbundet med højere omkostninger. Det er derfor nødvendigt at foretage en afvejning mellem forventede omkostninger og risici. Statsgældsforvaltningen har udarbejdet en kvantitativ model til identifikation af forventede omkostninger og risici til brug for en sådan afvejning (Cost-at-Risk, CaR). Det valgte trade-off mellem omkostninger og risiko styres herefter løbende ved brug af strategiske benchmarks eller sigt punkter for låntagningens fordeling på forskellige løbetider, statsgældens varighed og størrelsen af de årlige afdrag.

Ved udgangen af 2002 var varigheden på den samlede statsgæld 3,36 år. Varigheden styres inden for et bånd på 3,5 +/- 0,5 år.

STATEN ANVENDER SWAPS I STYRINGEN AF RENTERISIKOEN PÅ STATSGÆLDEN

Varigheden på statsgælden kan ændres ved brug af *renteswaps*, som omlægger mellem fast og variabel forrentning. Renteswaps gør det muligt at adskille udstedelsen i likvide obligationsserier fra styringen af renterisiko på statsgælden. I 2002 indgik staten renteswaps for i alt 47 mia.kr. Hovedparten heraf blev indgået i euro.

Valutaswaps benyttes til at omlægge gæld mellem valutaer og dermed styre statsgældens valutarisiko uafhængigt af udstedelsesvaluta. Siden starten af 2001 har den udenlandske gæld udelukkende været eksponeret i euro. I 2002 blev der indgået valutaswaps fra kroner til euro for i alt 11 mia.kr.

ELEKTRONISK HANDELSPLATFORM FOR DANSKE STATS OblIGATIONER

I de fleste lande med udviklede finansielle markeder foregår handlen og market makingen i engrosmarkedet for statsobligationer i dag elektronisk. Elektronisk handel og market making kan medvirke til at skabe effektive markeder for statsobligationer. I Danmark foregår handlen og market makingen i engrosmarkedet altovervejende pr. telefon.

Der arbejdes for tiden på at etablere elektronisk handel på engrosmarkedet for danske statsobligationer med det elektroniske handelssystem MTS som platform. MTS er i dag det altdominerende system for engroshandel med europæiske benchmarkobligationer. Implementering af elektronisk handel og market making er et vigtigt led i at udvikle den danske markedsplads for statsobligationer og bringe faciliteterne på linje med standarden i andre lande med udviklede finansielle markeder.

Statsgældspolitikken i 2003

Genoptryk af meddelelse udsendt den 17. december 2002¹.

Statens finansieringsbehov i 2003

I Finansministeriets Budgetoversigt, december 2002, er statens bruttofinansieringsbehov for 2003 skønnet til 117,5 mia.kr. Heraf udgør det indenlandske bruttofinansieringsbehov 100,4 mia.kr.

I 2003 dækkes en mindre del af det indenlandske bruttofinansieringsbehov ved en nedbringelse af indeståendet på statens konto i Nationalbanken. Nedbringelsen er gjort mulig som følge af en omlægning af statens betalinger i forbindelse med etablering af én afregningskonto for staten.

Den resterende del, dvs. statens indenlandske lånebehov, er herefter opgjort til 86,5 mia.kr. Siden opgørelsen af lånebehovet i Budgetoversigten er der foretaget opkøb i statspapirer med udløb i 2003. Det korrigerede lånebehov er 78,6 mia.kr. med valør den 17. december 2002. Lånebehovet vil i løbet af 2003 blive påvirket af opkøb i papirer med udløb i efterfølgende år samt af udenlandsk låntagning i form af indenlandske udstedelser kombineret med valutaswaps fra kroner til euro.

Det udenlandske lånebehov i 2003, svarende til afdrag på den udenlandske gæld, er 17,1 mia.kr.

Statens indenlandske låntagning i 2003

Det indenlandske lånebehov dækkes overvejende ved tap-udstedelse af indenlandske statsobligationer og statsgældsbeviser. Derudover udstedes skatkammerbeviser ved månedlige auktioner.

Det er den overordnede strategi for statsgældspolitikken at opbygge og vedligeholde en attraktiv lånevifte. Det gøres ved at opbygge likvide serier i det 2-, 5- og 10-årige segment. Herved udnyttes likviditetspræmier, der bidrager til at sikre lave låneomkostninger for staten. Samtidig spredes aktiviteten ud over flere punkter på rentekurven for bl.a. at opnå en bred investorfordeling. I tillæg til udstedelsespolitikken anvendes renteswaps, opkøb samt værdipapirudlån som supplerende instrumenter i statsgældsforvaltningen.

¹ Efter udstedelse af meddelelsen den 17. december 2002 er lånebehovet for 2003 korrigeret til 73,9 mia.kr., jf. kapitel 2, tabel 2.3.2.

STATENS INDENLANDSKE LÅNEBEHOV I 2003

	Mia.kr.
Indenlandsk lånebehov, Budgetoversigt December 2002	86,5
Efterfølgende opkøb i papirer med udløb i 2003 (til og med valør 17.dec. 2002)	7,9
Korrigeret indenlandsk lånebehov for 2003 ¹	78,6

¹ Valutaswaps fra kroner til euro indgået i 2003 samt opkøb med udløb efter 2003 øger det indenlandske lånebehov.

Det er hensigten i lighed med tidligere år at fordele lånebehovet med udstedelse af ca. 40 pct. i det 2-årige segment, 20 pct. i det 5-årige segment og 40 pct. i det 10-årige segment.

Statsgældsbeviset i låneviften udskiftes i januar 2003, da det nuværende bevis har et passende udestående og en restløbetid under 2 år. Udstedelse i de eksisterende 5- og 10-årige obligationer fortsætter.

Den 21. januar 2003 åbnes et ny statsgældsbevis med termin den 15. november, udløb i 2005 og en kupon på 4 pct. (fondskode DK000992100-9). Statsgældsbeviset tilbagebetales i sin helhed den 15. november 2005.

Salget i 4 pct. statsgældsbevis 2005 indledes den 21. januar 2003 kl. 11.00 via emissionsdelmarkedet for statspapirer på Københavns Fondsbørs A/S. Nærmere oplysninger om de beløb, der udbydes den første dag, vil blive meddelt den 21. januar 2003 kl. 9.00.

Salget af 4 pct. statsgældsbevis 2004 indstilles den 20. januar 2003.

Der er for 4 pct. statsgældsbevis 2005 udarbejdet en beskrivelse af lånevilkår på dansk og engelsk. Beskrivelsen kan fås ved henvendelse på telefon 3363 6105. Beskrivelsen vil endvidere senere i dag kunne ses på Nationalbankens websted, www.nationalbanken.dk under Statslån/Lånevilkår.

STATENS LÅNEVIFTE JANUAR 2003

Tabel 2

	Termin
<i>Statsobligationer</i>	
5 pct. stående lån 2013	15. november
4 pct. stående lån 2008	15. august
<i>Statsgældsbeviser</i>	
4 pct. stående lån 2004 (indstilles den 20. januar 2003)	15. november
4 pct. stående lån 2005 (åbnes den 21. januar 2003)	15. november
<i>Skatkammerbeviser</i>	
Skatkammerbevis 2003 IV	1. november
Skatkammerbevis 2003 III	1. august
Skatkammerbevis 2003 II	1. maj

Indfasningen af det nye 12-måneders skatkammerbevis er nu tilendebragt. I 2003 fortsætter skatkammerbevisprogrammet herefter uændret. Der åbnes nye 12-måneders skatkammerbeviser ved auktionerne med valør den 1. februar, 1. maj, 1. august og 1. november. Papirerne sælges på månedlige auktioner til og med en restløbetid på 3 måneder.

Opkøb

Det er hensigten at føre en aktiv opkøbspolitik i 2003. Opkøb anvendes med henblik på at udjævne bruttofinansieringsbehovet mellem årene og som led i at fastholde en lånevifte med likvide, markedskonforme udstedelser. Opkøb foretages kun, såfremt det findes fordelagtigt ud fra en samlet statsgældspolitisk vurdering.

Der kan købes op i en bred vifte af statspapirer. Generelt består opkøbsviften af papirer med udløb i opkøbsåret og i året efter. Dertil kommer papirer, som ikke længere er markedskonforme med hensyn til kupon eller lånetype. For at udjævne afdragsprofilen indgår også papirer med udløb i år med store forfald. Papirer i låneviften og papirer med benchmarkstatus indgår ikke i opkøbsviften.

Opkøbsviften i 2003 omfatter:

- Alle papirer med udløb i 2003
- Alle papirer med udløb i 2004
- 5 pct. stående lån 2005
- 8 pct. stående lån 2006
- 7 pct. stående lån 2007
- 6 pct. stående lån 2009
- 6 pct. stående lån 2011
- 5 pct. serielån 2007
- 4 pct. serielån 2017
- 3,5 pct. 1886
- 3 pct. 1894
- 3,5 pct. 1901
- 3,5 pct. 1909

4 pct. statsgældsbevis 2004 er medtaget i opkøbsviften. Der vil dog ikke blive købt op i dette papir, så længe det har benchmarkstatus.

Statens og Den Sociale Pensionsfonds værdipapirudlånsordninger

Statens værdipapirudlånsordning omfatter som udgangspunkt papirer i låneviften. I enkelte tilfælde kan ordningen dog fortsætte efter, at et papir er udgået af låneviften. I 2003 er følgende papirer omfattet af statens værdipapirudlånsordning:

Skatkammerbeviser
 4 pct. statsgældsbevis 2004
 4 pct. statsgældsbevis 2005 (fra åbning)
 4 pct. stående lån 2008
 5 pct. stående lån 2013

Det nuværende statsgældsbevis i låneviften, 4 pct. statsgældsbevis 2004, fastholdes i statens værdipapirudlånsordning, indtil der sker et skift i den 2-årige benchmark.

Med henblik på at forbedre likviditeten i låneviftepapirerne i den tidlige opbygningsfase nedsættes gebyret for udlån af statsobligationer og statsgældsbeviser med et lille udestående med virkning den 2. januar 2003. Gebyret sænkes således til 25 basispoint for udlån af statsobligationer og statsgældsbeviser i låneviften med et udestående under 20 mia.kr. Gebyret er uændret 50 basispoint for udlån af statspapirer med et udestående over 20 mia.kr. og for udlån af skatkammerbeviser.

Den Sociale Pensionsfonds værdipapirudlånsordning omfatter uændret fondens beholdning af statspapirer af typen stående lån.

Nærmere vilkår for statens og Den Sociale Pensionsfonds værdipapirudlånsordninger er offentliggjort på www.nationalbanken.dk under Statslån/Løbende meddelelser.

Statens udenlandske låntagning i 2003

Det udenlandske lånebehov for 2003 er på 17,1 mia.kr. jf. Finansministeriets Budgetoversigt, December 2002.

Størstedelen af statens udenlandske lånebehov dækkes som hovedregel via optagelse af større lån i euro. Det er hensigten på sigt at opbygge en vifte af eurolån i størrelsesordenen 1-2 mia.euro, afhængigt af lånebehovet og efterspørgslen. Den foretrukne løbetid for disse lån er 5-7 år.

Som supplement til optagelsen af større lån i euro kan der benyttes valutaswaps fra kroner til euro kombineret med indenlandsk udstedelse. Denne form for udenlandsk låntagning er i perioder prismæssig attraktiv og understøtter opbygningen af den indenlandske lånevifte.

I 2003 er det hensigten af udstede et nyt syndikeret lån i euro i det 5-årige segment. Det konkrete udstedelsesbeløb vil afhænge af efterspørgslen i markedet. Udstedelsen planlægges at finde sted i første halvår 2003.

Statsgældens varighed

Ultimo 2002 forventes varigheden på statsgælden at være 3,35 år. Varighedsbåndet for statsgælden i 2003 er uændret fastsat til 3,5 år +/- 0,5 år.

Yderligere information

Information om statsgældsforvaltningen kan hentes på Danmarks Nationalbanks websted, www.nationalbanken.dk under Statslån.

Publikationen Statens låntagning og gæld 2002, der redegør for statens låntagning i 2002 og strategien de kommende år, forventes at udkomme i slutningen af februar 2003.

Henvendelse om ovenstående kan rettes til Danmarks Nationalbank, Statsgældssektionen i Kapitalmarkedsafdelingen, kontorchef Ove Sten Jensen, telefon 3363 6102 eller på e-mail til: governmentdebt@nationalbanken.dk.

Hovedprincipper

KAPITEL 1

Hovedprincipper for statens låntagning

SAMMENFATNING**1.1**

Det overordnede mål for statsgældspolitikken er at dække statens finansieringsbehov til lavest mulige, langsigtede låneomkostninger under hensyntagen til et acceptabelt risikoniveau.

Statsgældsforvaltningen opererer inden for veldefinerede rammer baseret på principper om åbenhed, kontinuitet og ansvarlighed.

Finansministeren har det overordnede og politiske ansvar for statens låntagning og gæld, herunder relationerne til Folketinget. Den overordnede strategi for statens låntagning aftales ved kvartalsvise møder mellem Finansministeriet og Statsgældsforvaltningen i Nationalbanken. I praksis varetages implementeringen af denne strategi af Statsgældsforvaltningen. Statsgældsforvaltningen er opdelt i front-, middle- og back office, som varetager hver sine funktioner.

Der er i en aftale mellem regeringen og Nationalbanken lagt rammer for omfanget og fordelingen af statens indenlandske og udenlandske låntagning. Der er fastsat en indenlandsk og en udenlandsk norm, som tilsammen understøtter adskillelsen mellem finans- og pengepolitikken.

Såvel den indenlandske som den udenlandske statslige låntagning er baseret på langsigtede strategier, som matcher den overordnede målsætning, herunder at holde risikoen på et acceptabelt niveau. Der lægges vægt på, at de overordnede lånestrategier er konsistente over tid samt kendt af markedsdeltagerne. Den indenlandske lånestrategi er at opbygge og vedligeholde en attraktiv lånevifte i de 2-, 5- og 10-årige segmenter, mens den udenlandske lånestrategi er baseret på opbygning af en vifte af syndikerede eurolån på 1-2 mia.euro.

Statsgældsforvaltningen lægger stor vægt på åbenhed over for offentligheden og de finansielle markeder. Der offentliggøres løbende en række informationer vedrørende statens låntagning og gæld.

STATSGÆLDSFORVALTNINGEN**1.2**

Statsgældsforvaltning indebærer udarbejdelse og implementering af strategier til at styre statens gæld, således at den nødvendige finansiering fremskaffes inden for fastsatte risiko- og omkostningsmålsætninger.

Statens gæld omfatter passiver i form af den indenlandske og udenlandske statsgæld samt aktiverne i Den Sociale Pensionsfond og indestående på statens konto i Nationalbanken.

Staten yder genudlån og garanterer for låntagningen for en række selskaber, primært relateret til større infrastrukturprojekter. Statsgældsforvaltningen udarbejder og vedligeholder en liste over acceptable låntyper for disse selskaber.

Den overordnede målsætning for statsgældspolitikken er at dække statens finansieringsbehov til lavest mulige langsigtede låneomkostninger under hensyntagen til, at risikoen holdes på et acceptabelt niveau.

Herudover sigtes mod at understøtte et velfungerende indenlandsk kapitalmarked og at lette statens adgang til kapitalmarkederne på længere sigt. Målsætningerne for den danske statsgældspolitik svarer til internationale standarder.

Statsgældsforvaltningen opererer inden for veldefinerede rammer baseret på principper om åbenhed, kontinuitet og ansvarlighed. I det efterfølgende gennemgås rammerne for statsgældsforvaltningen. Rammerne sikrer, at beslutninger og handlinger i de enkelte enheder inden for statsgældsforvaltningen er indbyrdes konsistente, at faglig ekspertise udnyttes bedst muligt, samt at markedsdeltagere kender og forstår statsgældsforvaltningens lånestrategi.

Lovgrundlag for statens låntagning

Ifølge grundloven kan intet statslån optages uden ifølge lov. Lovgrundlaget for statens låntagning findes i Lov om bemyndigelse til optagelse af statslån af 1993¹. Loven bemyndiger finansministeren til at optage lån på vegne af staten inden for et maksimum på 950 mia.kr., som er den øvre grænse for den samlede indenlandske og udenlandske gæld. I forbindelse med låntagningen og den løbende gældsforvaltning er finansministeren desuden bemyndiget til at indgå swapaftaler og andre finansielle transaktioner.

Da udgifter ifølge grundloven kun må afholdes med hjemmel i finanslov eller anden bevillingslov, skal udgifter i forbindelse med låntagningen, fx renteudgifter og emissionskurstab (forskellen mellem lånenes nominelle værdi og kursværdi), optages på de årlige finanslove.

Ansvarsfordeling mellem Finansministeriet og Nationalbanken

Finansministeren har det overordnede og politiske ansvar for statens låntagning og gæld, herunder relationerne til Folketinget. Nationalbanken

¹ Lov nr. 1079 af 22/12/1993.

har siden 1991 varetaget forvaltningen af statsgælden. Arbejdsdelingen er fastlagt i en aftale mellem Finansministeriet og Nationalbanken.

Den overordnede strategi for statens låntagning aftales ved kvartalsvise møder mellem Finansministeriet og Statsgældsforvaltningen i Nationalbanken på basis af skriftlige oplæg fra Statsgældsforvaltningen. Finansministeriet bemyndiger Statsgældsforvaltningen til at udføre den vedtagne strategi. På mødet i december besluttet den overordnede strategi for det efterfølgende år, herunder varighedsbånd, papirerne i låne-, opkøbs- og genudlånsviften, den forventede salgsfordeling på papirer i låneviften samt værdipapirudlånsordningerne.

Ved de efterfølgende kvartalsvise møder besluttet eventuelle justeringer og yderligere specifikationer af den overordnede strategi.

Organisering af Statsgældsforvaltningen i Nationalbanken

I Nationalbanken løses Statsgældsforvaltningens opgaver af Statsgældssektionen i Kapitalmarkedsafdelingen, Handelsafdelingen, Regnskabsafdelingen, Statsgælds bogholderiet og Intern Revision. Statsgældsforvaltningen er opdelt i front-, middle- og back office, som varetager hver sine funktioner. En veldefineret opdeling af ansvarsområder sikrer, at forskellige typer faglig ekspertise udnyttes bedst muligt, og at opgaver relateret til statsgældsforvaltning løses uafhængigt af andre opgaver i Nationalbanken. Ligeledes giver klare forretningsgange mulighed for intern kontrol, hvilket mindsker de operationelle risici.

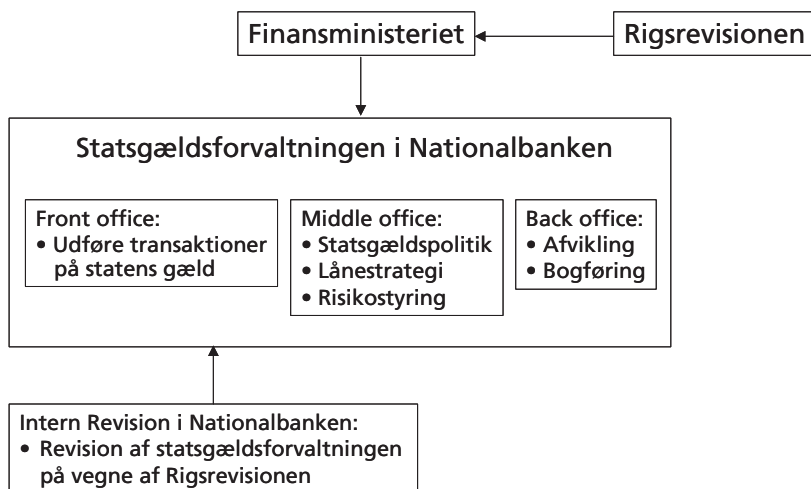
Statsgældssektionen i Kapitalmarkedsafdelingen er ansvarlig for middle office-funktioner og formulerer derfor de principielle overvejelser om statsgældspolitik, udarbejder oplæg til lånestrategier, laver risikostyring samt løbende analyser. Sektionen sætter ligeledes retningslinjer for Handelsafdelingen med hensyn til salg af indenlandske statspapirer, opkøb og swaptransaktioner.

Handelsafdelingen er ansvarlig for front office-funktioner som salg og opkøb af statspapirer samt indgåelse af swaps. Back office-funktioner som afvikling og bogføring varetages af Regnskabsafdelingen og Statsgælds bogholderiet.

Statsgældsforvaltningen bliver revideret af Intern Revision på vegne af Rigsrevisionen. Rigsrevisionens opgave er at revidere statens regnskaber og undersøge, om statslige midler administreres, som Folketinget har besluttet. Rigsrevisionen offentliggør løbende resultaterne af sine undersøgelser, bl.a. på webstedet www.rigsrevisionen.dk.

Organisationen af Statsgældsforvaltningen er opsummeret i figur 1.2.1.

Medarbejdere i Statsgældsforvaltningen skal, i lighed med Nationalbankens øvrige medarbejdere, overholde interne regler baseret på Finanstilsynets retningslinjer mod spekulation og lovgivningen mod insiderhandel.



NORMEN FOR INDENLANDSK OG UDENLANDSK LÅNTAGNING

1.3

Normen for statens låntagning udgør rammen for omfanget og fordelingen af statens indenlandske og udenlandske låntagning. Normen er fastlagt i en aftale mellem regeringen og Nationalbanken. Der er fastsat en indenlandsk og en udenlandsk norm, som tilsammen understøtter adskillelsen mellem finans- og pengepolitikken.

I henhold til den indenlandske norm dækker den indenlandske låntagning i kroner som udgangspunkt statens indenlandske bruttofinansieringsbehov, dvs. statens løbende underskud og afdrag på den indenlandske gæld. Den udenlandske norm indebærer, at afdragene på den udenlandske gæld refinansieres ved låntagning i valuta. Definitionerne af indenlandsk og udenlandsk bruttofinansieringsbehov er gennemgået i boks 1.1.

EU-traktaten forbyder, at statens konto i Nationalbanken overtrækkes. Statens låntagning tilrettelægges derfor, så der altid er et passende indestående på statens konto til at opfange de betydelige udsving i statens ind- og udbetalinger. Usikkerhed om indeståendet på statens konto omkring årsskiftet kan indebære, at staten i et kalenderår overfinansierer for at lade låneprovenuet indgå som ekstra buffer på kontoen.

Staten kan endvidere vælge, fx i lyset af markedsf forholdene, at fortsætte udstedelsen af statspapirer, selv om årets lånebehov er finansieret. I så fald tages hul på det efterfølgende års lånebehov.

Formålet med statens udenlandske låntagning er at sikre en passende valutareserve. Afvigelser fra normen for den udenlandske låntagning

kan derfor forekomme i situationer, hvor valutareserven enten falder eller stiger mere end ønskeligt. Hvis valutareserven falder mere end ønskeligt, vil staten optage lån i udlandet. Hvis valutareserven vokser mere, end det anses for nødvendigt, kan den udenlandske norm reduceres, såfremt indeståendet på statens konto giver mulighed herfor. Desuden kan omfordelinger mellem årene af det udenlandske finansieringsbehov komme på tale af hensyn til en hensigtsmæssig tilrettelæggelse af låntagningen, fx ved opbygning af eurolån.

STRATEGI OG INSTRUMENTER I DEN STATSIGE LÅNTAGNING

1.4

Såvel den indenlandske som den udenlandske statslige låntagning er baseret på langsigtede strategier, som matcher målsætningen om at dække statens finansieringsbehov til lavest mulige, langsigtede låneomkostninger under hensyntagen til, at risikoen holdes på et acceptabelt niveau.

Der lægges vægt på, at de overordnede lånestrategier er konsistente over tid samt kendt af markedsdeltagerne. Valget af instrumenter er baseret på principper om, at de skal være standardiserede og velkendte i markedet, ligesom nøgletal som varighed og kursværdi skal kunne opgøres. Dette understøtter åbenhed og troværdighed omkring statsgældsforvaltningen.

Den daglige forvaltning af statsgælden er tilrettelagt under hensyntagen til, at staten er dominerende på det indenlandske marked. Transaktioner fordeles derfor som udgangspunkt jævnt over året, ligesom der ikke sigtes mod at "slå" markedet. Endvidere tages ikke kortsigtede positioner på basis af forventninger til markedsudviklingen.

For at understøtte en effektiv statsgældsforvaltning, der til stadighed kan opfylde målsætningen, foretages løbende evaluering af den valgte strategi og udførelse af låntagning. Statsgældsforvaltningen arbejder i øjeblikket på at etablere et mere standardiseret set-up til brug for løbende evaluering.

Strategi og instrumenter i indenlandsk låntagning

Det er den overordnede strategi for den indenlandske låntagning at opbygge og vedligeholde en attraktiv lånevifte. Det gøres ved at opbygge likvide serier bestående af statspapirer af typen fastforrentede stående lån i de 2-, 5- og 10-årige segmenter. Herved udnyttes likviditetspræmier, der bidrager til at sikre lave låneomkostninger for staten¹. Samtidig spredes aktiviteten ud over flere punkter på rentekurven for bl.a. at opnå en bred investorfordeling. En bred investorfordeling mind-

¹ Likviditeten i danske statspapirer, herunder likviditetspræmien, er yderligere beskrevet i kapitel 8.

Opgørelse af statsgælden

Statsgælden opgøres som statens samlede indenlandske og udenlandske statsgæld fratrukket aktiverne i Den Sociale Pensionsfond og indeståendet på statens konto i Nationalbanken, jf. tabellen nedenfor.

OPGØRELSE AF STATSGÆLDEN, NOMINEL VÆRDI

Mia.kr.	Ultimo 2001	Ultimo 2002
Indenlandsk gæld	611	625
Udenlandsk gæld	84	84
Den Sociale Pensionsfond	-141	-141
Statens konto i Nationalbanken	-40	-47
Statsgæld i alt	514	521
Statsgæld i pct. af BNP	38,8	38,2

Det indenlandske bruttofinansieringsbehov og lånebehov

Det indenlandske lånebehov opgøres som:

- + Udbetalinger fra staten (inkl. renteudgifter og udbetaling af genudlån)
- Indbetalinger til staten (inkl. renteindtægter og tilbagebetaling af genudlån)
- = *Nettofinansieringsbehov*
- + Afdrag på den indenlandske gæld
- + Den Sociale Pensionsfonds nettoobligationskøb
- = *Indenlandsk bruttofinansieringsbehov*
- Reduktion i indestående på statens konto i Nationalbanken
- = Indenlandsk lånebehov

sker risikoen for, at svigtende efterspørgsel blandt én type investorer medfører, at statens låneomkostninger stiger.

De 2-, 5- og 10-årige løbetidssegmenter er også internationalt de vigtigste. Udstedelse i disse segmenter hjælper til at gøre obligationsserierne attraktive for indenlandske og udenlandske investorer. De udenlandske investorers efterspørgsel efter danske statspapirer understøtter likviditeten i papirerne og bidrager dermed til lavere renteomkostninger på statsgælden.

I låneviften indgår ligeledes skatkammerbeviser, som er korte statspapirer af typen nulkuponlån. I skatkammerbevisprogrammet opbygges likvide serier i den korte ende af rentekurven, og programmet understøtter spredningen af statens aktivitet over rentekurven. Skatkammerbeviser udstedes ved månedlige auktioner. Der åbnes et nyt 12-måneders skatkammerbevis hver tredje måned. Der udstedes i beviset, indtil restløbetiden er 3 måneder. Som udgangspunkt sigtes mod, at udstedelserne af skatkammerbeviser for året som helhed svarer til indfrielseerne.

Det *indenlandske bruttofinansieringsbehov* øges ved indgåelse af valutaswaps fra kroner til euro og ved opkøb af indenlandske papirer med udløb i efterfølgende år. Effekten fra valutaswaps skyldes, at kronebenet af statens valutaswaps fra kroner til euro regnes som afdrag på den indenlandske gæld ved swappens indgåelse og som låntagning ved swappens udløb. Indenlandske udstedelser kombineret med valutaswaps til euro benyttes til at finansiere dele af det udenlandske lånebehov. Effekten fra opkøb skyldes, at opkøb i indenlandske statspapirer regnes som afdrag på den indenlandske gæld på opkøbstidspunktet. Det indenlandske bruttofinansieringsbehov dækkes ved salg af statsobligationer, statsgældsbeviser, nettosalg af skatkammerbeviser og en evt. reduktion i indestående på statens konto i Nationalbanken.

Statens *indenlandske lånebehov* udgøres af den del af det indenlandske bruttofinansieringsbehov, som planlægges finansieret ved udstedelse af indenlandske statspapirer. Statspapirsalget tilrettelægges efter de skøn for det indenlandske lånebehov, som offentliggøres i Finansministeriets budgetoversigter. Den seneste opgørelse af det indenlandske lånebehov, herunder betydningen af nye opkøb i papirer med udløb og nye valutaswaps fra kroner til euro, findes på Nationalbankens websted www.nationalbanken.dk.

Det udenlandske bruttofinansieringsbehov

Det udenlandske bruttofinansieringsbehov opgøres som:

$$\begin{aligned} &+ \text{Afdrag på den udenlandske gæld} \\ &= \text{Udenlandsk bruttofinansieringsbehov} \end{aligned}$$

Det udenlandske lånebehov svarer til det udenlandske bruttofinansieringsbehov, såfremt der ikke afviges fra normen for den udenlandske låntagning.

Det udenlandske lånebehov dækkes primært ved optagelse af lån i euro samt indenlandske udstedelser kombineret med valutaswaps fra kroner til euro.

I tillæg til udstedelsespolitikken benyttes opkøb og værdipapirudlån til at understøtte likviditeten i statspapirerne. Opkøb af papirer med udløb i efterfølgende år flytter således afdragstidspunktet frem til opkøbsåret, hvorved det indenlandske lånebehov og dermed udstedelsen i låneviftepapirerne øges.

Staten og Den Sociale Pensionsfond har etableret værdipapirudlånsordninger, der tilsammen dækker størstedelen af de indenlandske statspapirer.

Den indenlandske gæld er tildelt den højeste rating af Moody's (Aaa) og Standard & Poor's (AAA).

Strategi og instrumenter i udenlandsk låntagning

Statens udenlandske gæld er udelukkende eksponeret i euro. Der optages alene lån med eksponering i euro – enten direkte eller ved brug af valutaswaps til euro.

Størstedelen af statens udenlandske lånebehov dækkes via syndikerede eurolån. Ved at optage lån direkte i euro sikres en simpel lånekonstrukti-

on, ligesom kreditrisikoen forbundet med at indgå valutaswaps til euro undgås. Det er hensigten over tid at opbygge en vifte af eurolån i størrelsesordenen 1-2 mia.euro, afhængigt af lånebehovet og efterspørgslen.

Som supplement til optagelsen af eurolån benyttes indenlandsk udstedelse kombineret med valutaswaps fra kroner til euro. Denne form for udenlandsk låntagning kan være prismæssig attraktiv og understøtter opbygningen af den indenlandske lånevifte.

For at sikre et tilstrækkeligt indestående på statens konto, eller ved behov for hurtigt at øge valutareserven, kan staten herudover udstede Commercial Papers (CP'er).

Den udenlandske gæld er tildelt den højeste rating af Moody's (Aaa) og Standard & Poor's (AAA).

Mål og instrumenter til styring af risiko på statsgælden

Målsætningen for statsgældsforvaltningen indbefatter, at de risici, staten pådrager sig ved at låne, holdes på et acceptabelt niveau. Udarbejdelse af lånestrategier og den daglige administration af statsgælden sker derfor under hensyntagen til risici.

Renterisici styres ved hjælp af mål for varighed og ved at sigte mod en jævn afdragsprofil. Varigheden på statsgælden kan ændres ved brug af renteswaps, som omlægger mellem fast og variabel forrentning. Renteswaps gør det muligt at adskille udstedelsen i likvide obligationsserier fra styringen af renterisiko på statsgælden.

Der sigtes mod en jævn afdragsprofil ved at fordele de enkelte lån jævnt over årene og inden for året, ligesom opkøb af statspapirer bidrager til at udjævne afdragsprofilen.

Statsgældsforvaltningen har udviklet en model (Cost-at-Risk-modellen), som benyttes til at kvantificere renterisikoen. Dette giver mulighed for at afveje omkostninger og risiko over for hinanden. Cost-at-Risk-modellen er således et vigtigt instrument ved udarbejdelse af lånestrategier.

Ved at begrænse valutaeksponering på den udenlandske statsgæld til euro fås, i lyset af Danmarks fastkurspolitik over for euroen, en lav *valutarisiko*. Statens udenlandske låntagning sker af hensyn til Nationalbankens valutareserve, som overvejende er placeret i euro.

For at begrænse *kreditrisikoen* indgår staten kun swaps med modparter, der har en relativt høj kreditværdighed (rating), og som har underskrevet en sikkerhedsstillelsesaftale.

Operationelle risici søges minimeret ved at adskille de forskellige funktioner i Statsgældsforvaltningen og ved veldefinerede forretningsgange, jf. ovenstående. Endvidere anvendes alene standardiserede og velkendte instrumenter.

Endelig benyttes standardiserede kontrakter med henblik på at minimere *juridiske risici*.

Statsobligationer og statsgældsbeviser udstedes ved løbende salg (tapsalg) i handelssystemet Saxess på Københavns Fondsbørs. Der udstedes alene til medlemmer af obligationsdelmarkedet af Københavns Fondsbørs.

Skatkammerbeviser udstedes ved månedlige auktioner. Ved skatkammerbevisauktionerne kan handelsberettigede på Københavns Fondsbørs' obligationsdelmarked og Nationalbankens pengepolitiske modparter deltage.

Alle indenlandske statspapirer er noteret på Københavns Fondsbørs. Salget af statsobligationer, statsgældsbeviser samt skatkammerbeviser er nærmere beskrevet i boks 1.2 og 1.3.

HANDEL MED OG UDSTEDELSE AF STATSPAPIRER PÅ KØBENHAVNS FONDSBØRS

Boks 1.2

Salget af statsobligationer og statsgældsbeviser foretages af Nationalbanken på statens vegne via Københavns Fondsbørs. Alle handelsberettigede på obligationsdelmarkedet af Københavns Fondsbørs kan købe statspapirer direkte fra Nationalbanken gennem Fondsbørsens handelssystem. Markedet for statspapirer på Københavns Fondsbørs er opdelt i fire delmarkeder – emissionsmarkedet, det ordinære marked, elektrobrokermarkedet og interessemarkedet.

Åbningen af nye statspapirer foregår på emissionsdelmarkedet for statspapirer på Københavns Fondsbørs. 1-2 uger før åbningen af nye statsobligationer og statsgældsbeviser oplyses via Københavns Fondsbørs om det nye låns kupon, løbetid og åbningsdag. På åbningsdagen udsendes en meddelelse om bl.a. maksimum for salget på åbningsdagen. Åbningskursen fastsættes på baggrund af de aktuelle markedsforhold og erfaringer fra tidligere åbninger af statspapirer. Det meddelte salgsmaksimum giver markedsdeltagerne større sikkerhed for forløbet af salget på åbningsdagen. Det angivne maksimum er ikke et udtryk for et ønsket mål for salget på åbningsdagen, men angiver overgrænsen for salget.

Statsobligationer og statsgældsbeviser udstedes primært ved løbende salg, såkaldt tapsalg, i det ordinære delmarked. Tapsalg indebærer, at salget fordeles jævnt over året, og at gunstige markeder kan udnyttes løbende. Der oplyses dagligt om salg og opkøb af statspapirer den foregående dag.

Elektrobrokerdelmarkedet er forbeholdt handel mellem market makere i Børsmæglerforeningens ordning.

Interessedelmarkedet er et handelsunderstøttende system. Det fungerer som en elektronisk opslagstavle, hvor alle medlemmer af Københavns Fondsbørs har adgang til at lægge markeringer af handelsinteresser ind.

Der er ingen krav om, at obligationshandler i Danmark skal finde sted via Fondsbørsens elektroniske handelssystem. Hovedparten af handlerne finder således sted via telefonmarkedet med efterfølgende indberetning af handlerne til Københavns Fondsbørs. Alle medlemmer af obligationsdelmarkedet af Københavns Fondsbørs er forpligtet til at indberette obligationshandler foretaget uden for Fondsbørsen inden for et kort tidsinterval.

UDSTEDELSE AF SKATKAMMERBEVISER

Boks 1.3

Skatkammerbeviser udstedes ved månedlige auktioner. Bevisernes korte løbetid giver en kort opbygningsperiode, hvorfor auktionsformen betragtes som den mest hensigtsmæssige salgsform.

Bud kan indleveres af handelsberettigede på obligationsdelmarkedet af Københavns Fondsbørs og af Nationalbankens pengepolitiske modparter, som opfylder de krav, der stilles i det elektroniske auktionssystem. Der bydes på renten. Alle bud til eller under den fastsatte skæringsrente imødekommes til skæringsrenten (uniform pricing). Tildeling kan ske forholdsmæssigt ved bud på skæringsrenten. Fra tidsfristen for indlevering af buddene, til resultatet af auktionen annonceres, går der en halv time.

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

Der arbejdes i øjeblikket på at implementere et system for elektronisk market making i engrosmarkedet for danske statsobligationer. I tilknytning hertil drøftes oprettelsen af en primary dealer-ordning for danske statspapirer. Arbejdet er beskrevet i kapitel 9.

Ved optagelse af syndikerede eurolån tages kontakt til en kreds af velrenommerede banker for at formidle låntagningen.

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

INFORMATIONSPOLITIK**1.6**

Det er en vigtig del af statsgældspolitikken, at markedsdeltagere og den øvrige offentlighed har mulighed for at få et indgående kendskab til statens lånestrategier. Der offentliggøres løbende en bred vifte af information vedrørende statens låntagning og gæld. Det primære medie for udsendelse af meddelelser er Københavns Fondsbørs og DN-

Nyheder¹. Meddelelserne kan ligeledes findes på Nationalbankens websted www.nationalbanken.dk.

Hver december og juni udsender staten en meddelelse, som indeholder en beskrivelse af statens lånestrategi for det kommende henholdsvis år og halvår.

Forud for åbningen af en ny statsobligation eller statsgældsbevis sendes en meddelelse med oplysninger om det nye lån – herunder kupon, løbetid og åbningsdag. Ligeledes udsendes meddelelser med indkaldelse til skatkammerbevisauktioner, og efterfølgende offentliggøres resultatet af disse. Information om statens låntagning og afdrag den seneste måned på indenlandsk og udenlandsk gæld offentliggøres anden bankdag hver måned.

Herudover offentliggøres daglige opgørelser af statens salg og opkøb af statspapirer samt månedlige opgørelser af statens transaktioner af valutawaps fra kroner til euro.

Endelig udarbejdes den årlige publikation, Statens låntagning og gæld, med beskrivelse af udviklingen det foregående år, detaljerede gælds- og transaktionsopgørelser samt rapportering om forhold af betydning for gældsplejen.

En samlet oversigt over den løbende information, der udsendes om statens låntagning og gæld, findes i bilagsdelen bagerst i publikationen.

¹ Nationalbankens system for udsendelse af information til tilsluttede nyhedsbureauer.

Beretningskapitler

KAPITEL 2

Indenlandsk låntagning

SAMMENFATNING**2.1**

Der blev i 2002 solgt indenlandske statspapirer for 121,9 mia.kr., og det indenlandske bruttofinansieringsbehov var 115,5 mia.kr. Det ekstra salg i 2002 mindsker det indenlandske lånebehov i 2003.

Alle statsgældsbeviser og statsobligationer i statens lånevifte blev udskiftet i begyndelsen af 2002. Løbetiden på de hidtidige papirer var blevet for kort, samtidig med at serierne havde nået en passende størrelse. Statens indenlandske udstedelser fordelte sig herefter på 4 pct. statsgældsbevis 2004, 4 pct. stående lån 2008, 5 pct. stående lån 2013 samt skatkammerbeviser. Der blev i begyndelsen af 2003 åbnet et nyt 2-årigt statsgældsbevis, 4 pct. statsgældsbevis 2005, til afløsning af 4 pct. statsgældsbevis 2004 i låneviften.

Indfasningen af det nye 12-måneders skatkammerbevis blev afsluttet i 2002. Der var et positivt nettofinansieringsbidrag på 12 mia.kr. fra skatkammerbevisprogrammet.

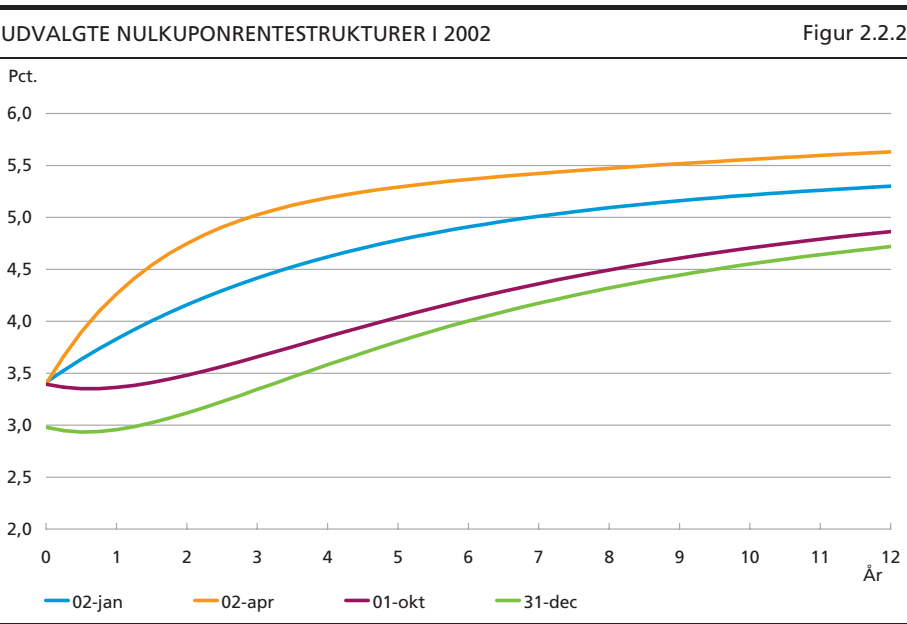
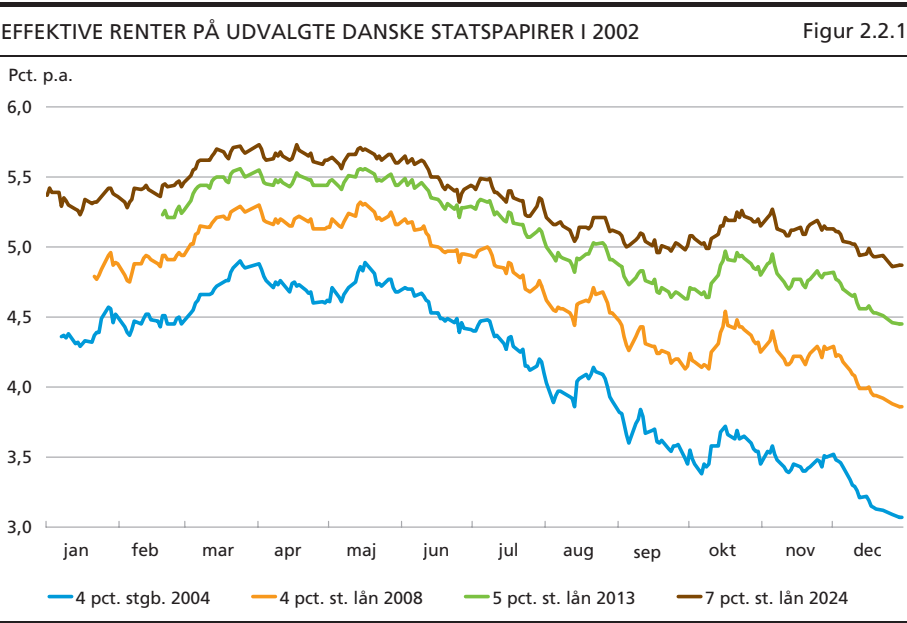
Salget af statsgældsbeviser og statsobligationer vil i 2003 fortsat ske i de 2-, 5- og 10-årige løbetidssegmenter. Der sigtes mod at udstede 40 pct. i det 2-årige, 20 pct. i det 5-årige og 40 pct. i det 10-årige løbetidssegment. Opkøb og renteswaps indgår som centrale instrumenter i statsgældspolitikken.

Det indenlandske lånebehov for 2003 er 73,9 mia.kr.

RENTEUDVIKLING**2.2**

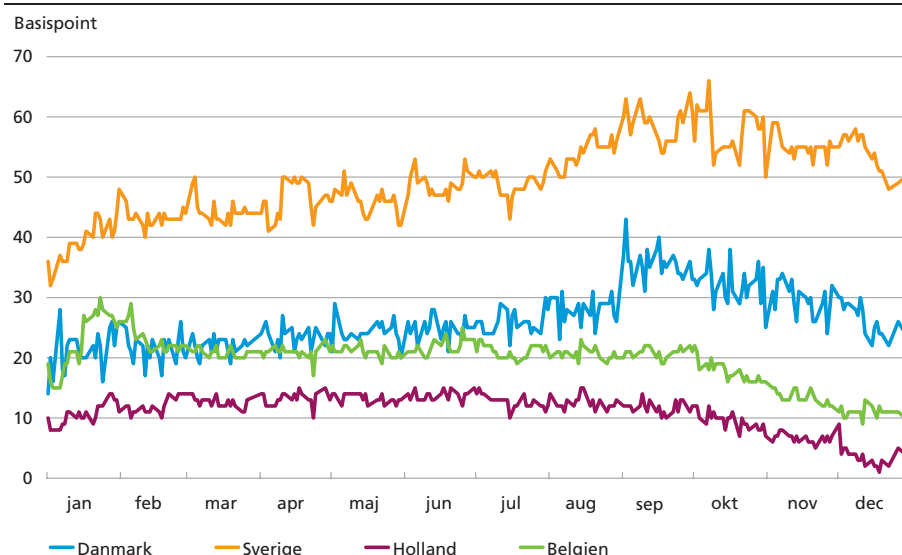
Siden foråret 2002 er de effektive renter på danske statspapirer faldet og endte ved udgangen af året på et historisk lavt niveau, jf. figur 2.2.1. Faldet i de danske renter fulgte den internationale tendens. I 2002 faldt renterne særligt i det mellemlange løbetidssegment, jf. figur 2.2.2.

Det 10-årige rentespænd til Tyskland var ved udgangen af 2002 ca. 25 basispoint, jf. figur 2.2.3. Den midlertidige spændudvidelse i september 2002 er af teknisk karakter og skyldes et benchmarkskifte fra 6 pct. stående lån 2011 til 5 pct. stående lån 2013.



10-ÅRIGT RENTESPÆND OVER FOR TYSKLAND I 2002

Figur 2.2.3



Anm.: I september 2002 blev det 10-årige benchmarkpapir, 6 pct. stående lån 2011, afløst af 5 pct. stående lån 2013. Udvidelsen i det danske 10-årige rentespænd til Tyskland i september er derfor af teknisk karakter og skyldes, at det nye benchmarkpapir har længere varighed end det tidligere.

STATSPAPIRSA LG OG FINANSIERINGSBEHOV

2.3

Der blev i 2002 solgt danske statspapirer for 121,9 mia.kr. Det indenlandske bruttofinansieringsbehov var 115,5 mia.kr., jf. tabel 2.3.1. Oversalget på 6,4 mia.kr. afspejles i en stigning i indeståendet på statens konto. Det overskydende salg i 2002 mindsker det indenlandske lånebehov i 2003, jf. tabel 2.3.2.

Det indenlandske bruttofinansieringsbehov for 2003 er 100,4 mia.kr., jf. tabel 2.3.2. Ud over trækket på statens konto som følge af oversalget i 2002 på 6,4 mia.kr. forventes der i 2003 et ekstraordinært træk på statens konto på 10 mia.kr. Dette ekstraordinære træk er muligt som følge af en omlægning af statens betalinger, jf. boks 2.1. Det indenlandske lånebehov, der dækkes ved udstedelse af indenlandske statspapirer, er i 2003 på 73,9 mia.kr. Det indenlandske lånebehov i 2003 vil blive øget, såfremt der købes op i indenlandske papirer med udløb efter 2003 eller ved indgåelse af valutaswaps fra kroner til euro.

STATENS KONTO I NATIONALBANKEN

Boks 2.1

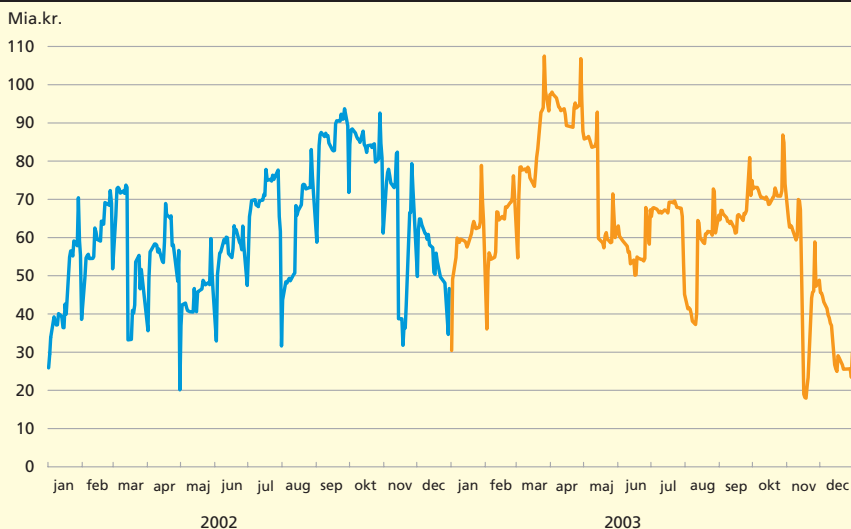
Staten har en konto i Nationalbanken, der forrentes med diskontoen. Statens løbende ind- og udbetalinger sker via denne konto.

EU-traktaten forbyder monetær finansiering. Dette forbud indebærer, at statens konto i Nationalbanken ikke må overtrækkes. Statens opkøb og låntagning tilrettelægges derfor, så der altid er et passende indestående på statens konto til at opfange udsving i statens ind- og udbetalinger, jf. nedenstående figur. Da der er usikkerhed omkring prognosticeringen af udviklingen i indeståendet på kontoen, er det nødvendigt at opretholde en buffer til at imødekomme uforudsete bevægelser på kontoen. Denne usikkerhed knytter sig både til statens løbende ind- og udbetalinger og til markedsusikkerhederne i forbindelse med finansieringen af statens gæld. Forskydninger i skattebetalinger gør det vanskeligt at prognosticere statens ind- og udbetalinger. Markedsrelateret usikkerhed skyldes bl.a., at salget af statspapirer vanskeliggøres i perioder med uforudsete markedsforhold.

Staten kan aktivt udjævne indeståendet på kontoen gennem sin opkøbspolitik. Opkøb af statspapirer, der forfalder i indeværende år, flytter statens betalinger frem til opkøbstidspunktet.

Der gennemføres i øjeblikket en omlægning af statens ind- og udbetalinger, så betalingerne falder mere jævnt over året. Udjævnningen af betalingerne gør det muligt at reducere det gennemsnitlige indestående på statens konto, under forudsætning af at der fortsat er en passende buffer. Ved udgangen af 2002 blev det besluttet at reducere det gennemsnitlige indestående på statens konto med 10 mia.kr. Reduktionen i kontoen betyder, at det indenlandske lånebehov i 2003 ekstraordinært reduceres med 10 mia.kr.

STATENS KONTO, 2002-03



Anm.: Den blå kurve markerer faktiske tal, mens den gule er baseret på *Budgetoversigt 4*, december 2002. I prognosen for 2003 er der ikke taget hensyn til opkøb af statspapirer i løbet af året. Opkøb benyttes bl.a. til at udjævne det gennemsnitlige indestående på statens konto.

STATENS DAU-, NETTO- OG BRUTTOKASSESALDO				Tabel 2.3.1
Mia.kr.	1999	2000	2001	2002
Drifts-, anlægs- og udlånsbudget	9,1	30,7	24,0	12,7
Genudlån af statslån	-1,6	-2,8	-2,4	-8,0
Fordelte emissionskurstab og skyldige renter ¹	3,2	1,4	0,4	-0,1
Andre kapitalposter ²	0,2	-2,3	0,9	-16,2
Nettokassesaldo	10,9	27,0	22,9	-11,6
Afdrag på indenlandsk statsgæld	75,9	91,3	101,2	114,0
Afdrag på udenlandsk statsgæld	20,0	15,7	17,8	22,5
Bruttokassesaldo	-85,0	-80,0	-96,2	-148,1
Indenlandsk bruttofinansieringsbehov ³	67,9	62,3	81,1	115,5
Salg af statspapirer, kursværdi	68,8	65,7	87,7	121,9

Kilde: 1999-2001 er statsregnskabstal. 2002 er baseret på prognosen i *Budgetoversigt 4*, december 2002, Nationalbankens pressemeddelelse samt foreløbige tal for statens bogføring.

¹ Inkl. opkøbskurstab.

² Indeholder bl.a. statens beholdningsbevægelser, jf. *Budgetoversigt 4*, december 2002.

³ Baseret på Nationalbankens tal ultimo året. Tallene kan derfor afvige fra regnskabstallene og fra *Budgetoversigt 4*, december 2002.

LÅNEVIFTE OG UDSTEDELSESTRATEGI

2.4

Som det har været strategien i tidligere år, sigtes der i 2003 mod at opretholde en attraktiv lånevifte bestående af likvide statspapirer. Statens indenlandske låntagning sker ved udstedelse af statsobligationer, statsgældsbeviser og skatkammerbeviser. Udstedelserne i statsobligationer og statsgældsbeviser koncentrerer i tre løbetidssegmenter. Statsobligationer udstedes i de 5- og 10-årige løbetidssegmenter, mens statsgældsbeviser udstedes i det 2-årige løbetidssegment. Skatkammerbeviserne er de korteste papirer i låneviften og udstedes med en løbetid på op til 12 måneder.

Statsobligationer og statsgældsbeviser

Statsobligationer og statsgældsbeviser er fastforrentede stående lån. Internationalt anvender statslige låntagere overvejende denne låntype.

STATENS INDENLANDSKE LÅNEBEHOV I 2003		Tabel 2.3.2
		Mia.kr.
Indenlandsk bruttofinansieringsbehov, jf. <i>Budgetoversigt 4</i> , 2002	100,4	
Ekstraordinært træk på kontoen	-10,2	
Træk på kontoen som følge af oversalg i 2002	-6,4	
Opkøb i 2003-papirer i forhold til <i>Budgetoversigt 4</i>	-9,9	
Indenlandsk lånebehov	73,9	

Statspapirerne udstedes til medlemmer af Københavns Fondsbørs' obligationsdelmarked¹. Udstedelserne aftages af forholdsvis få markedsdeltagere. I 2002 aftog 6 markedsdeltagere lidt over 90 pct. af de samlede statslige udstedelser.

I januar 2002 blev 4 pct. statsgældsbevis 2004 samt 4 pct. stående lån 2008 åbnet. Der blev på åbningsdagen solgt for henholdsvis 4,3 og 6 mia.kr. nominelt i de to papirer. I februar 2002 blev det nye 10-årige statspapir, 5 pct. stående lån 2013, åbnet og afløste 6 pct. stående lån 2011 i låneviften. Der blev solgt for 6 mia.kr. nominelt på åbningsdagen.

Den 21. januar 2003 blev det nye statsgældsbevis, 4 pct. statsgældsbevis 2005, åbnet med et nominelt salg på åbningsdagen på 4,6 mia.kr. Samtidig blev udstedelser i 4 pct. statsgældsbevis 2004 indstillet.

EU-landene har i januar 2003 indgået en politisk aftale om et rentebeskatningsdirektiv, der skal fastlægge medlemsstaternes forpligtelser vedrørende bl.a. udveksling af information om grænseoverskridende rentebetalinger. På baggrund heraf ventes et endeligt direktiv at blive udformet og vedtaget snarest. Det foreliggende direktivforslag, som skal revideres i lyset af den politiske aftale fra januar 2003, indeholder en klausul, så statspapirer ikke omfattes af direktivet i en overgangsperiode på 7 år, såfremt de er åbnet før 1. marts 2001, og der ikke er udstedt i serien efter 1. marts 2002. For at danske statsobligationer og statsgældsbeviser er underlagt samme retningslinjer ved en evt. vedtagelse af direktivet, blev der i maj 2002 ekstraordinært udstedt for 1 mio.kr. i en række statsobligationer og statsgældsbeviser uden for låneviften. Papirerne blev udstedt til Den Sociale Pensionsfond. Yderligere oplysninger om den ekstraordinære udstedelse er offentliggjort i meddelelsen om ekstraordinær udstedelse af statspapirer i lyset af forslaget til EUs rentebeskatningsdirektiv. Meddelelsen er optrykt i bilagsdelen bagerst i publikationen.

Salgsfordelingen for de enkelte statspapirer i 2002 ses i tabel 2.4.1. I 2003 sigtes der mod at udstede 40 pct. i det 2-årige, 20 pct. i det 5-årige og 40 pct. i det 10-årige løbetidssegment. Denne strategi tilgodeser hensynet til likviditeten i låneviftepapirerne og bidrager dermed til lavere renteomkostninger på statsgælden. Det er en del af strategien at sprede udstedelserne ud over flere punkter på rentekurven for bl.a. at opnå en bred investorfordeling.

I Danmark udstedes statsobligationer og statsgældsbeviser via tapsalg, hvor der løbende kan udstedes til medlemmer af Københavns Fondsbørs' obligationsdelmarked. Denne udstedelsesmetode gør det muligt at fordele udstedelserne jævnt over året. Ved at udstede jævnt over året reduceres risikoen for at skulle dække en større del af årets finansieringsbehov

¹ Salget af statspapirer sker via Københavns Fondsbørs' handelssystem, Saxess.

INDENLANDSKE STATSLÅN I 2002				Tabel 2.4.1
Mio.kr.	Emission			Nominelt udestående ultimo 2002
	Nominelt	Kursværdi	Kurstab	
5 pct. stående lån 2013	45.845	45.327	518	45.845
6 pct. stående lån 2011	1.973	2.118	-145	60.501
4 pct. stående lån 2008	20.954	20.081	873	20.954
Statsobligationer i alt	68.779	67.533	1.246	
4 pct. statsgældsbevis 2004	42.682	42.384	298	42.682
Statsgældsbeviser i alt	42.683	42.385	298	
Statsobligationer og statsgældsbeviser i alt	111.462	109.918	1.544	
Skatkammerbevis 2003 IV	12.490	12.096	394	12.490
Skatkammerbevis 2003 III	14.003	13.581	422	14.003
Skatkammerbevis 2003 II	17.070	16.592	478	17.070
Skatkammerbevis 2003 I	19.841	19.275	566	19.841
Skatkammerbevis 2002 IV	8.932	8.741	191	
Skatkammerbevis 2002 III	7.490	7.388	102	
Skatkammerbevis 2002 II	3.392	3.360	32	
Indfrielse	69.038	69.038		
Skatkammerbeviser, netto	14.180	11.997	2.183	
Statspapirsalg i alt	125.642	121.915	3.727	

Anm.: I lyset af forslaget til EUs rentebeskatningsdirektiv blev der i 2002 ekstraordinært udstedt for 1 mio.kr. i hvert af følgende indenlandske statspapirer: 5 pct. statsgældsbevis 2003, 8 pct. stående lån 2003, 7 pct. stående lån 2004, 5 pct. stående lån 2005, 8 pct. stående lån 2006, 7 pct. stående lån 2007, 6 pct. stående lån 2009, 6 pct. stående lån 2011 og 7 pct. stående lån 2024.

under ugunstige markedsforhold. Figur 2.4.1 viser salget i det 10-årige statspapir i 2002. Der blev typisk solgt på dage med rentefald.

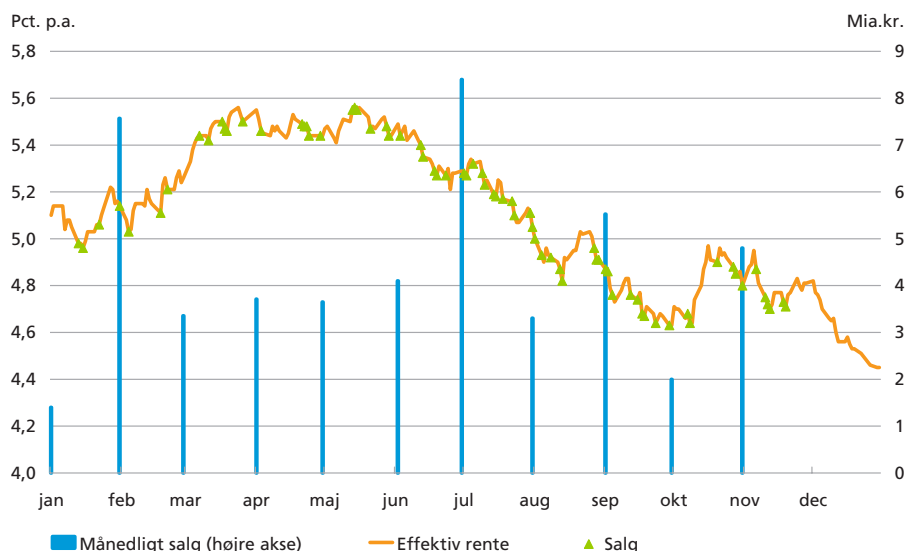
Udlandets ejerandel af den 10-årige toneangivende obligation steg i løbet af 2002, jf. figur 2.4.2, men er ikke tilbage på niveauet fra tidligere år. De udenlandske investorer ejede ved udgangen af 2002 ca. 40 pct. af danske statsobligationer og statsgældsbeviser med en løbetid på under 5 år. Korrigeres for DSPs beholdning af de enkelte papirer, er den udenlandske ejerandel ca. 52 pct. Ejerandelen for statspapirer med længere løbetid ligger noget under dette niveau, jf. tabel 2.4.2.

Skatkammerbeviser

Skatkammerbeviser er nulkuponpapirer, dvs. investor modtager ingen rentebetalinger i papirets løbetid. Forrentningen sker alene ved, at skatkammerbeviserne udstedes til underkurs og indløses til pari. Skatkammerbeviserne sælges ved månedlige auktioner. Auktioner anvendes for

SALG AF 10-ÅRIGT LÅNEVIFTEPAPIR I 2002

Figur 2.4.1

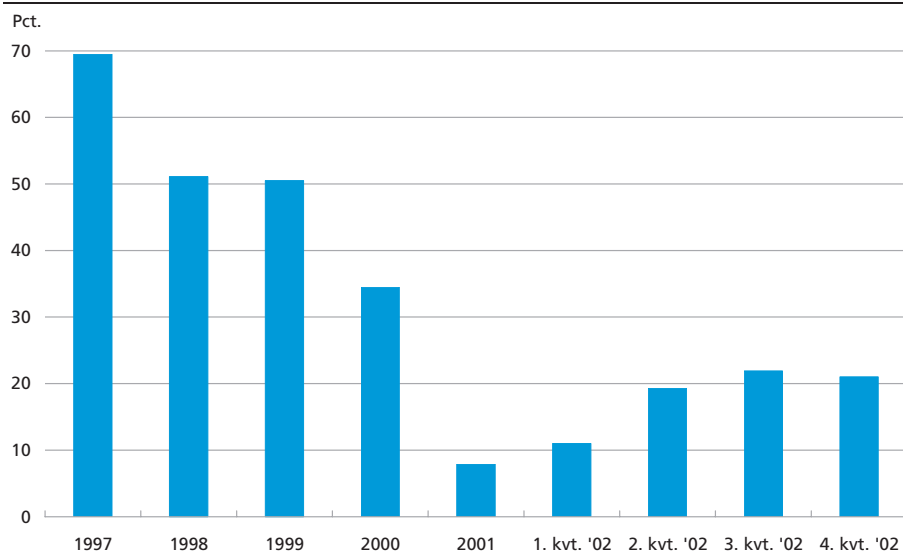


Anm.: Frem til og med den 18. februar 2002 er 6 pct. stående lån 2011 det 10-årige låneviftepapir. Derefter er det 5 pct. stående lån 2013.

hurtigt at opbygge likviditet i serierne. Hovedparten af skatkammerbeviserne aftages af få store auktionsdeltagere. De tre største auktionsdeltagere købte i 2002 ca. 80 pct. af de udstedte beviser.

UDENLANDSK EJERANDEL AF 10-ÅRIG TONEANGIVENDE OBLIGATION, KURSVÆRDI, ULTIMO

Figur 2.4.2



Anm.: Der er korregeret for genkøbsforretninger mellem danske pengeinstitutter og valutaudlændinge. Desuden er der skønsmæssigt korregeret for valutaindlejnings beholdninger i depot i udlandet.

Kilde: Danmarks Statistik.

UDENLANDSK EJERANDEL AF UDVALGTE INDENLANDSKE STATSPAPIRER,
NOMINEL VÆRDI, ULTIMO 2002

Tabel 2.4.2

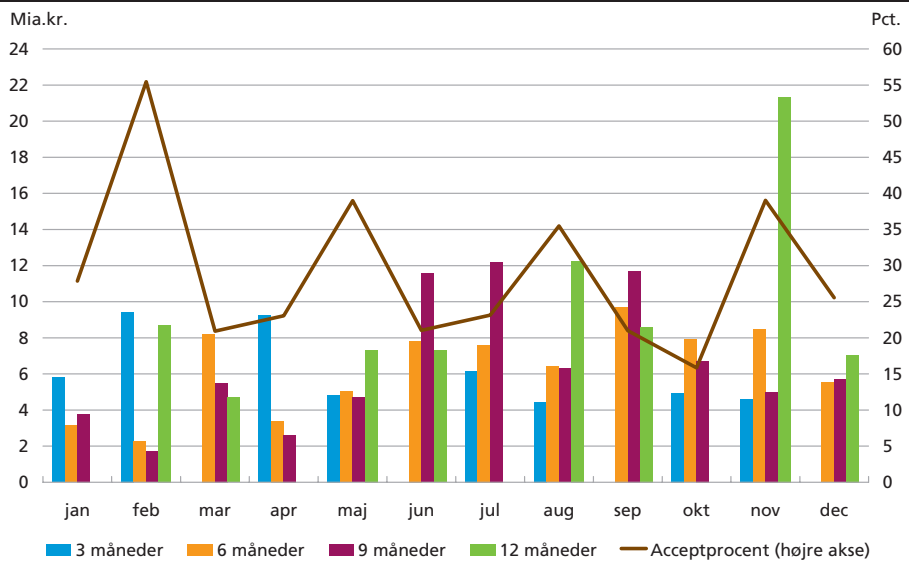
Pct.	Udenlandsk ejerandel	Udenlandsk ejerandel korrigeret for DSPs beholdning
5 pct. statsgældsbevis 2003	40,0	40,0
8 pct. stående lån 2003	35,3	40,4
4 pct. statsgældsbevis 2004	68,3	68,3
7 pct. stående lån 2004	38,1	52,2
5 pct. stående lån 2005	52,7	55,6
8 pct. stående lån 2006	31,4	57,4
7 pct. stående lån 2007	21,8	46,4
4 pct. stående lån 2008	16,9	16,9
6 pct. stående lån 2009	22,2	35,1
6 pct. stående lån 2011	20,9	23,9
5 pct. stående lån 2013	20,3	20,3
7 pct. stående lån 2024	12,9	12,9

Anm.: Der er korrigeret for genkøbsforretninger mellem danske pengeinstitutter og valutaudlændinge. Desuden er der skønsmæssigt korrigeret for valutaindlændinges beholdninger i depot i udlandet. Der korrigeres for Den Sociale Pensionsfonds beholdning af statspapirer ved at trække beholdningen fra den cirkulerende mængde i hvert papir.
Kilde: Danmarks Statistik.

Budmængde og acceptprocenter ved de afholdte skatkammerbevisauktioner fremgår af figur 2.4.3. Både den samlede mængde afgivne og accepterede bud steg i 2002 sammenlignet med 2001. Acceptprocenten lå i 2002 på ca. 30 pct. og var uændret i forhold til 2001.

BUDTE MÆNGDER OG ACCEPTPROCENTER VED SKATKAMMERBEVIS-
AUKTIONER I 2002

Figur 2.4.3



Anm.: 3 måneder inkluderer papirer med restløbetid på 3 og 4 måneder. 6 måneder inkluderer papirer med restløbetid på 5, 6 og 7 måneder. 9 måneder inkluderer papirer med restløbetid på 8, 9 og 10 måneder, og 12 måneder inkluderer papirer med restløbetid på 11 og 12 måneder.

I 2002 blev indfasningen af det nye 12-måneders skatkammerbevis afsluttet. Samtidig blev det samlede udestående i skatkammerbevisprogrammet, der nu består af fire beviser, øget. Sammenlagt var der et positivt nettofinansieringsbidrag fra skatkammerbevisprogrammet på 12 mia.kr.

Ved udgangen af 2002 var det samlede udestående i skatkammerbeviser 63,4 mia.kr. Udeståendet i skatkammerbevisprogrammet forventes uændret i 2003.

OPKØB OG OMBYTNINGSOPERATIONER

2.5

Staten har mulighed for at købe udestående statspapirer tilbage fra det sekundære marked. Opkøb af statspapirer foretages kun, hvis det er fordelagtigt ud fra en samlet statsgældspolitisk vurdering. Opkøbte obligationer annulleres normalt umiddelbart efter opkøb. Udover statens opkøb køber Den Sociale Pensionsfond statspapirer til sin egenbeholdning, jf. kapitel 6.

Staten opkøber både i statspapirer, der forfalder i indeværende år og i papirer med forfald i efterfølgende år.

Opkøb af statspapirer med forfald i indeværende år udjævner statens indenlandske lånebehov inden for året og anvendes primært til at styre udviklingen i indeståendet på statens konto. I 2002 blev der til kursværdi opkøbt for 11,4 mia.kr. af 6 pct. stående lån 2002, jf. tabel 2.5.1.

Opkøb af indenlandske statspapirer med udløb i efterfølgende år anvendes til at udjævne gældens afdragsprofil og til at understøtte likviditeten i låneviftepapirerne.

Der blev i 2002 opkøbt for 27,5 mia.kr. til kursværdi i papirer med udløb efter 2002. Størstedelen af opkøbene skete i 8 pct. stående lån 2003. Ved at købe op i dette papir flyttes en del af det indenlandske lånebe-

OPKØB AF INDENLANDSKE STATSPAPIRER I 2002¹

Tabel 2.5.1

Mio.kr.	Opkøbt		Nominelt udestående ultimo 2002
	Nominelt	Kursværdi	
Opkøb med udløb i 2002:			
Heraf:			
6 pct. stående lån 2002	11.300	11.399	
Opkøb med udløb efter 2002			
	26.000	27.494	
Heraf:			
8 pct. stående lån 2006	9.225	10.330	56.676
8 pct. stående lån 2003	16.775	17.165	43.586

¹ Inkl. opkøb foretaget i forbindelse med ombytningsauktioner.

STATENS OPKØB, 1998-2002, KURSVÆRDI					Tabel 2.5.2
Mia.kr.	1998	1999	2000	2001	2002
Udløb inden for året	21,3	23,2	31,5	19,5	11,4
Udløb i efterfølgende år	4,6	5,5	17,8	20,1	27,5
Opkøb i alt	25,9	28,7	49,3	39,7	38,9

hov fra 2003 til 2002. Derudover blev der opkøbt i 8 pct. stående lån 2006. Opkøb i dette papir blev primært finansieret ved udstedelser i det nyåbnede 5-årige låneviftepapir, 4 pct. stående lån 2008. På denne måde var opkøbene med til at understøtte opbygningen af det nye 5-årige låneviftepapir. Staten har i de senere år ført en stadig mere aktiv opkøbspolitik, jf. tabel 2.5.2. Udover at mindske risikoen på statsgælden kan opkøb bruges til at opbygge likviditeten i låneviftepapirerne. Det er specielt vigtigt i perioder med budgetoverskud og dermed lavere finansieringsbehov, jf. kapitel 7 i *Statens låntagning og gæld 2001*.

Hvis de udestående statspapirer byttes med statspapirer i låneviften, kaldes operationen ombytning. Staten afholdt i 2002 to ombytningsauktioner.

Ombytningsauktionerne blev afholdt på opfordring fra de danske markedsdeltagere og gav markedsdeltagerne mulighed for at ombytte statspapirer uden for låneviften til statspapirer i låneviften til markedspris.

Den 8. februar 2002 havde markedsdeltagerne mulighed for at ombytte fra 8 pct. stående lån 2006 til 4 pct. stående lån 2008. Den 4. marts 2002 kunne der byttes fra henholdsvis 8 pct. stående lån 2006 og 7 pct. stående lån 2007 til 4 pct. stående lån 2008. Ved begge ombytningsauktioner kunne papirerne ombyttes i et fastlåst risikovægtet forhold.

Der blev kun byttet et beskedent beløb på den første auktion, mens der ikke blev ombyttet på auktionen i marts. En af årsagerne til den begrænsede ombytning var, at prisen på de berørte papirer efter annonceringen af den forestående ombytningsauktion udviklede sig til ugunst for staten. Samtidig var markedsdeltagernes interesse ved begge ombytningsauktioner begrænset. Flere andre lande har haft lignende erfaringer med ombytningsauktioner.

Der planlægges ikke ombytningsauktioner i 2003. Det skal ligeledes ses i lyset af de gode erfaringer med opkøbsinstrumentet.

I 2003 kan staten købe op i stort set alle statspapirer uden for låneviften. Opkøbsviften pr. januar 2003 fremgår af meddelelsen fra december 2002 om statsgældspolitikken i 2003. Meddelelsen er optrykt forrest i publikationen.

Statens værdipapirudlånsordning blev etableret i 1998 for at understøtte likviditeten i nyåbnede statspapirer. Værdipapirudlånsordningen omfatter de statspapirer, som indgår i statens lånevifte. Et benchmarkpapir kan bibeholdes i ordningen et stykke tid efter, at det er taget ud af låneviften. Handelsberettigede på Københavns Fondsbørs' obligationsdelmarked kan benytte statens udlånsordning. Værdipapirudlån i andre statspapirer kan ske via Den Sociale Pensionsfonds værdipapirudlånsordning, jf. kapitel 6.

Med virkning fra den 2. januar 2003 blev gebyrpolitikken for anvendelse af statens værdipapirudlånsordning ændret. Gebyret for lån af statsobligationer og statsgældsbeviser i låneviften med et udestående under 20 mia.kr. blev nedsat til 25 basispoint for at understøtte opbygningen af nyåbnede låneviftepapirer. Gebyret er uændret 50 basispoint for udlån af statsobligationer og statsgældsbeviser med et udestående over 20 mia.kr. samt skatkammerbeviser. Vilkår for statens værdipapirudlånsordning er optrykt i bilagsdelen bagerst i publikationen. Gebyrerne for DSPs værdipapirudlånsordning er uændrede.

Der er i 2002 primært udlånt i 4 pct. statsgældsbevis 2004 og 5 pct. stående lån 2013. Størstedelen af udlånene fandt sted i begyndelsen af 2002, hvor statsobligationerne og statsgældsbeviset i låneviften blev udskiftet.

KAPITEL 3

Udenlandsk låntagning

SAMMENFATNING**3.1**

Strategien for den udenlandske låntagning er baseret på at opbygge en vifte af eurolån. Det er hensigten at udstede lån i euro for 1-2 mia.euro hvert år afhængigt af lånebehovet og efterspørgslen i markedet. Det første syndikerede eurolån på 1½ mia.euro blev udstedt i april 2002. Det næste syndikerede eurolån planlægges udstedt i foråret 2003.

Udover eurolån benyttes indenlandske udstedelser kombineret med valutaswaps fra kroner til euro. Denne form for udenlandsk låntagning kan være prismæssigt attraktiv, samtidig med at den understøtter likviditeten i de indenlandske låneviftepapirer.

Staten optog i 2002 udenlandske mellem- og langfristede lån for 22,5 mia.kr. svarende til afdragene på den udenlandske gæld. Statens syndikerede eurolån udgjorde ca. halvdelen, mens den resterende del bestod af indenlandske udstedelser kombineret med valutaswaps til euro. I 2003 er det udenlandske lånebehov 17,1 mia.kr.

STRATEGI FOR UDENLANDSK LÅNTAGNING**3.2**

Staten har i de senere år udelukkende benyttet simple lånekonstruktioner, der er velkendte i markedet. Valutaeksponeringen for den udenlandske gæld er i euro. Ved at begrænse valutaeksponeringen til euro fås, i lyset af Danmarks fastkurspolitik over for euroen, en lav valuta-kursrisiko.

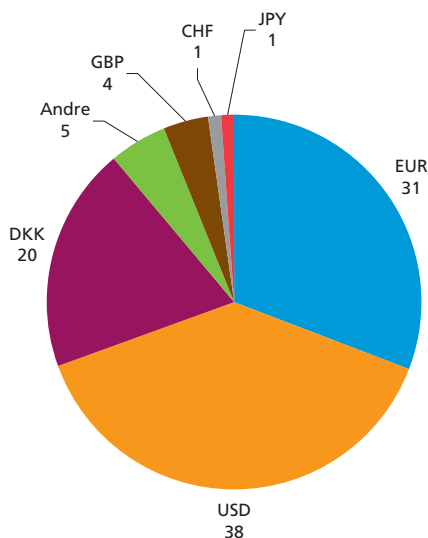
Den udenlandske gælds fordeling på udstedelsesvalutaer før valutaswaps er vist i figur 3.2.1. Efterhånden som de gamle lån bliver erstattet af eurolån og indenlandske udstedelser kombineret med swaps til euro, stiger andelen af kroner og euro i valutaforordelingen.

Optagelse af syndikerede lån i euro

I april 2002 udstedte staten det første syndikerede eurolån. Det næste syndikerede eurolån planlægges udstedt i foråret 2003. Det er hensigten over tid at opbygge en vifte af eurolån af typen stående lån. Valutaeksponeringen for den udenlandske gæld er udelukkende i euro. Ved at optage stående lån direkte i euro sikres en simpel lånekonstruktion.

UDSTEDELSESVALUTAER FOR UDENLANDSK STATSGÆLD FØR
VALUTASWAPS, ULTIMO 2002, PCT.

Figur 3.2.1



Anm.: Den store andel af udstedelser i kroner skyldes, at en del af den udenlandske låntagning består af udstedelser i indenlandske lånevift papirer kombineret med valutaswaps til euro.

Lånoptagelse i andre valutaer vil skulle kombineres med valutaswaps til euro.

Den foretrukne løbetid for statens eurolån er det mellemfristede segment. Det er hensigten at udstede eurolån for 1-2 mia.euro hvert år afhængigt af lånebehovet og efterspørgslen i markedet.

Eurolånene udstedes ved syndikering. Denne metode er beskrevet i boks 3.1. Syndikering har en række fordele, som er særligt relevante for små udstedere for at sikre en bred international distribution af lånene.

Ved syndikering kan de deltagende banker via deres investorkontakter skabe interesse om en udstedelse og derved danne basis for en bred investorfordeling. Desuden giver syndikering et stort initialt udestående, ligesom lead managerne stiller bud- og udbudspriser i lånene. Det understøtter omsættelighed og likviditet.

Eurolånene er rettet mod en bred kreds af internationale investorer, herunder institutionelle investorer. En bredt sammensat investorbase kan være med til at lette statens fremtidige afsætning på kapitalmarkedet.

Markedet for eurostatsobligationer domineres på udbudssiden af udstedelser fra eurolandene. Den danske stats eurolån udgør en meget begrænset del af det samlede udbud af eurostatsobligationer. Det er med til at underbygge efterspørgslen fra investorer, som ønsker en diversificeret portefølje af højtratede eurostatsobligationer.

Ved syndikerede obligationslån formidles lånet til investorerne gennem et syndikat af banker, der mod betaling står for den praktiske gennemførelse af salget. Ved udstedelsen af det danske eurolån i april 2002 bestod syndikatet af to ledende banker (lead manager) og seks andre banker (co-lead manager).

Forløb af syndikeret obligationsudstedelse

Udsteder sammensætter et syndikat af banker og vælger, hvem der skal være lead manager. For staten er valget af banker baseret på kriterier om, at bankerne skal være velrenommerede, være aktive på eurostatsobligationsmarkedet og have erfaring med syndikerede euroudstedelser. Herudover skal den samlede gruppe af banker kunne sikre adgang til en bred geografisk og institutionel fordeling på investorer.

I dagene forud for emissionen diskuterer udsteder pris, mængde og udstedelsestidspunkt med lead managerne. I denne periode har bankerne løbende kontakt til investorerne for at skabe interesse for den kommende udstedelse og danne sig et indtryk af efterspørgslen.

Op til udstedelsestidspunktet opbygges en pulje af bud, som bankerne indhenter. Denne proces forløb ved udstedelsen af statens eurolån over ca. et døgn. Hvert bud består af en pris, fx angivet som et spænd til den tilsvarende tyske benchmarkobligation, og en mængde. Udsteder følger løbende bankernes indsamling af bud. Når indsamlingen af bud er afsluttet, bestemmer udsteder lånets endelige pris.

Herefter tager hver bank kontakt til sine investorer for at effektivere salget.

Syndikatets samarbejdsstruktur

Udsteder fastsætter syndikatets samarbejdsstruktur. Strukturen kan se ud på flere måder. Overordnet skelnes mellem pot- og retention-metoden.

Ved *pot-metoden* samarbejder bankerne i syndikatet om at finde investorer til udstedelsen. Investor-buddene lægges løbende i en samlet pulje. Denne proces kaldes bookbuilding. I puljen kan udsteder se de enkelte investor-bud samt hvilken bank, der har indhentet budet. Dette giver udsteder information om den samlede efterspørgsel ved forskellige prisniveauer. Udsteder vælger på basis heraf en markedskonform pris, som svarer til den ønskede størrelse for udstedelsen. Prisfastsættelsen under pot-metoden kommer herved til at ligne en auktion. Udsteder kan herudover bruge puljen til at se, hvilke banker der har samlet flest gode investor-bud.

Ved *retention-metoden* tildeles hver bank i syndikatet en andel af udstedelsen, som banken er ansvarlig for at afsætte. Udsteder sælger direkte til bankerne for en aftalt pris. Bankerne sælger herefter videre til investorerne. Udsteder kan ikke bestemme, hvilken pris bankerne videresælger til, ligesom udsteder ikke ved, hvilke investorer bankerne har kontakt med. Retention-metoden i sin rene form indebærer, at udsteder modtager den aftalte pris fra bankerne uanset den faktiske efterspørgsel fra investorerne. Hermed undgår udsteder risikoen for at udstede under markedsforhold, som er uventet dårlige. Denne risiko påtages i stedet af syndikatets banker.

Bankernes samarbejde under udstedelsen af eurolånet i april 2002 var baseret på pot-metoden. Lead managerne havde en fælles pulje med 80 pct. af udstedelsen, mens co-lead managerne havde en pulje med de resterende 20 pct. Hver co-lead manager var sikret adgang til mindst 20 mio.euro.

Staten vil normalt udstede eurolån i årets første halvdel. Det endelige tidspunkt for udstedelsen forsøges valgt således, at udstedelsen ikke er sammenfaldende med euroudstedelser fra andre statslige udstedere. En udstedelse først på året betyder, at årets resterende udenlandske låntagning i form af valutaswaps fra kroner til euro kendes på et tidligt tidspunkt og dermed kan spredes over en længere periode afhængigt af markedsforholdene. Planlægningen af en tidlig udstedelse giver desuden mulighed for at komme tilbage på markedet senere på året, hvis markedsforholdene i første omgang ikke viser sig tilstrækkeligt attraktive.

Når staten udsteder eurolån, sammenlignes låneomkostningerne bl.a. med tilsvarende tyske udstedelser og udstedelser fra en "peer"-gruppe af andre højtratede stater, fx Finland, Holland, Spanien og Østrig. Herudover sammenlignes låneomkostningerne med alternative låntyper, fx indenlandske udstedelser kombineret med valutaswaps til euro eller udstedelser i andre valutaer tilknyttet swaps til euro. Udstedelse i en anden valuta end euro (fx dollar) kan forekomme, hvis markedsforholdene for en sådan udstedelse kombineret med swaps til euro er væsentligt mere attraktive end for udstedelse direkte i euro.

Valutaswaps fra kroner til euro

Ud over syndikerede eurolån benytter staten indenlandske udstedelser kombineret med valutaswaps fra kroner til euro til at dække det resterende udenlandske lånebehov efter euroudstedelse. Denne form for udenlandsk låntagning kan være prismæssigt attraktiv samtidig med, at den understøtter likviditeten i de indenlandske låneviftepapirer. Valutaswaps kan fordeles over forskellige løbetider og kan derfor benyttes til at udjævne afdragsprofilen på den udenlandske gæld. Statens brug af valutaswaps er yderligere beskrevet i kapitel 4.

Commercial Papers

Commercial Papers (CP'er) er kortfristede papirer med løbetid på op til et år. Denne type låntagning benyttes typisk, hvis der er behov for hurtigt at øge valutareserven eller til sikring af et tilstrækkeligt indestående på statens konto. Staten har gennem en række banker etableret to CP-låneprogrammer. Programmet på det indenlandske amerikanske marked kan alene benyttes til udstedelse i dollar, mens programmet på euromarkedet kan benyttes til udstedelser i flere valutaer. Valutaeksposeringen på statens udenlandske gæld er udelukkende i euro. CP'er i andre valutaer end euro kombineres med valutaterminsforretninger, så sluteksposeringen bliver i euro.

For hvert af programmerne er det maksimale udstående 6 mia.USD.

Udenlandsk låntagning i 2003

Statens udenlandske lånebehov i 2003, svarende til afdragene på den udenlandske gæld, er 17,1 mia.kr. Lånebehovet dækkes primært ved udstedelse af et eurolån. Det syndikerede eurolån planlægges udstedt i foråret 2003. Den resterende del dækkes af indenlandske udstedelser kombineret med valutaswaps fra kroner til euro.

Som et led i den overordnede styring af varigheden på statsgælden kan staten indgå eurorenteswaps, som ikke er tilknyttet specifikke lån (porteføljerenteswaps). Dette er yderligere beskrevet i kapitel 4.

UDENLANDSK LÅNTAGNING I 2002

3.3

Staten optog i 2002 mellem- og langfristede udenlandske lån for 22,5 mia.kr., jf. tabel 3.3.1.

Staten opkøbte med valør i september for 51 mio.kr. i et JPY/USD dual currency-lån med udløb i 2003 til Euribor. Lånet er tilknyttet en liability swap, som omlægger betalingerne på lånet til euro. I forbindelse med opkøbet indgik staten derfor en modgående asset swap svarende til opkøbs størrelse.

Staten har indgået eurorenteswaps for 37 mia.kr. i 2002, jf. kapitel 4.

Udstedelse af syndikerede lån i euro

Staten optog det første af en række syndikerede eurolån i april 2002. Eurolånet på 1½ mia.euro blev udstedt med Deutsche Bank og Morgan Stanley som lead managere. Lånets karakteristika og investordelinger er yderligere beskrevet i boks 3.2.

Forud for udstedelsen betragtede staten til brug for prisfastsættelsen af lånet en "peer"-gruppe bestående af udstedelser fra Østrig, Finland og Holland. Herudover blev lånet sammenlignet med den tyske 5-årige benchmark (OBL139).

Konkret blev udstedelsen prisfastsat 14 basispoint over den tyske benchmark, hvilket var en pæn placering inden for "peer"-gruppen. Dette var særligt vigtigt ved denne første udstedelse. Prisen vil kunne danne udgangspunkt for prisfastsættelsen af kommende euroudstedelser. Det

MELLEM- OG LANGFRISTET UDENLANDSK LÅNTAGNING, 2002					Tabel 3.3.1
Mia.kr.	1. kvrt.	2. kvrt.	3. kvrt.	4. kvrt.	I alt
Eurolån	0,0	11,1	0,0	0,0	11,1
Valutaswaps fra kroner til euro	4,2	1,0	2,5	3,7	11,4
Mellem- og langfristede udenlandske lån i alt ...	4,2	12,1	2,5	3,7	22,5

blev desuden besluttet at forhøje udstedelsen fra det initialt udmeldte beløb på 1 mia.euro til 1½ mia.euro i lyset af den solide efterspørgsel.

EUROLÅN, 4,875 PCT. 2007

Boks 3.2

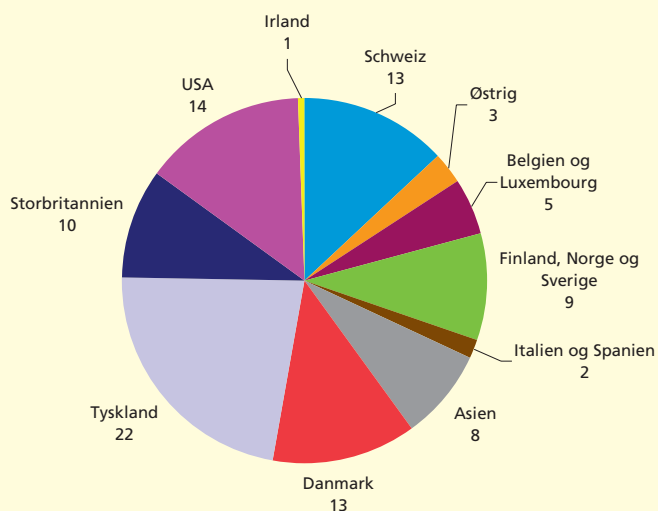
Karakteristika for Kingdom of Denmark, Eurolån 4,875 pct. 2007:

- Størrelse: 1,5 mia.euro
- Udløbsdato: 18. april 2007
- Rentespænd til Tyskland ved launch: OBL139 + 14 basispoint
- Rating: AAA/Aaa
- Fee: 0,10 pct.
- Lovvalg og jurisdiktion: Dansk
- Notering: Københavns Fondsbørs
- Registrering: Værdipapircentralen
- Lead managere: Deutsche Bank og Morgan Stanley
- Co-lead managere: ABN Amro, CSFB, Danske Bank, Goldman Sachs, Nomura og Nordea

Udstedelsen havde en bred geografisk fordeling. Der var især stor interesse fra banker og fund managere. Den geografiske fordeling af buddene modtaget under bookbuilding'en er vist i figuren herunder. Figuren illustrerer, hvorledes interessen for udstedelsen fordeler sig geografisk, men er ikke et udtryk for den endelige investorfordeling.

Investorbuddene på eurolånet havde en noget større andel europæiske investorer, end det var tilfældet for statens syndikerede dollarlån fra september 2001. Dollarlånet var således karakteriseret ved en stor andel asiatiske investorer (46 pct.).

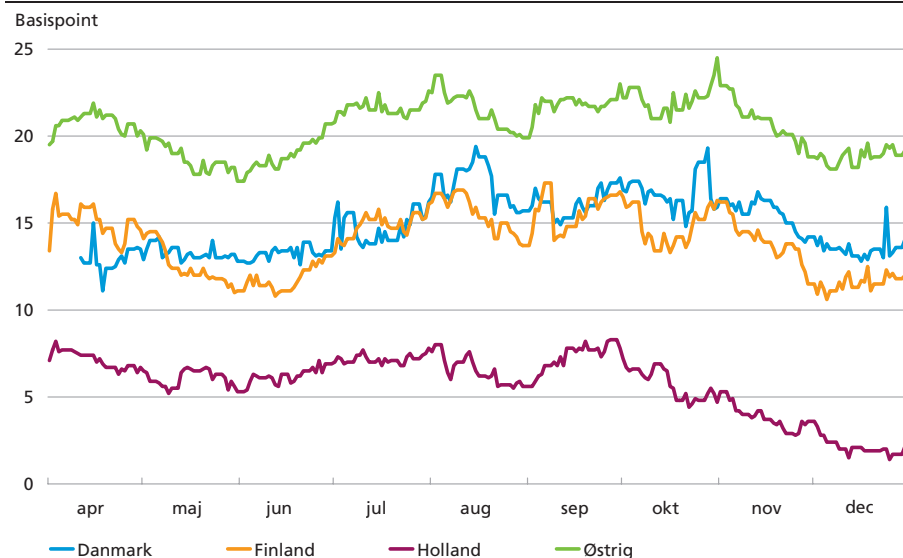
GEOGRAFISK FORDELING AF MODTAGNE INVESTORBUD INDEN FOR TILDELINGSPRISEN, PCT.



Anm.: Figuren omfatter alene modtagne bud, som ligger inden for priseniveauet ved launch, dvs. renten på det tyske statspapir OBL139+14 basispoint.

RENTESPÆND TIL TYSKLAND FOR EUROLÅNET OG TILSVARENDE UDSTEDELSER FRA FINLAND, HOLLAND OG ØSTRIG

Figur 3.3.1



Anm.: Den tyske udstedelse er 6 pct. 1/4/2007, den finske udstedelse er 5 pct. 7/2007, den østrigske udstedelse er 5 pct. 10/2007, og den hollandske udstedelse er 5,75 pct. 2/2007.

Kilde: Bloomberg.

Udstedelsen blev godt modtaget i markedet. Udstedelsen opnåede en bred geografisk spredning på investorer og har efterfølgende ligget prismæssigt stabilt i markedet, jf. figur 3.3.1.

Valutaswaps fra kroner til euro

Staten indgik i 2002 valutaswaps fra kroner til euro for 11,4 mia.kr. Udenlandsk låntagning i form af valutaswaps har over hele året 2002 ligget prismæssigt på pæne niveauer. Markedsudviklingen for swaps er yderligere beskrevet i kapitel 4, og information om de enkelte valutaswaps findes i bilagstabel 4c.

KAPITEL 4

Rente- og valutaswaps

SAMMENFATNING**4.1**

Staten anvender swaps til at omlægge valuta- og rentevilkår på statsgælden. I 2002 har staten indgået renteswaps for i alt 47 mia.kr. – heraf er der indgået for 10 mia.kr. i kroner og 37 mia.kr. i euro. Desuden har staten indgået valutaswaps fra kroner til euro for i alt 11 mia.kr.

Spændet mellem swaprenten og den effektive rente på statspapirer (swapspændet) er en indikator for fordelagtigheden af at indgå renteswaps og finansiere en del af det udenlandske lånebehov ved brug af valutaswaps fra kroner til euro. Swapspændene har været faldende på kronemarkedet i 2002. På euromarkedet har swapspændene ligget nogenlunde stabilt det meste af året, men var faldende mod udgangen af året.

Brugen af swaps betyder, at staten har en kreditrisiko på sine modparter. Krediteksponeringen på swapporteføljen er i 2002 faldet med 1,7 mia.kr. til 8,2 mia.kr. Den lavere krediteksponering dækker over et større fald i markedsværdien for valutaswaps, som kun delvist opvejes af en stigning i markedsværdien for renteswaps. Herudover steg modparternes indlæggelse af sikkerhed med 0,4 mia.kr. til 4,4 mia.kr., hvilket medvirkede til at reducere krediteksponeringen.

Staten indgår kun nye swaps, hvis modparten er villig til at stille sikkerhed for en del af swappens værdi. I 2002 er der indgået 3 nye sikkerhedsaftaler. Der er nu 22 sikkerhedsaftaler, og over 90 pct. af swapporteføljen målt ved hovedstolen er omfattet af en sikkerhedsaftale.

En række af statens swapmodparter er nedgraderet til en A+ rating. Med disse modparter indgås kun indenlandske renteswaps samt valutaswaps fra kroner til euro.

BRUG AF RENTE- OG VALUTASWAPS**4.2**

En swap er en aftale mellem to parter om at bytte betalinger over en nærmere fastlagt periode. En swap består af to "ben" – det ene ben er betalingsrækken til modparten (fx en variabel rente), og det andet ben er betalingsrækken fra modparten (fx en fast rente). Normalt bliver

swappen prisfastsat, så nutidsværdien af betalingsrækkerne i de to ben er den samme på indgåelsestidspunktet.

Staten har siden 1983 anvendt swaps til at reducere låneomkostningerne samt styre rente- og valutarisiko. Brugen af swaps blev oprindeligt introduceret i styringen af den udenlandske gæld, og i 1998 indførtes renteswaps i kroner som et instrument i den indenlandske gældspleje. Udenlandsk låntagning i form af indenlandske udstedelser kombineret med valutaswaps fra kroner til euro blev påbegyndt i 2001. De forskellige typer af swaps, som indgår i statens swapportefølge er beskrevet i boks 4.1.

Brugen af swaps mindsker statens låneomkostninger. Grundet komparative fordele i løbetid eller valuta kan staten ved at benytte swaps typisk opnå bedre lånevilkår for et givet varighedsniveau eller en given valutaeksponering end ved direkte låntagning.

Staten anvender *renteswaps* til at omlægge gæld mellem fast og variabel rente og dermed styre varigheden på statsgælden. Renteswaps gør det således muligt at adskille udstedelsen i likvide obligationsserier fra styringen af renterisiko på gælden.

Staten indgår renteswaps på krone- og euromarkedet afhængigt af de gældende markedsforhold.

Valutaswaps benyttes til at omlægge gæld mellem betalingsvalutaer. Dvs. at betalinger i én valuta byttes til betalinger i en anden valuta. Staten brugte tidligere valutaswaps mellem flere forskellige valutaer for at opnå en bestemt valutafordeling på den udenlandske statsgæld.

TYPER AF SWAPS I STATENS SWAPPORTEFØLJE

Boks 4.1

Staten har siden 1983 anvendt swaps til at reducere låneomkostningerne samt til at styre rente- og valutarisiko. Swapporteføljen omfatter renteswaps i kroner, renteswaps i andre valutaer, valutaswaps (herunder valutaswaps fra kroner til euro) og strukturerede swaps. Swaps er indgået som liability swaps, asset swaps og porteføljeswaps.

I en *liability swap* modtager staten betalinger fra modparten, som er identiske med betalingerne på et specifikt lån. Denne type swaps har staten hidtil benyttet til styring af den udenlandske gæld. I forbindelse med opkøb i et lån, som er tilknyttet en liability swap, indgås en *asset swap* til at udligne betalingerne i den oprindelige liability swap. I en *porteføljeswap* er betalinger ikke knyttet til et eksisterende lån.

Hovedparten af statens swapportefølge udgøres af standardiserede swaps. For at omlægge strukturerede lån til ordinære rente- og afdragsformer har staten i enkelte tilfælde indgået strukturerede swaps, som ikke er standardiserede.

Nye swaps indgås udelukkende som standardiserede swaps i form af porteføljeswaps. Porteføljeswaps giver mulighed for at sprede rentebetalinger og rentefastsættelsestidspunkter, hvilket gør staten mindre eksponeret over for fastsættelsen af renten (Cibor eller Euribor) på enkelte dage. Herudover stiller markedsdeltagere løbende priser i denne type swaps, og markedet er derfor isoleret set mere likvidt end for andre typer swaps.

Siden starten af 2001 har den udenlandske gæld udelukkende været eksponeret i euro. Dette giver en lav valutakursrisiko grundet Danmarks fastkurspolitik over for euro. Udenlandske lån optages via syndikerede eurolån eller via indenlandske udstedelser kombineret med valutaswaps fra kroner til euro. I dag benytter staten derfor normalt kun valutaswaps af typen krone-euro valutaswaps.

Procedure for indgåelse af swaps

De enkelte transaktioner af swaps fordeles som udgangspunkt jævnt over året. Nye swaps indgås udelukkende som standardiserede swaps i form af porteføljeswaps.

Brugen af swaps blandt stater og virksomheder bliver stadig mere udbredt. Swapmarkederne har udviklet sig fra en meget begrænset dybde til relativt likvide markeder med løbende prisstillelse på en række standardiserede swapprodukter. Swapmarkederne likviditet varierer mellem valutaer og typer, fx er euromarkedet mere likvidt end kronemarkedet. Statens swaptransaktioner foretages under hensyntagen til, at likviditeten i kronemarkedet fortsat er under opbygning.

Når staten skal indgå en swap tages kontakt til 2-4 potentielle modparter, som bliver bedt om at give en pris på swappen. Modparten med det bedste bud får handlen. De øvrige deltagere får ikke besked om, hvem der vandt transaktionen. Hvis buddene ikke vurderes tilstrækkeligt attraktive, bliver handlen ikke indgået.

Løbende information om swaps

Detaljeret information om statens transaktioner af swaps offentliggøres årligt i Statens låntagning og gæld, jf. bilagstabel 4. Løbende information om mængden af nye valutaswaps fra kroner til euro offentliggøres på månedsbasis i forbindelse med opgørelsen af statens indenlandske lånebehov første bankdag, jf. bilaget Information om statens låntagning og gæld, som findes i bilagsdelen bagerst i publikationen.

STATENS BRUG AF RENTESWAPS I 2002

4.3

Staten har i 2002 indgået renteswaps for i alt 47 mia.kr. – heraf er 10 mia.kr. indgået i kronemarkedet, mens den resterende del er indgået i euromarkedet. Markedet for eurorenteswaps er mere likvidt end markedet for kronerrenteswaps.

På det danske marked er der primært indgået 5-årige renteswaps. Dette skyldes, at 5-årige renteswaps på det danske marked, alt andet lige, prismæssigt har været mere attraktive end de 10-årige i størstedelen af 2002, jf. figur 4.3.1.

STATENS TRANSAKTIONER AF RENTESWAPS, 2002				Tabel 4.3.1
Mio.kr.	5-årige	7-årige	10-årige	I alt
1. kvartal	1.800	200		2.000
2. kvartal	3.800			3.800
3. kvartal	2.500			2.500
4. kvartal	1.600			1.600
DKK-renteswaps i alt	9.700	200		9.900
1. kvartal			3.230	3.230
2. kvartal	5.197		9.652	14.849
3. kvartal			14.477	14.477
4. kvartal			4.083	4.083
EUR-renteswaps i alt	5.197		31.442	36.639
Renteswaps i alt	14.897	200	31.442	46.539

Anm.: For eurorenteswaps er den notionelle værdi af hovedstolene omregnet til kroner med eurokursen 7,4243 svarende til eurokursen ultimo 2002.

Tabel 4.3.1 viser en samlet oversigt over statens renteswaps i 2002. I bilagstabel 4a, 4b og 4d findes yderligere oplysninger for de enkelte swaps.

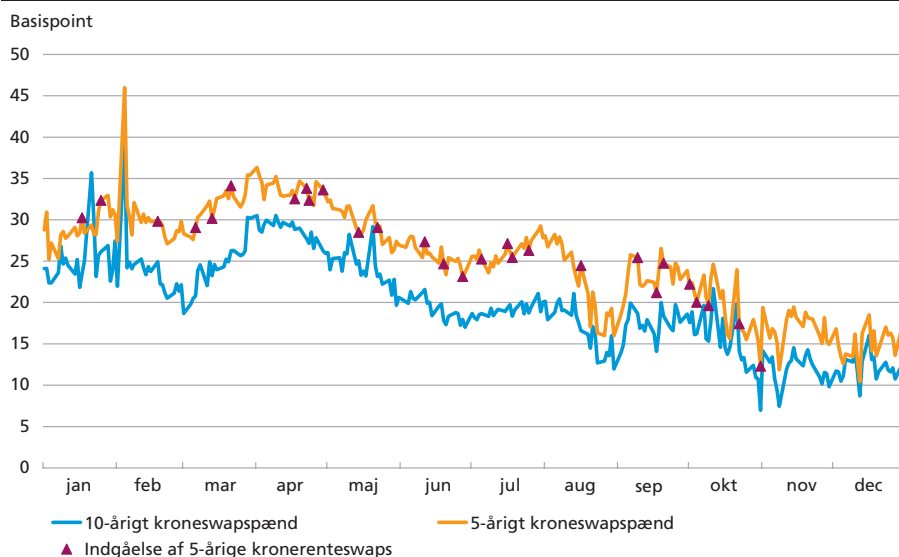
Forskellen mellem swaprenten og den effektive rente på statspapirer kaldes swapspændet. Swapspændet er en indikator for fordelagtigheden for staten ved at indgå renteswaps og finansiere dele af det udenlandske lånebehov ved brug af valutaswaps fra kroner til euro, jf. boks 4.2.

Figur 4.3.1 og 4.3.2 viser udviklingen i swapspænd og tidspunkter for statens indgåelse af renteswaps på krone- og euromarkedet. Swapspændene har været faldende på kronemarkedet i 2002. På euromarkedet har swapspændene ligget nogenlunde stabilt det meste af året, men var faldende mod udgangen af året.

Transaktioner af renteswaps er nogenlunde jævnt fordelt over året. Staten indgik ikke renteswaps i årets to sidste måneder i lyset af de lave renter samt et øget salg af skatkammerbeviser.

SWAPSPÆNDET PÅ KRONERENTESWAPS, 2002

Figur 4.3.1

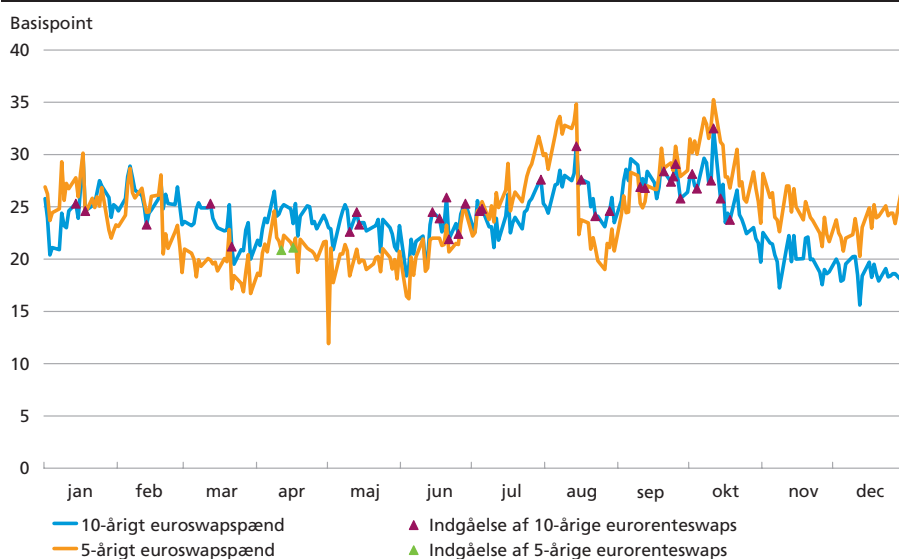


Anm.: Swapspændet er forskellen mellem swaprenten og den effektive rente på statspapirer. Swapspændet er en indikator for fordelagtigheden af at indgå renteswaps. Jo større swapspænd, jo mere fordelagtig er renteswappen. I figuren er den effektive rente henholdsvis 7 pct. st. lån 2007 og 6 pct. st. lån 2011, mens swaprenterne er interpoleret mellem henholdsvis en 5-årige og 6-årige rente samt en 9-årig og 10-årig rente.

Kilde: Bloomberg.

SWAPSPÆNDET PÅ EURORENTESWAPS, 2002

Figur 4.3.2



Anm.: Swapspændet er forskellen mellem swaprenten og den effektive rente på statspapirer. Swapspændet er et udtryk for fordelagtigheden af at indgå renteswaps. Jo større swapspænd, jo mere fordelagtig er renteswappen.

Kilde: Bloomberg.

En swap består af to "ben" – det ene ben er betalingsrækken til modparten (fx en variabel rente), og det andet ben er betalingsrækken fra modparten (fx en fast rente). Normalt bliver swappen prisfastsat, så nutidsværdien af betalingsrækkerne i de to ben er den samme på indgåelsestidspunktet.

Renteswaps

Staten indgår renteswaps i kroner eller euro for at omlægge fra fast forrentet gæld til variabel forrentet gæld for at nå et givet varighedsniveau. I tabellen herunder vises et eksempel på opgørelse af nettolåneomkostningen for staten ved at indgå renteswaps. Beregningsteknikk antages, at der sælges en statsobligation, samtidig med at renteswappen indgås. I praksis indgår staten swaps af typen porteføljerenteswaps, hvor betalingsstrømmene i swappen ikke er knyttet til et eksisterende lån, ligesom salget af statspapirer ikke tidsmæssigt er knyttet til indgåelsen af swaps.

Forskellen mellem swaprenten og den effektive rente på statspapirer kaldes swapspændet. Et højt swapspænd gør det, alt andet lige, mere fordelagtigt for staten at indgå rentewaps fra fast til variabel rente. Ved indgåelse af renteswaps sammenlignes nettolåneomkostningerne med låneomkostningerne ved direkte kort låntagning.

EKSEMPEL PÅ BEREKNING AF NETTOLÅNEOMKOSTNING FOR 5-ÅRIGE KRONERENTESWAPS

Instrument		Rentebetaling
Salg af statsobligationer	+ Staten betaler fast 5-årig DKK-rente	4,14 pct.
Renteswap	- Staten modtager fast 5-årig DKK-rente (swaprente)	4,49 pct.
	+ Staten betaler variabel DKK-rente	6 mdrs. Cibor
Låneomkostning, netto		6 mdrs. Cibor -35 bp.

Anm.: Den faste 5-årige rente er interpoleret mellem 8 pct. st. lån 2006 og 7 pct. st. lån 2007. Eksemplet er baseret på renteswap nr. 454 jf. bilagstabel 4a.

STATENS BRUG AF VALUTASWAPS I 2002

4.4

Staten indgår valutaswaps fra kroner til euro, hvis denne form for udenlandsk låntagning er attraktiv sammenlignet med anden udenlandsk låntagning (fx syndikerede eurolån). Låneomkostninger på forskellige typer udenlandsk låntagning kan sammenlignes ved at opgøre låneomkostningerne i forhold til samme benchmark, fx Euribor, jf. boks 4.2B. Nettolåneomkostningerne i forhold til Euribor ved indenlandske udstedelser kombineret med valutaswap til euro kunne ved udgangen af 2002 opgøres til Euribor -11 basispoint.

Valutaswap

Staten benytter krone-euro valutaswaps som et led i den udenlandske lånoptagelse. Et eksempel på beregning af nettolåneomkostninger for indenlandske udstedelser kombineret med valutaswaps fra kroner til euro er vist i tabellen herunder. Nettolåneomkostningen beregnes for "en samlet pakke" af rentebetalinger på indenlandsk udstedelse, renteswaps og valutaswaps. Sammensætningen af "den samlede pakke" har betydning for de beregnede nettolåneomkostninger.

I eksemplet antages beregningsteknisk, at indgåelse af renteswappen og valutaswappen samt udstedelse af statsobligationen sker samtidigt. I praksis indgås swaps som porteføljeswaps, hvor swappens betalinger ikke er knyttet til et eksisterende lån eller andre swaps, ligesom salget af statspapirer ikke tidsmæssigt er knyttet til indgåelsen af swaps. Herudover indgår staten renteswaps på både krone- og euromarkedet.

Swapspændet er den væsentligste faktor for udviklingen i nettolåneomkostningen for indenlandske udstedelser kombineret med swaps til euro. Swapspændet kan derfor benyttes som indikator for fordelagtigheden af denne type udenlandsk låntagning.

**EKSEMPEL PÅ BEREKNING AF NETTOLÅNEOMKOSTNING FOR
INDENLANDSKE UDSTEDELSER KOMBINERET MED SWAPS TIL EURO**

Instrument		Rentebetaling
Salg af statsobligationer	+ Staten betaler fast 5-årig DKK-rente	4,05 pct.
Renteswap	- Staten modtager fast 5-årig DKK-rente (swaprente)	4,21 pct.
	+ Staten betaler variabel DKK-rente	6 mdrs. Cibor
Valutaswap	+ Staten modtager variabel DKK-rente	6 mdrs. Cibor -5 bp.
	+ Staten betaler variabel EUR-rente	6 mdrs. Euribor
Låneomkostning, netto		6 mdrs. Euribor -11 bp.

Anm.: Den faste 5-årige rente er interpoleret mellem 7 pct. st. lån 2007 og 4 pct. st. lån 2008. Eksemplet er baseret på valutaswap nr. 10033 jf. bilagstabel 4c.

Staten har i 2002 indgået valutaswaps fra kroner til euro for et samlet beløb på 11,4 mia.kr. Yderligere oplysninger om de enkelte valutaswaps findes i bilagstabel 3 og 4c, hvor låneomkostningerne i forhold til Euribor også er opgjort.

KREDITRISIKO PÅ STATENS SWAPPORTEFØLJE ULTIMO 2002
4.5

Ved indgåelsen af en swap er markedsværdien typisk nul. Over tid vil udviklingen i renter og valutakurser dog betyde, at markedsværdien kan blive både positiv og negativ for staten. Hvis markedsværdien bliver

STATENS SWAPPORTEFØLJE, ULTIMO 2000-02			Tabel 4.5.1
	2000	2001	2002
Antal modparter	34	33	31
Antal swaps	228	233	276
	Mia.kr.		
Renteswaps, danske kroner	21,0	27,4	37,0
Renteswaps, andre valutaer	40,3	27,6	51,9
Valutaswaps ekskl. DKK-EUR swaps	57,5	59,5	39,9
DKK-EUR swaps	-	4,8	16,2
Strukturerede swaps	1,7	1,7	1,7
Hovedstol, i alt	120,5	121,0	146,8

positiv for staten, vil swappen udgøre et aktiv og er dermed en kreditrisiko for staten. Der vil derfor være en risiko for at tabe penge, hvis modparten misligholder sine betalingsforpligtelser.

For at begrænse kreditrisikoen på statens swapportefølje er der fastlagt en række principper for kreditstyringen. De væsentlige elementer er:

- Modparter skal have en høj kreditværdighed (rating)
- Krediteksponeringen for en modpart skal holdes inden for forholdsvis snævre grænser (lines)
- Der indgås kun swaps med modparter, som har underskrevet en sikkerhedsaftale
- Swaps kan ophæves, hvis modpartens rating falder under et vist niveau.

Principperne for statens kreditstyring er beskrevet mere detaljeret i bilagsdelen bagerst i publikationen.

Staten har i 2002 indgået 88 nye swaps med en samlet hovedstol på 58 mia.kr. I løbet af 2002 er 45 swaps udløbet eller ophævet førtidigt. Ultimo 2002 var der 276 swaps med en samlet hovedstol på 147 mia.kr., jf. tabel 4.5.1.

SWAPPORTEFØLJENS VALUTAKURS- OG RENTE FØLSOMHED, ULTIMO 2002			Tabel 4.5.2
Mia.kr.	Stigning i markedsværdi ved stigning på 1 pct. over for DKK	Stigning i markedsværdi ved rentefald på 1 procentpoint	
DKK	•	2,4	
EUR	-0,6	2,4	
USD	0,3	0,7	
GBP	0,0	0,0	
Andre valutaer (netto)	0,0	0,1	
Alle valutaer (netto)	-0,2	5,6	

SWAPPORTEFØLJENS MARKEDSVÆRDI (NETTO), ULTIMO 2000-02			Tabel 4.5.3
Mia.kr.	2000	2001	2002
Renteswaps, danske kroner	0,7	1,3	3,8
Renteswaps, andre valutaer	0,3	0,1	2,5
Valutaswaps ekskl. DKK-EUR swaps	4,1	7,9	1,1
DKK-EUR swaps	-	0,0	0,0
Strukturerede swaps	0,1	0,3	0,2
I alt	5,2	9,6	7,7

Markedsværdien på statens swapportefølge afhænger af rente- og valutakursudviklingen. Af tabel 4.5.2 ses, at en stigning i dollar over for kroner på 1 pct. vil medføre en stigning i swapporteføljens markedsværdi på 300 mio.kr. Et fald i det danske renteniveau på 1 procentpoint vil medføre en forøgelse af markedsværdien på 2,4 mia.kr. Dette afspejler, at valutaswaps typisk er brugt til omlægning fra USD-låntagning til EUR-låntagning, mens renteswaps typisk er brugt til omlægning fra lang til kort varighed. Udsvingene i markedsværdi afspejler ikke en egentlig gevinst eller et tab for staten, men skal ses i sammenhæng med modsvarende tab og gevinster på låneporteføljen.

I 2002 er dollaren faldet i værdi over for kroner, og renteniveauet er faldet. Valutakursudviklingen havde størst betydning for swapporteføljens markedsværdi, som samlet faldt fra 9,6 mia.kr. til 7,7 mia.kr., jf. tabel 4.5.3. Faldet i markedsværdi er altovervejende sket for valutaswaps fra

SWAPPORTEFØLJENS KREDITKVALITET, ULTIMO 2000-02						Tabel 4.5.4
Rating	2000		2001		2002	
	Antal mod-partner	Kredit-eksponering (mia.kr.)	Antal mod-partner	Kredit-eksponering (mia.kr.)	Antal mod-partner	Kredit-eksponering (mia.kr.)
AAA	10	2,2	9	2,4	7	1,0
AA+	4	0,9	3	1,1	3	1,8
AA	3	1,6	5	2,1	2	0,7
AA-	12	3,0	12	3,6	9	2,3
A+	4	0,6	3	0,3	10	2,4
A	1	0,1	1	0,3	-	-
A-	-	-	-	-	-	-
I alt	34	8,3	33	9,9	31	8,2
Heraf:						
- Aktuel markedsværdi		5,9		10,0		8,6
- Indlagt sikkerhed		-2,2		-4,0		-4,4
- Potentiel eksponering		4,6		4,0		4,0

Anm.: Krediteksponeringen består både af aktuel krediteksponering svarende til positive markedsværdier og potentiel krediteksponering, som er et skøn over fremtidige positive markedsværdier. Indlagt sikkerhed fratrækkes beregningen. For en nærmere beskrivelse af teknikken i beregningen af krediteksponeringen henvises til *Statens låntagning og gæld 2000*, appendiks 11.B.

SWAPPORTEFØLJENS DÆKNING AF SIKKERHEDSAFTALER FORDELT PÅ RATING, ULTIMO 2002

Tabel 4.5.5

Rating	Modparter	Hovedstol, mia.kr.	Pct. med sikkerhedsaftale	Krediteksponering, mia.kr.
AAA	7	14	58	1,0
AA+	3	29	89	1,8
AA	2	15	100	0,7
AA-	9	35	94	2,3
A+	10	53	99	2,4
I alt	31	147	92	8,2

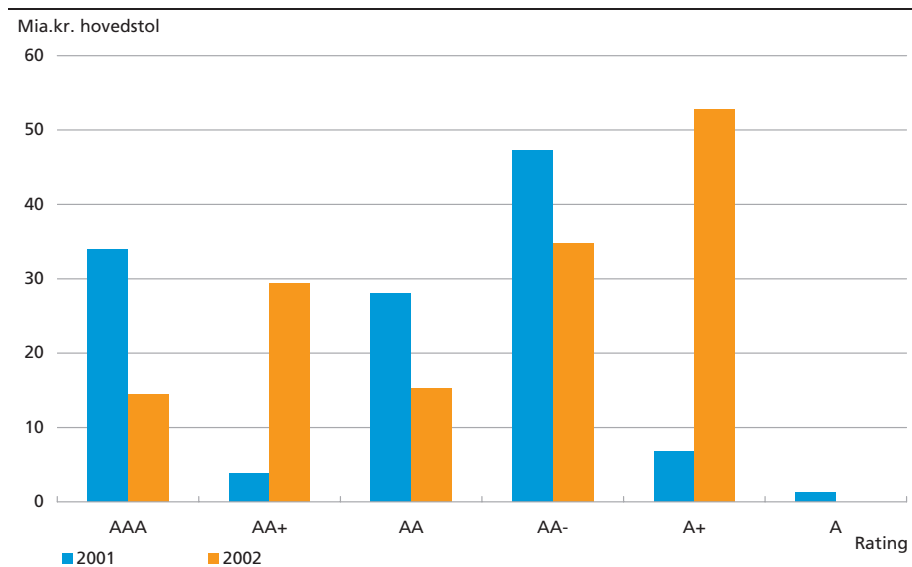
dollar til euro. Valutaswaps fra kroner til euro er følsomme over for valutakursændringer, men som følge af fastkurspolitikken er risikoen lille. For renteswaps steg markedsværdierne som følge af de faldende renter.

Ved indgåelse af nye swaps er det en forudsætning, at modparten skal have indgået en aftale om sikkerhedsstillelse. Ved årets udgang havde modparterne stillet sikkerhed for 4,4 mia.kr., som således bidrog til at reducere krediteksponeringen, jf. tabel 4.5.4. Krediteksponeringen på swapporteføljen er i 2002 faldet med 1,7 mia.kr. til 8,2 mia.kr.

Staten havde ved årets udgang indgået aftaler om sikkerhedsstillelse med 22 modparter. Målt ved hovedstol var dækningsgraden af swapporteføljen over 90 pct., jf. tabel 4.5.5. Dækningsgraden nærmer sig 100 pct. for de lavere ratingklasser AA, AA- og A+. For de to højeste

SWAPPORTEFØLJEN FORDELT PÅ MODPARTERS RATINGS, ULTIMO

Figur 4.5.1



ratingklasser AAA og AA+ er dækningsgraden noget lavere, men omvendt er behovet også mindre som følge af disse modparterers høje kreditværdighed. Andelen af swapporteføljen uden sikkerhedsaftaler falder løbende i takt med udløbet af gamle swaps med modparter uden sikkerhedsaftale.

Siden årsskiftet har der været en betydelig stigning i udestående swaps med modparter med en A+ rating, jf. figur 4.5.1. Baggrunden er primært nedgradering af rating for en række store modparter. Med disse modparter indgås kun indenlandske renteswaps samt valutaswaps fra kroner til euro.

KAPITEL 5

Markedsrisici

SAMMENFATNING**5.1**

Markedsrisikoen på statsgælden er risikoen for højere omkostninger på gælden som følge af rente- og valutakursudviklingen.

Renterisikoen styres gennem mål for varigheden og via udjævning af afdragsprofilen. Varigheden angiver gældens gennemsnitlige rentebindingstid. Varighedsbåndet for statsgælden i 2003 er som i de seneste år fastsat til 3,5 år +/- 0,5 år. Målsætningen om en jævn afdragsprofil mindsker risikoen for, at staten skal refinansiere en stor del af gælden i en periode med ufordelagtige lånevilkår.

Cost-at-Risk-modellen er en stokastisk simulationsmodel, som er udviklet internt i Statsgældssektionen. Modellen anvendes til at kvantificere og afveje renteomkostninger og -risiko. I modellen beregnes omkostnings- og risikoprofilen under forskellige antagelser om den strategiske udformning af statsgældspolitikken. Dermed understøtter Cost-at-Risk-modellen valget af strategi for statsgældspolitikken.

Hele den udenlandske statsgæld er eksponeret i euro. På grund af den danske fastkurspolitik over for euro er valutakursrisikoen dermed begrænset. Samtidig er Nationalbankens valutareserve overvejende eksponeret i euro.

Tilgangen til styringen af renterisikoen på statens gæld er beskrevet i kapitel 10. Styringen af statens kreditrisici er beskrevet i kapitel 4.

RENTERISIKO**5.2****Varighed**

Varigheden er et udtryk for statsgældens gennemsnitlige rentebindingstid. En lang varighed mindsker de årlige renteomkostningers følsomhed over for ændringer i renteniveauet, jf. boks 5.1. Til gengæld kan lang varighed føre til højere gennemsnitlige omkostninger. Hvert år fastlægges for den samlede statsgæld et varighedsbånd, som baseres på en afvejning af omkostninger og risiko. I 2003 er varighedsbåndet som i de seneste år fastsat til 3,5 år +/- 0,5 år.

Hvert år fastlægges en målsætning for den samlede statsgælds varighed. Varigheden er et sammenfattende mål for gældens omkostnings- og risikoprofil. Statsgældens varighed er et centralt strategisk benchmark, der anvendes som pejlemærke i den løbende risikostyring af porteføljerne. Nedenfor beskrives nogle centrale aspekter vedrørende brugen af varighed.

Macauley-varighed og optionsjustering: Gældens varighed opgøres som en Macauley-varighed (V_{Mac}). Denne defineres som:

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

hvor s er opgørelsestidspunktet, i_s er diskonteringsrenten, og t er tidspunktet for den fremtidige betaling C_t . Varigheden kan også udtrykkes på formen $\sum_t (t-s) w_t$, hvor w_t er den andel, som betalingen på tidspunkt t udgør af betalingernes samlede nutidsværdi. Varigheden er således et vægtet gennemsnit af længden af perioderne til de enkelte betalinger. For DSPs beholdning af konverterbare realkreditobligationer er det nødvendigt at anvende en optionsjusteret varighed. Konverterbare obligationer indgår med en lavere varighed end tilsvarende papirer uden konverteringsret på grund af sandsynligheden for førtidig indfrielse.

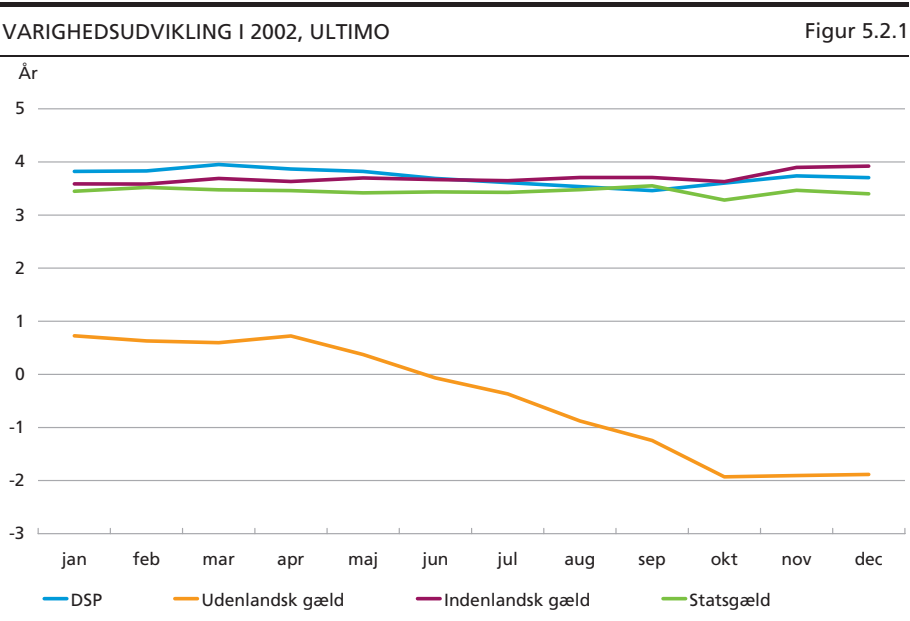
Gennemsnitlig rentebindingstid: I den danske statsgældsforvaltning bruges varigheden som et udtryk for den gennemsnitlige rentebindingstid. En lang varighed indebærer, at renten er låst fast på en stor del af gælden i lang tid. Samtidig udviser lange renter typisk mindre volatilitet. Lang varighed reducerer således variationen i de årlige rentekomkostninger og er dermed forbundet med lav risiko i relation til statsgælden.

Renteswaps: Den løbende styring af statsgældens varighed sker via indgåelse af renteswaps i både kroner og euro. Statsgældens varighed kan forkortes ved fx at indgå en 10-årig renteswap, hvor der modtages en fast 10-årig rente (det faste ben) mod betaling af en variabel 6-måneders rente (det variable ben). Varigheden på det faste ben opgøres efter Macauley-formlen, mens varigheden på det variable ben opgøres som tiden til næste termin. Renteswappens samlede varighed beregnes som varigheden på det variable ben minus varigheden på det faste ben. Renteswaps fra fast til variabel rente giver dermed et negativt varighedsbidrag, fordi det faste ben har længere varighed end det variable ben.

Sammenvejning af delporteføljer: Varigheden på den samlede statsgæld beregnes ved at sammenveje varigheden på gældens delporteføljer med deres respektive andele af den samlede gæld. Varigheden på porteføljens passiver regnes med positivt fortegn, mens porteføljens aktiver regnes med negativt fortegn. Varigheden på statens indestående i Nationalbanken er 0.

Ved indgåelse af renteswaps er det muligt at styre gældens varighed uafhængigt af udstedelsernes løbetid. Renteswaps gør det dermed muligt at adskille styringen af renterisikoen fra udstedelsespolitikken.

Udviklingen i varigheden på statsgælden og dens delporteføljer fremgår af figur 5.2.1. Varighedsmålsætningen vedrører den samlede stats-



gælds varighed, som ultimo 2002 var på 3,4 år. I lyset af det lave renteniveau blev det besluttet at forlænge varigheden i forhold til det relativt lave niveau i oktober.

Varigheden på statsgælden beregnes ved at sammenveje varigheden på delporteføljerne. Udviklingen i den udenlandske gælds varighed kan især henføres til indgåelse af renteswaps i euro, hvor staten modtager fast 10-årig rente mod betaling af 6-måneders Euribor. Nettoeffekten af renteswaps fra fast til variabel rente er et negativt varighedsbidrag, jf. boks 5.1.

Statsgældens varighed er reduceret med godt 1 år siden 1998, jf. tabel 5.2.1. Udviklingen er sket i takt med, at statsgælden er faldet som følge af løbende budgetoverskud. Risikoen for stigende renteudgifter på statsgælden har dermed fået mindre betydning for statsbudgettet. Det har ført til en strategisk beslutning om en anden afvejning af omkostninger over for risiko i retning af kortere varighed.

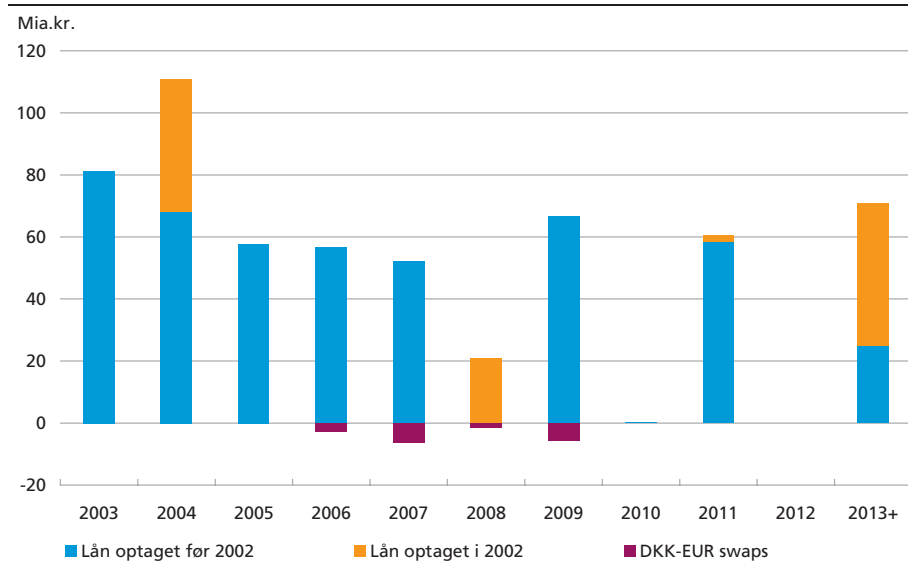
Afdragsprofil

Varigheden er et gennemsnitligt mål for gældens rentebindingstid, som ikke siger noget om spredningen af betalingerne. I kombination med varighedsmålet sigtes derfor mod en udjævning af afdragene på gælden

UDVIKLINGEN I VARIGHEDEN PÅ STATSGÆLDEN, ULTIMO							Tabel 5.2.1
År	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Varighed	3,9	4,1	4,4	3,8	3,5	3,4	3,4

AFDRAGSPROFIL – INDENLANDSK STATSGÆLD, ULTIMO 2002

Figur 5.2.2



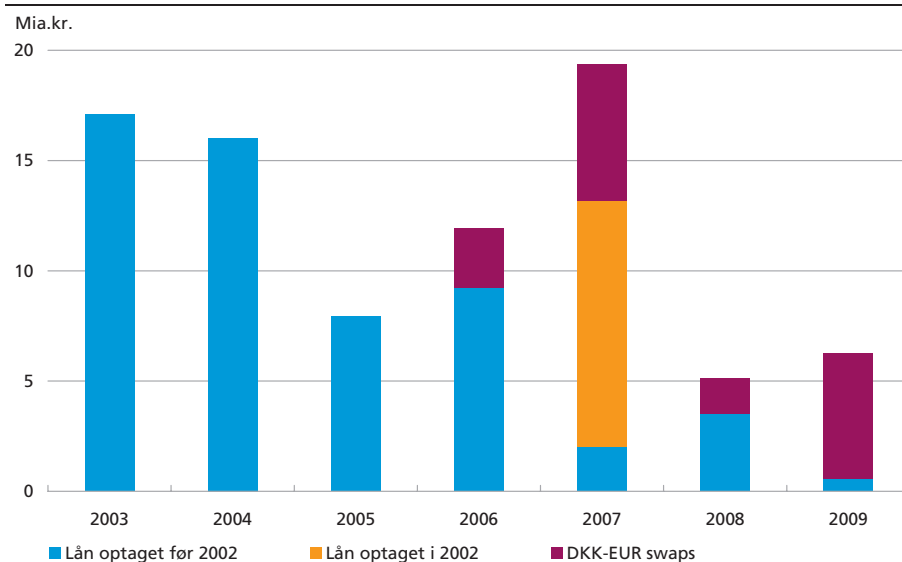
fra år til år. Stabile årlige afdrag på gælden mindsker risikoen for, at staten skal refinansiere en stor del af gælden i en periode, hvor lånevilkårene er ufordelagtige.

Figur 5.2.2 viser afdragsprofilen for den indenlandske statsgæld. Afdragene er opdelt i afdrag på lån optaget før 2002 og afdrag tilknyttet udstedelse af låneviftepapirer i 2002. Desuden vises det samlede udestående af swaps fra kroner til euro. I swappenes udløbsår modtager staten kroner mod betaling af euro, hvilket reducerer det indenlandske lånebehov.

Afdragsprofilen på den indenlandske gæld styres aktivt via opkøb. Ved under gunstige markedsforhold at opkøbe i papirer med forfald i efterfølgende år nedbringes risikoen for, at der senere skal refinansieres under ufordelagtige markedsforhold. Samtidig kan opkøb bidrage til at understøtte likviditeten i låneviftepapirerne. Målsætningen om en jævn afdragsprofil indgår også i overvejelserne omkring udløbstidspunktet for nye statspapirer og længden af udstedelsesperioden.

Afdragsprofilen for den udenlandske statsgæld er vist i figur 5.2.3. Afdragene er opdelt i afdrag på lån optaget før 2002, afdrag relateret til eurolånet, som blev udstedt i april 2002, og afdrag tilknyttet det samlede udestående af swaps fra kroner til euro.

En jævn afdragsprofil for den udenlandske gæld vil blive sikret gennem opbygningen af en vifte af eurolån, ligesom fordeling af valutawaps på forskellige løbetider kan bidrage hertil. Opkøb af udenlandske lån er ikke anvendt aktivt. Det skyldes, at en større del af gælden består af lån med begrænset likviditet.



Cost-at-Risk (CaR)

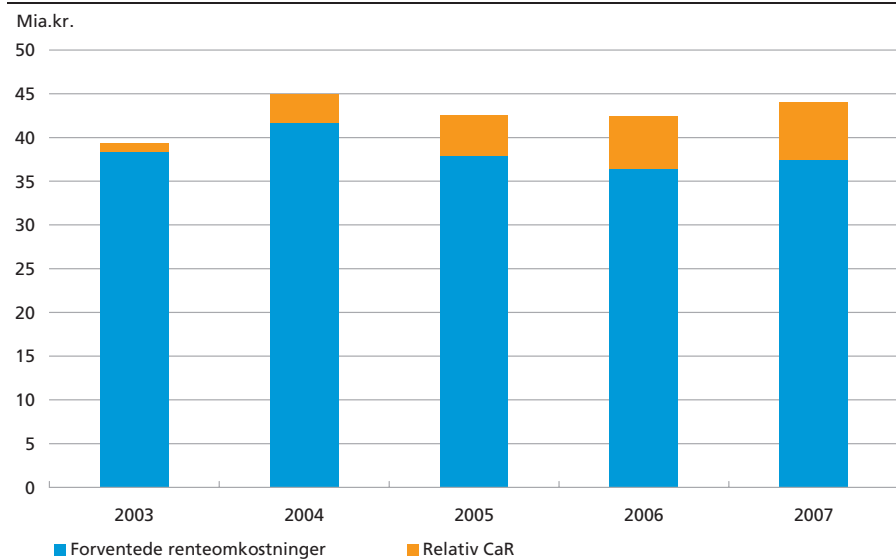
CaR-modellen anvendes til at kvantificere renterisikoen på statsgælden. I CaR-modellen simuleres 2.500 scenarier for den fremtidige renteudvikling. På den baggrund er det muligt at beregne de forventede fremtidige renteomkostninger på gælden og den tilknyttede renterisiko. Risikoen beregnes som de højeste omkostninger eller den største stigning i omkostningerne, der kan forventes med 95 pct. sandsynlighed. Beregningerne foretages under forskellige strategiske antagelser vedrørende tilrettelæggelsen af statsgældspolitikken. Fx beregnes omkostnings- og risikoprofilen for forskellige varighedsmålsætninger. Valget af et bestemt varighedsmål afspejler således en afvejning af omkostninger over for risiko, som staten finder hensigtsmæssig.

CaR-analysen er hidtil kun foretaget for den indenlandske gæld, som udgør hovedparten af statsgælden. I 2003 vil statsgældens øvrige porteføljer blive implementeret i CaR-modellen.

Figur 5.2.4 viser CaR-tal for renteomkostningerne på den indenlandske gæld til og med 2007. CaR-tallene er defineret i boks 5.2. Beregningerne er baseret på en antagelse om et gennemsnitligt årligt budgetoverskud på ca. 10 mia.kr. De forventede renteomkostninger ligger nogenlunde jævnt i perioden. Antagelsen om overskud på statsbudgettet mindsker statsgælden og dermed de forventede renteomkostninger. På den anden side stiger CaR-renterne i forhold til det aktuelt lave renteniveau. De simulerede CaR-renter tager udgangspunkt i det aktuelle niveau, men bevæger sig over tid mod et ligevægtsniveau, som er baseret på et

COST-AT-RISK FOR DEN INDENLANDSKE STATSGÆLD

Figur 5.2.4



historisk gennemsnit. I henhold til CaR-beregningerne er de forventede renteomkostninger på den indenlandske statsgæld 38,4 mia.kr. i 2003 mod 37,4 mia.kr. i 2007.

Usikkerheden på de beregnede skøn for renteudgifterne stiger med tidshorisonten, fordi en større del af den eksisterende gæld vil være refinansieret til fremtidige ukendte renter. Målt ved relativ CaR er usikkerheden på renteomkostningerne 6,6 mia.kr. i 2007. Med 95 pct. sandsynlighed vil renteomkostningerne i 2007 ikke overstige 44,0 mia.kr. (absolut CaR).

CaR-tallene er baseret på en antagelse om, at staten indgår renteswaps for at opnå en varighed på omkring 3,5 år i overensstemmelse med midtpunktet for varighedsrammen i 2003. En forkortelse af varigheden reducerer de forventede omkostninger på bekostning af større risiko. Reduceres varigheden med 0,5 år, falder de forventede årlige

CaR-DEFINITIONER

Boks 5.2

I CaR-modellen defineres de forventede omkostninger som middelværdien af de beregnede fremtidige omkostninger. Renterisikoen sammenfattes i to mål: Absolut og relativ CaR. Absolut CaR for et givet år angiver de maksimale omkostninger med 95 pct. sandsynlighed. Relativ CaR er forskellen mellem absolut CaR og middelværdien. Relativ CaR angiver dermed den maksimale stigning i omkostningerne i forhold til middelværdien for et givet år med 95 pct. sandsynlighed. Der kan også tages udgangspunkt i andre fraktiler end 95 pct., fx 99 pct.-fraktilen, når der ses på mere ekstreme situationer.

omkostninger med 0,5 mia.kr. i gennemsnit. Til gengæld stiger relativ CaR gennemsnitligt med 1,8 mia.kr. De lavere omkostninger skyldes, at rentekurven typisk er positivt hældende. Den forøgede renterisiko ved en kortere varighed er en følge af den større eksponering over for korte renter.

VALUTAKURSRISIKO

5.3

Valutakursrisikoen på den udenlandske statsgæld er risikoen for, at gældens kroneværdi stiger som følge af en ændring i valutakurserne. Al udenlandsk gæld er eksponeret i euro, hvilket giver en lav valutakursrisiko på grund af den danske fastkurspolitik over for euro. Statens udenlandske låntagning sker af hensyn til valutareserven, som samtidig i overvejende grad er placeret i euro. Det er sigtet, at der ikke optages lån i én valuta med efterfølgende placering af provenuet i en anden valuta.

KAPITEL 6

Den Sociale Pensionsfond

SAMMENFATNING**6.1**

Den Sociale Pensionsfond (DSP) blev oprettet ved lov i 1970, hvor der blev indført et særligt folkepensionsbidrag. Midlerne blev henlagt til DSP og anbragt i obligationer. Med virkning fra 1982 blev loven ændret, og indbetalingerne til DSP ophørte. DSP blev videreført som en del af statens aktiver. Forvaltningen af DSPs midler varetages af Statsgældsforvaltningen i Nationalbanken.

DSPs beholdning af obligationer havde ultimo 2002 en nominel værdi på 141,4 mia.kr., hvoraf statsobligationer udgjorde 80 pct. Resten var primært realkreditobligationer. Ved udgangen af 2002 var varigheden på DSPs obligationsbeholdning 3,7 år.

DSPs renteindtægter beløb sig til 9,6 mia.kr. i 2002. Der blev overført 7,9 mia.kr. til Socialministeriet til dækning af pensionsforbedringer, mens DSPs pensionsafkastskat udgjorde 2,0 mia.kr.

DSPs MIDLER**6.2**

Hvert år fastsættes et beløb på Finansloven, som DSP overfører til Socialministeriet til dækning af pensionsforbedringer. DSPs midler placeres i børsnoterede obligationer, primært statsobligationer. Der investeres ikke i statens låneviftepapirer. Principperne for forvaltningen af DSPs midler er nærmere beskrevet i boks 6.1.

I 2002 var DSPs renteindtægter på 9,6 mia.kr., jf. tabel 6.2.1. DSP overførte 7,9 mia.kr. til Socialministeriet til finansiering af pensionsforbedringer, mens pensionsafkastskatten udgjorde 2,0 mia.kr. Der blev udtrukket og solgt obligationer fra DSPs beholdning for i alt 23,7 mia.kr.

I 2002 købte DSP for nominelt 12,7 mia.kr. i 6 pct. stående lån 2009, for nominelt 7,7 mia.kr. i 6 pct. stående lån 2011 og for nominelt 3,0 mia.kr. i 5 pct. stående lån 2005. I maj udstedte staten ekstraordinært for nominelt 1 mio.kr. i ni forskellige statspapirer i lyset af forslaget til EUs rentebeskatningsdirektiv, jf. bilagsdelen bagerst i publikationen. Papirerne blev udstedt til DSP. Endelig købte DSP indeksobligationer for 0,2 mia.kr. til nominel indekseret værdi.

DSPs INDTÆGTER OG UDGIFTER		Tabel 6.2.1
Mia.kr.	2001	2002
<i>Indtægter</i>		
Renter mv.	9,3	9,6
<i>Udgifter</i>		
Overførsel til Socialministeriet	7,9	7,9
Pensionsafkastskat	1,4	2,0
Netto	-0,0	-0,3

Anm.: Tal for 2001 er statsregnskabstal, mens tal for 2002 er foreløbige tal for statens bogføring.

Ved udgangen af året udgjorde DSPs beholdning af obligationer 141,4 mia.kr. til nominel værdi og 155,0 mia.kr. til kursværdi, jf. tabel 6.2.2. Beholdningens markedsværdi er steget med 4,5 mia.kr. i løbet af 2002. Stigningen kan især henføres til det faldende renteniveau.

DSPs OBLIGATIONSBEHOLDNING, ULTIMO 1997-2002						Tabel 6.2.2
Mia.kr.	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Nominel værdi	146,8	143,6	141,6	139,6	141,1	141,4
Kursværdi	157,4	159,8	150,7	149,1	150,5	155,0

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

FORVALTNINGEN AF DSP

Boks 6.1

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

DSP er under Socialministeriets og Finansministeriets ansvarsområder. Bestyrelsen af DSPs midler varetages af et udvalg med repræsentanter fra Finansministeriet, Socialministeriet og Nationalbanken. Forvaltningen af DSPs midler varetages af Statsgældsforvaltningen i Nationalbanken.

Principperne for bestyrelsen af DSPs midler er nærmere fastsat i et reglement, hvoraf det fremgår, at der tilstræbes en god forrentning af DSPs aktiver under hensyntagen til de samlede statsfinansielle konsekvenser af DSPs dispositioner. Af reglementet fremgår endvidere, at midlerne primært skal investeres i statsobligationer. Det tilstræbes, at DSPs køb foretages uden væsentlig påvirkning af rentedannelsen på obligationsmarkedet.

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

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

DSPs OBLIGATIONSBEHOLDNING FORDELT PÅ OBLIGATIONSTYPER,
ULTIMO 2002

Tabel 6.2.3

Nominel værdi	Mia.kr.	Pct.
5 pct. statsgældsbevis 2003	0,0	
8 pct. stående lån 2003	5,5	
7 pct. stående lån 2004	18,2	
5 pct. stående lån 2005	3,0	
8 pct. stående lån 2006	25,7	
7 pct. stående lån 2007	27,6	
6 pct. stående lån 2009	24,4	
6 pct. stående lån 2011	7,7	
7 pct. stående lån 2024	0,0	
10 pct. serielån 2004	1,1	
Statsobligationer i alt	113,1	80,0
Realkreditobligationer mv. ¹	20,5	14,5
Indeksobligationer ²	7,8	5,5
I alt	141,4	100,0

¹ Realkreditobligationer mv. omfatter udover realkreditobligationer også kommune-, fiskeribank- og skibskreditobligationer, som ikke er indeksobligationer.

² Indeksret værdi.

Statsobligationer udgør 80 pct. af den samlede obligationsbeholdning, jf. tabel 6.2.3. DSP ejer en relativt stor andel af det samlede udestående i flere statspapirserier. Resten af beholdningen består langt overvejende af realkreditobligationer og indeksobligationer.

DSPs beholdning fordelt på udløbsår er vist i figur 6.2.1. I den løbende forvaltning af DSPs midler tilstræbes en udjævning af placeringsbehovet.

Varigheden på DSPs obligationsbeholdning var 3,7 år ved udgangen af 2002, jf. tabel 6.2.4. Der har været et større fald i varigheden på beholdningen af konverterbare realkreditobligationer. Det skyldes det faldende renteniveau, som øger konverteringsrisikoen.

VARIGHED PÅ DSPs OBLIGATIONSBEHOLDNING

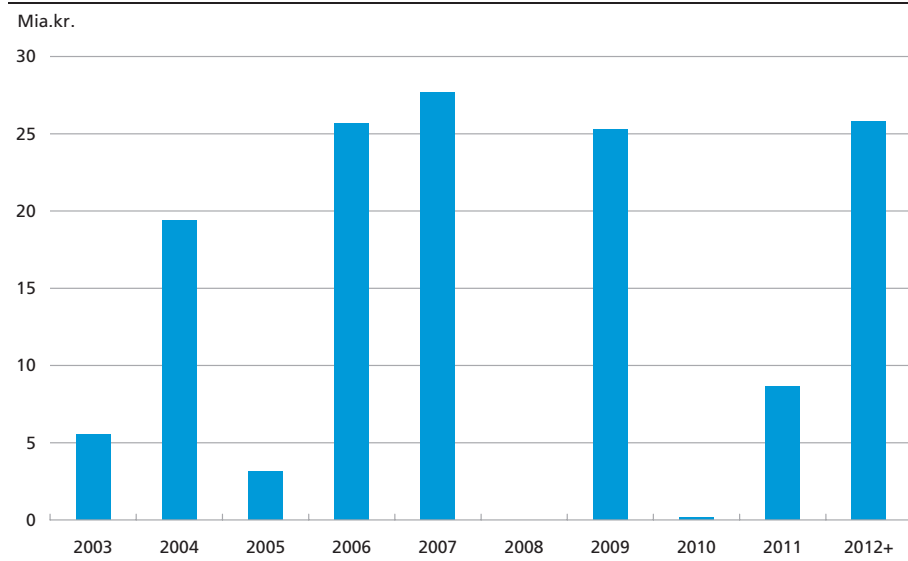
Tabel 6.2.4

År	Ultimo 2001	Ultimo 2002
Statsobligationer	3,7	3,8
Realkreditobligationer mv.	2,8	0,7
Indeksobligationer	9,6	10,3
Samlet beholdning	3,8	3,7

Anm.: For konverterbare realkreditobligationer er anvendt en optionsjusteret varighed, og varigheden af indeksobligationer er beregnet med en inflationsantagelse på 2 pct. pr. år.

DSPs OBLIGATIONSBEHOLDNING FORDELT PÅ UDLØBSÅR, ULTIMO 2002, NOMINEL VÆRDI

Figur 6.2.1



DSPs VÆRDIPAPIRUDLÅNSORDNING

6.3

DSPs værdipapirudlånsordning omfatter DSPs statspapirer af typen stående lån. I 2002 udlånte DSP for 17,0 mia.kr. i 7 pct. stående lån 2007, for 0,5 mia.kr. i 8 pct. stående lån 2006 og for 2,6 mia.kr. i 5 pct. stående lån 2005. Værdipapirerne kan lånes i en periode fra 1 til 5 børsdage. Udlån sker mod betaling af et gebyr til DSP og mod sikkerhed i andre statspapirer. Gebyrindtægterne fra ordningen udgjorde i 2002 0,6 mio.kr. DSPs værdipapirudlånsordning understøtter likviditeten i statspapirer uden for låneviften. Vilkårene for DSPs værdipapirudlånsordning fremgår af bilagsdelen bagerst i publikationen.

KAPITEL 7

Statsgæld og statsgaranterede enheder

SAMMENFATNING**7.1**

Ved udgangen af 2002 var statens gæld på 520,6 mia.kr., hvilket er en stigning på 6,5 mia.kr. i forhold til året før. Stigningen har baggrund i øgede genudlån på 6,7 mia.kr. Den offentlige sektors bruttogæld, opgjort i henhold til EU-traktaten, var ved udgangen af 2002 skønnet til 614 mia.kr., svarende til 44 pct. af BNP.

Statsgældens renteudgifter i 2002 udgjorde 30,7 mia.kr., hvilket er et fald på 5,0 mia.kr. i forhold til året før. Faldet i renteudgifterne skyldtes lavere gennemsnitsrente på gælden.

Der er ikke sket større forskydninger i ejerfordelingen for indenlandske statspapirer. Den udenlandske ejerandel for statspapirer var ultimo 2002 på 32 pct.

De statsgaranterede enheder havde ved udgangen af 2002 en samlet gæld med statsgaranti på 77,8 mia.kr.

De samlede genudlån var 12,5 mia.kr. ultimo 2002.

STATSGÆLD OG RENTEUDGIFTER**7.2**

I dette kapitel beskrives de dele af statens aktiver og passiver, som administreres af statsgældsforvaltningen i Nationalbanken. I andre sammenhænge, herunder til statistisk brug, kan der forekomme andre opgørelser af statens gæld, ligesom der findes bredere offentlige gælds-begreber, hvor gælden hos amter og kommuner mv. indregnes. Et eksempel på et bredere gælds-begreb, som ofte anvendes, er den offentlige sektors bruttogæld (ØMU-gæld). Dette gælds-begreb er beskrevet i afsnit 7.3.

Statsgæld

Statsgælden opgøres som statens samlede indenlandske og udenlandske gæld fratrukket aktiverne i Den Sociale Pensionsfond og indeståendet på statens konto i Nationalbanken, jf. boks 7.1.

Statsgælden har været faldende siden 1997, men steg i 2002 med 6,5 mia.kr. i forhold til året før og var ved udgangen af året på 520,6

NETTOLÅNTAGNING OG BEVÆGELSER I STATSGÆLDEN, 1999-2003					Tabel 7.2.1
Mia.kr.	1999	2000	2001	2002	2003
<i>Nettolåntagning</i>					
Indenlandsk låntagning	-7,1	-27,8	-14,0	8,6	-7,3
Udenlandsk låntagning ¹	1,5	-5,2	-1,0	-0,1	-0,0
Træk på statens konto i Nationalbanken	-4,8	3,9	-8,3	-7,1	16,7
Nettolåntagning til kursværdi	-10,3	-29,1	-23,3	1,4	9,3
<i>Kurstab</i>					
Indenlandsk emissionskurstab ²	-0,8	3,2	1,0	5,3	2,0
Udenlandsk emissionskurstab ²	0,0	-0,0	-0,1	0,0	0,0
Kursreguleringer	0,2	0,4	-0,4	-0,0	0,0
Kurstab i alt	-0,6	3,6	0,6	5,4	2,0
Nettolåntagning til nominel værdi	-11,0	-25,5	-22,7	6,8	11,3
<i>Statusposter, ultimo året, nominel værdi</i>					
Indenlandsk gæld	648,6	624,0	611,0	624,9	619,6
Udenlandsk gæld	90,0	85,2	83,8	83,7	83,7
Statens konto i Nationalbanken ³	-35,2	-31,3	-39,6	-46,7	-30,0
Den Sociale Pensionsfond ⁴	-141,6	-139,6	-141,1	-141,4	-139,8
Statsgæld til nominel værdi	561,7	538,3	514,1	520,6	533,5
Udestående genudlån ⁵	1,4	3,5	5,8	12,5	25,3
Statsgæld korrigeret for genudlån	560,4	534,9	508,3	508,1	508,2

Kilde: Statsregnskab 1999, 2000 og 2001. For 2002 foreløbige tal fra statens bogføring. Skøn for 2003 er baseret på Finanslov for 2003.

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

² Inkl. opkøbskurstab.

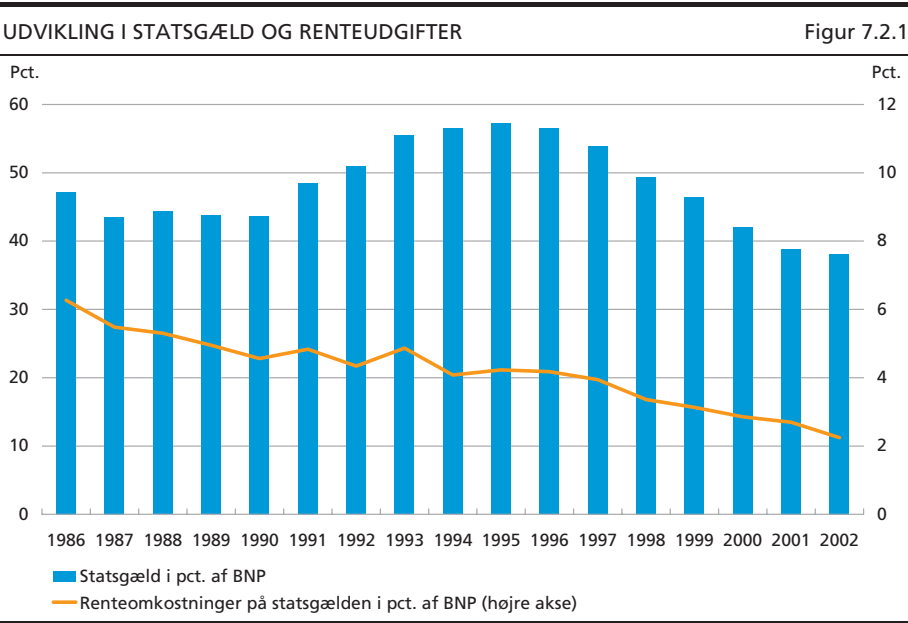
³ For 2002 er statens konto opgjort i henhold til Nationalbankens månedsbalance.

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

⁵ Genudlån til Ørestadsselskabet, A/S Storebælt og A/S Øresund.

mia.kr., jf. tabel 7.2.1. Stigningen i statens gæld havde baggrund i et øget genudlånsomfang, jf. næste afsnit. Statsgældens andel af BNP faldt i 2002 en anelse i forhold til året før og er siden 1995 reduceret fra 57 til 38 pct., jf. figur 7.2.1.

Genudlån er lån fra staten til først og fremmest Ørestadsselskabet, A/S Storebælt og A/S Øresund, der tilsammen står for langt hovedparten af statens samlede genudlån, jf. boks 7.2. Staten finansierer genudlån ved udstedelse i låneviftepapirer, hvorved bruttofinansieringsbehovet og dermed statens passiver forøges. Hvis statens aktiver i forbindelse med genudlån medtages i opgørelsen af statsgælden, var statsgælden i 2002 stort set uændret i forhold til året før.



Renteudgifter
Renteudgifterne på statsgælden var i 2002 på i alt 30,7 mia.kr., svarende til et fald på 5,0 mia.kr. i forhold til året før, jf. tabel 7.2.2. I 2003 forventes en reduktion i renteudgifterne på 2,9 mia.kr. i forhold til 2002.

RENTEUDGIFTER FOR STATSGÆLDEN, 1999-2003					Tabel 7.2.2
Mia.kr.	1999	2000	2001	2002	2003
<i>Indenlandsk gæld</i>					
Renter	43,7	42,4	39,8	37,4	33,6
Fordelte emissionskurstab	2,9	2,3	2,7	2,3	2,2
Renteudgifter, i alt	46,6	44,7	42,5	39,7	35,8
<i>Udenlandsk gæld</i>					
Renter	4,0	3,9	4,0	3,2	3,1
Realiserede valutakurstab på afdrag	-0,3	0,0	0,8	-0,7	0,1
Fordelte emissionskurstab	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,0
Renteudgifter, i alt	3,8	4,0	4,7	2,6	3,2
<i>Renter vedrørende</i>					
Statens konto i Nationalbanken	-1,8	-2,1	-2,2	-1,9	-1,8
Den Sociale Pensionsfond	-10,8	-10,0	-9,3	-9,6	-9,3
I alt	37,8	36,6	35,8	30,7	27,8

Anm.: Renteindtægter fra genudlån indgår ikke i opgørelsen af renteudgifter.
Kilde: Statsregnskab 1999, 2000 og 2001. For 2002 foreløbige tal fra statens bogføring. For 2003 Finanslov for 2003.

Statens gæld opgøres som den nominelle værdi af indenlandsk og udenlandsk gæld fratrullet statens indestående i Nationalbanken og statens aktiver i Den Sociale Pensionsfond (DSP). I opgørelsen af statens gæld indgår kun passivside i forbindelse med genudlån, dvs. statslige udstedelser til finansiering af genudlån, hvorimod statens fordring på enhederne, der modtager genudlån, ikke medregnes. Dermed bidrager genudlån isoleret set til en forøgelse af den opgjorte statsgæld. Statsgælden korrigeret for genudlån er statsgælden fratrullet udestående genudlån til Ørestadsselskabet, A/S Øresund og A/S Storebælt.

Ændringen i statsgælden svarer til nettolåntagningen til nominel værdi fratrullet ændringen i DSPs aktiver. Nettolåntagningen opgøres som indenlandsk og udenlandsk låntagning samt træk på statens konto i Nationalbanken. Nettolåntagningen til nominel værdi består af låntagning til kursværdi tillagt kursreguleringer. Genudlån betyder isoleret set en forøgelse af statens nettolåntagning, fordi staten finansierer genudlånene gennem udstedelse af statspapirer.

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

Renteudgifter i forbindelse med statens gæld består af renter, fordelte emissionskurstab og realiserede valutakurstab. Renter på statslige udstedelser til finansiering af genudlån indgår dermed i renteudgifterne. Derimod medtages renteindtægter til staten i forbindelse med genudlån ikke i opgørelsen af renteudgifterne i tabel 7.2.2. Både renteudgifterne og renteindtægterne i forbindelse med genudlån indgår i opgørelsen af nettokassesaldoen.

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

Faldet i statens renteudgifter det seneste år skyldtes, at lavere markedsrenter har gjort det muligt for staten at refinansiere relativt højt forrentet gæld med lavere forrentet gæld. Boks 7.1 uddyber opgørelsen af statens renteudgifter.

DEN OFFENTLIGE SEKTORS BRUTTOGÆLD (ØMU-GÆLD)

7.3

I den offentlige sektors bruttogæld, opgjort i tabel 7.3.1, indgår ud over statens gæld også gælden hos kommuner og amter mv. Statsgælden udgør størstedelen af den offentlige sektors bruttogæld.

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

GENUDLÅN AF STATSPAPIRER

Boks 7.2

A/S Storebælt, A/S Øresund og Ørestadsselskabet har mulighed for at benytte genudlån. Ved genudlån låner selskaberne af staten.

Staten yder genudlån, som er en præcis afspejling af et eksisterende statspapir. Kupon, termins- og udløbsdato vil således være identisk med et eksisterende statspapir. Selskaberne skal betale en kurs for lånet svarende til den gennemsnitlige kurs for det underliggende statspapir for "medlemshandler" på Københavns Fondsbørs 3 børsdage før udbetalingen af lånet.

Viften af statspapirer, som staten kan yde genudlån i, betegnes genudlånsviften. Genudlånsviften fastlægges af Statsgældsforvaltningen i Nationalbanken og omfatter statsobligationer og statsgældsbeviser, som indgår i låneviften, samt en række andre statsobligationer.

Statens genudlån til selskaberne øger bruttofinansieringsbehovet i det år, hvor genudlånet finder sted, og finansieres derfor ved udstedelse i låneviftens papirer. Genudlån medfører således ikke udstedelser i statspapirer uden for låneviften.

Genudlånsordningen skal betragtes som et tilbud til selskaberne. Da staten allerede garanterer for selskabernes gæld, er direkte udlån fra staten ikke forbundet med yderligere kreditrisiko.

sen, hvorimod fondens beholdning af realkreditobligationer m.m. og statens indestående i Nationalbanken ikke kan fratrækkes.

Udviklingen i medlemslandenes budgetsituation overvåges af EU-Kommissionen og Ecofin-rådet med henblik på at vurdere, om budgetdisciplinen overholdes. Vurderingen sker med udgangspunkt i kriterierne angivet i EU-traktaten og stabilitets- og vækstpagten. Ifølge stabilitets- og vækstpagten skal alle EU-lande tilstræbe, at det offentlige budget på mellemlangt sigt er tæt på balance eller i overskud. Ifølge EU-traktaten må det offentlige underskud som hovedregel ikke overstige 3 pct. af BNP, og den offentlige gæld må som hovedregel ikke overstige 60 pct. af BNP.

Den offentlige sektors bruttogæld ultimo 2002 er skønnet til 614 mia.kr. svarende til 44 pct. af BNP.

DEN OFFENTLIGE SEKTORS BUDGETSALDO OG GÆLD, 1999-2003

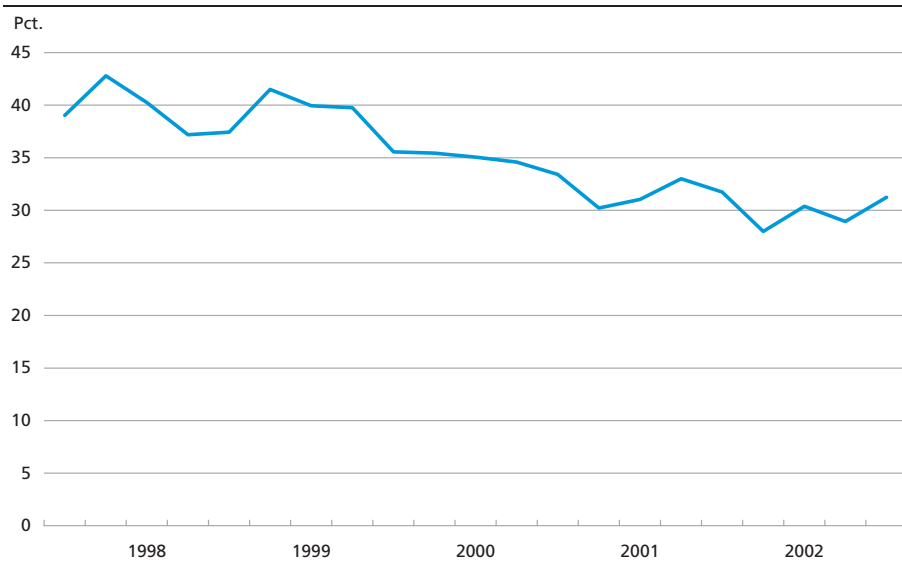
Tabel 7.3.1

	1999	2000	2001	2002	2003
Budgetsaldo i mia.kr.	38,8	31,7	36,6	21,4	24,6
Budgetsaldo i pct. af BNP	3,2	2,4	2,7	1,5	1,7
Bruttogæld i mia.kr.	639,7	606,3	601,4	614,0	606,0
Bruttogæld i pct. af BNP	52,7	46,8	44,7	44,3	42,0

Kilde: Økonomisk Redegørelse, december 2002.

UDLANDETS EJERANDEL AF INDENLANDSKE STATSPAPIRER, ULTIMO KVT.

Figur 7.4.1



Anm.: Beregnet på baggrund af beholdninger opgjort til kursværdi.

EJERFORDELING FOR INDENLANDSKE STATSPAPIRER

7.4

En bred investorbase for statspapirer understøtter opbygning af et likvidt statspapirmarked. En bredt sammensat investorbase kan være med til at lette statens afsætning af statspapirer.

Ejerfordelingen for danske kronedenominerede statspapirer fremgår af tabel 7.4.1. Ejerfordelingen har gennem 2002 stort set været uændret, herunder den udenlandske ejerandel, der var på 32 pct. ved udgangen af året. Hvis Den Sociale Pensionsfonds beholdning af statspapirer fratrækkes i opgørelsen over kronedenominerede statspapirer, udgjorde udlandets ejerandel 39 pct. ultimo 2002. Set over en længere periode har den udenlandske ejerandel været faldende, jf. figur 7.4.1.

STATSGARANTEREDE ENHEDER

7.5

Staten garanterer for låntagning og tilknyttede finansielle transaktioner for en række selskaber. Disse selskaber er typisk organiserede som statsligt ejede aktieselskaber, hvis opgaver er fastlagt ved lov eller aktstykke, der giver adgang til statsgaranti for lån inden for en beløbsramme. De statsgaranterede enheders bestyrelse og direktion er ansvarlig for enhedens finansielle transaktioner, risikostyring mv. Retningslinjerne for selskabernes låntagning er beskrevet i boks 7.3.

EJERFORDELING FOR INDENLANDSKE STATSPAPIRER, ULTIMO KVT.					Tabel 7.4.1
Pct. af nominelt udestående	4. kv. 01	1. kv. 02	2. kv. 02	3. kv. 02	4. kv. 02
Ikke finansielle selskaber	4	4	4	3	3
Finansielle institutioner inkl. Nationalbanken ...	23	27	28	26	22
Forsikringsselskaber og pensionskasser	13	14	14	15	16
Offentlig sektor	22	22	22	22	22
Private, ikke udbyttegivende institutioner	1	1	1	1	1
Husholdninger	2	2	2	2	1
Udlændinge	32	28	27	29	32
Uoplyst	3	3	3	3	3
I alt	100	100	100	100	100
Nominelt udestående i alt, mia.kr.	621,8	619,1	632,9	666,7	642,7
Kursværdi i alt, mia.kr.	657,6	644,1	662,6	711,5	691,1

Anm.: Tabellen angiver pct. af nominelt udestående. Nationalbanken har korrigeret tallene for genkøbsforretninger mellem danske pengeinstitutter og valutaudlændinge. Desuden er der skønsmæssigt korrigeret for valutaindlændinges beholdninger i depot i udlandet.

Kilde: Danmarks Statistik på baggrund af oplysninger fra Værdipapircentralen.

En statsgaranti er attraktiv for låntager, fordi den reducerer låneomkostningerne. Når staten garanterer for et lån, vil långivers kreditrisiko tilknyttet dette lån være mindre, hvorfor långiver vil være villig til at låne ud til en lavere rente.

De statsgaranterede enheder omfatter A/S Storebælt, A/S Øresund, Øresundsbron, Hypotekbanken, DSB og Danmarks Radio.

Staten garanterer sammen med den svenske stat for Øresundsbrons låntagning. Øresundsbrons låntagning mv. er underlagt retningslinjer

RETNINGSLINJER FOR SELSKABERNES LÅNTAGNING	Boks 7.3
Retningslinjerne for selskabernes låntagning er fastlagt i et aftalesæt bestående af 3 elementer. En aftale mellem henholdsvis Finansministeriet eller Trafikministeriet og Nationalbanken, en aftale mellem ministeriet og den enkelte enhed og endelig en liste over acceptable låntyper. Listen udarbejdes og vedligeholdes af Nationalbanken.	
Listen over acceptable låntyper bygger på følgende kriterier:	
• Transaktionerne skal være gængse, det vil sige kendte og brugte i markedet af anerkendte låntagere • Transaktionerne skal være opbygget af simple elementer, som gør transaktionerne gennemskuelige. Dette gælder såvel transaktioner før swaps, som swaps og andre afledte instrumenter • Der lægges vægt på, at styringen af kreditrisiko tager udgangspunkt i et ratingbaseret limitsystem • Det anbefales, at der tages skridt til at indgå aftaler om sikkerhedsstillelse (CSA-aftaler) for at sikre, at kreditrisikoen på ethvert tidspunkt er mindst mulig • Valutakurseksponeringen skal som udgangspunkt begrænses til euro.	

GÆLD MED STATS GARANTI		Tabel 7.5.1
Mia.kr.		Ultimo 2002
Hypotekbanken		5,6
A/S Storebælt		37,1
A/S Øresund		6,4
Øresundsbron		21,5
DSB og DSB S-tog A/S		6,5
Danmarks Radio		0,8
I alt		77,8

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

fra den svenske og den danske stat, der svarer til retningslinjerne for de andre enheder.

Samlet udgør selskabernes statsgaranterede gæld 77,8 mia.kr. ultimo 2002, jf. tabel 7.5.1.

Ud over de nævnte selskaber er også Ørestadsselskabet underlagt retningslinjerne for de statsgaranterede enheder. Der stilles ikke statsgaranti for selskabets låntagning, da der er tale om et interessentskab med staten som medejer.

Ørestadsselskabet har haft adgang til genudlån i en årrække, og omfanget af genudlån til selskabet var ultimo 2002 på 9,5 mia.kr. A/S Storebælt og A/S Øresund fik fra 2002 mulighed for at låne via genudlån. De to statsgaranterede enheder optog i 2002 genudlån for i alt 3,0 mia.kr. Genudlån er yderligere beskrevet i boks 7.2.

Finansministeriet har i slutningen af 2002 igangsat et projekt under overskriften "konsolidering af finans- og risikoforvaltningen", hvor Statsgældsforvaltningen i Nationalbanken deltager. Som en del af projektet skal statsgarantiområdet kortlægges, og forbedret styring af statsgarantier overvejes. I forbindelse hermed vil håndteringen af statsgarantier blive sammenholdt med best practice på garantiområdet.

Specialkapitler

KAPITEL 8

Likviditet i det danske statspapirmarked

SAMMENFATNING

8.1

Statsgældspolitikken bygger på antagelsen om, at investorerne er villige til at betale en merpris for høj likviditet. Således kan staten ved at opbygge store likvide serier i bestemte løbetidssegmenter i statsobligationsmarkedet opnå en *likviditetspræmie* og dække lånebehovet til en lavere rente.

Der findes ikke et entydigt, objektivt mål for likviditet og den prismæssige betydning af likviditet. For at få et dækkende billede af likviditeten i et marked må der ses på forskellige dimensioner af likviditet samt indikatorer herfor.

Dette kapitel gennemgår dimensioner af likviditet, indikatorer herfor samt forskellige bud på den prismæssige effekt af likviditet. Der fokuseres på målbare likviditetsindikatorer (bid-ask spread, omsætning, omsætningshastighed, udstedelsesstørrelse mv.) i det danske statspapirmarked frem for mere teoretiske forklaringer af faktorer, som påvirker likviditeten. Der gives forskellige bud på likviditetspræmien for danske statspapirer i forhold til statsgaranterede udstedelser og i forhold til mindre likvide statspapirer. Endelig diskuteres teknikker og resultater fra de seneste studier af likviditet i andre obligationsmarkeder.

Gennemgangen indikerer, at danske statspapirer er karakteriseret ved høj likviditet og bekræfter eksistensen af en likviditetspræmie i det danske statspapirmarked. Papirer med stort udestående og benchmarkstatus er typisk mest likvide. Desuden opnår papirer i låneviften hurtigt god likviditet i forventningen om benchmarkstatus. Den relative likviditetspræmie for benchmarks og låneviftepapirer i forhold til mindre likvide off-the-run statspapirer vurderes at være positiv, men relativt begrænset.

KORT OM LIKVIDITET

8.2

Et likvidt marked er kendetegnet ved, at markedsdeltagerne hurtigt og til enhver tid kan foretage store transaktioner uden særlige effekter på priserne. En likvid obligation er endvidere kendetegnet ved høj omsættelighed til lave transaktionsomkostninger.

I teoretiske fremstillinger opdeles likviditetsbegrebet ofte i dimensionerne bredde, dybde, umiddelbarhed og restitutionsevne.

- Bredden (tightness) angiver omkostninger ved at sælge en obligation straks efter køb
- Dybden (depth) er, hvor store beløb der kan handles, uden at kursen ændres
- Umiddelbarheden (immediacy) viser, hvor hurtigt en agent kan effektuere sin handelsbeslutning (finde en modpart)
- Restitutionssevnen (resiliency) angiver, hvor hurtigt markedet "genoprettes" efter en handel.

Et likvidt marked karakteriseres således ved stor dybde, lille bredde, høj umiddelbarhed og høj restitutionsevne. Det er imidlertid svært at opgøre de fire dimensioner hver for sig, da de kan være indbyrdes afhængige.

Ovennævnte egenskaber vil typisk give udslag i en effekt på prisen, da høj likviditet er attraktivt for investorer. De vil derfor være villige til at betale en likviditetspræmie for at holde mere likvide obligationer frem for mindre likvide.

INDIKATORER FOR LIKVIDITET I DET DANSKE STATSPAPIRMARKED 8.3

De hyppigst anvendte indikatorer for likviditet er seriestørrelse, bid-ask spread og omsætning. Disse gennemgås i det følgende for det danske statspapirmarked. Sammenhængen mellem indikatorer og dimensioner af likviditet, samt forskellige faktorer, der påvirker likviditeten, diskuteres i forbindelse med gennemgangen.

Boks 8.1 beskriver det anvendte datagrundlag for de forskellige likviditetsindikatorer.

Seriestørrelse

Størrelsen af et lån har især betydning for markedets dybde. Jo større en serie er, desto mindre påvirkes prisen ved handler af en given størrelse. Seriestørrelsen har også stor betydning for institutionelle investorer og mange større udenlandske investorer, der ofte har en intern investeringspolitik eller givne lovkrav, der foreskriver en minimumsomsætning, et minimumsudestående eller en maksimal ejerandel i de papirer, der investeres i. Formålet med en sådan investeringspolitik er, at investor kan flytte sig ud af en given position uden at påvirke prisen.

Udstedere fokuserer ofte på seriestørrelsen til understøttelse af likviditeten, da størrelsen i et vist omfang kan bestemmes af udsteder.

De danske statsobligationer opbygges typisk til en størrelse på 40-80 mia.kr. og er derved de største på det danske obligationsmarked. I oktober 2002 var der således 8 serier på det danske obligationsmarked med et udestående på over 50 mia.kr., heraf er de syv største statsobligationer.

I dette kapitel anvendes daglige data for priser, udestående mængder og omsætning i det danske statspapirmarked i perioden 1996-2002. Desuden anvendes mål for udlændinges ejerandele og udlændinges køb af statsobligationer i 2001/2002:

- *Seriestørrelse*: Nominel udestående mængde. Mest relevant er det at se på den maksimale udestående mængde, før opkøb påbegyndes, da det illustrerer den størrelse en serie opbygges til¹
- *Bid-ask spread*: Forskel mellem bud- og udbudskurser baseret på gennemsnitlige bud- og udbudskvoteringer ved lukketid (kl. 17.00 i Bloomberg). Der er således ikke tale om faktiske handlede priser, men kvoterede indikative priser. Det giver kontinuitet i dataserien, selv når der ikke handles²
- *Omsætning*: Nominel værdi og kursværdi af samlet omsætning (medlemshandler såvel som ikke-medlemshandler) undtaget repo-baserede handler på Københavns Fondsbørs i perioden 17.00-17.00. Statens emission af obligationer indgår i omsætningstallene³
- *Udlændinges ejerandele og køb af statspapirer*: Udlændinges beholdning af statsobligationer i pct. af nominelt udestående mængde giver en indikation af udlandets interesse i danske statsobligationer. Ændringen i udlændinges beholdning af statsobligationer på enkeltpapirer viser, hvilke papirer udlændinge køber, og hvilke de går ud af.⁴

Kilde: 1 Danmarks Nationalbank og Københavns Fondsbørs.

2 Bloomberg.

3 Københavns Fondsbørs.

4 Tallene er baseret på Danmarks Statistiks sektorfordeling af den cirkulerende obligationsmasse baseret på oplysninger fra Værdipapircentralen. Nationalbanken har korrigeret for genkøbsforretninger mellem danske pengeinstitutter og valutaudlændinge. Desuden er der skønsmæssigt korrigeret for indlændinges beholdninger i depot i udlandet.

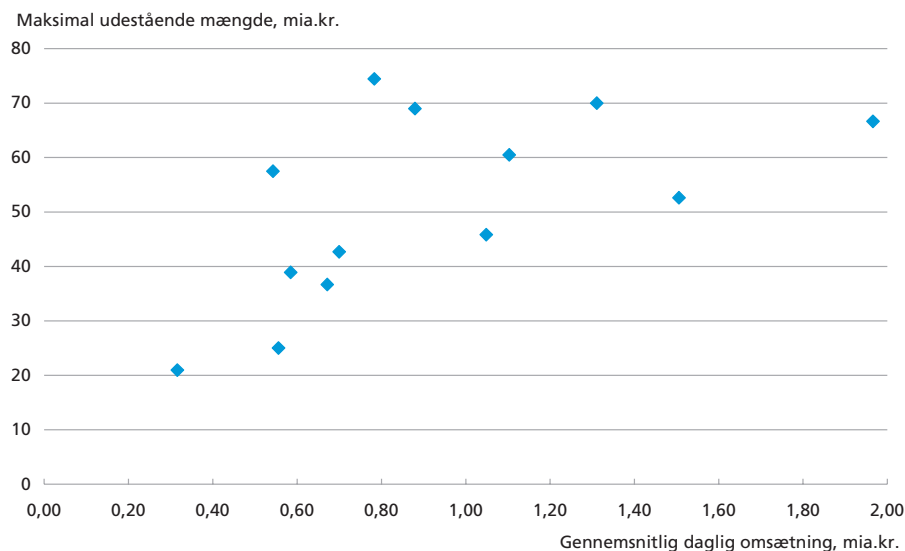
Det er typisk de 10-årige obligationer, der har størst udestående mængde. På grund af deres benchmarkstatus i det danske marked og af hensyn til markedet maker-aftaler er det strategien, at de 10-årige obligationer opbygges til en størrelse på mindst 60 mia.kr. I en situation med overskud på de offentlige finanser har staten opretholdt en vis udstedelsesstørrelse og dermed likviditet i statens låneviftepapirer ved at føre en aktiv opkøbspolitik, holde låneviftepapirerne åbne i en længere periode og ved at udstede i færre løbetidssegmenter.

En simpel sammenligning af seriestørrelser og omsætning viser, at de største serier typisk også er de mest omsatte, jf. figur 8.3.1. Det er dog svært at drage mere specifikke konklusioner omkring likviditeten i serier med et udestående på 80 mia.kr. i forhold til serier med et udestående på fx 50 mia.kr.

Da både størrelse og omsætning bidrager til dybde i markedet, vil de største og mest omsatte papirer oftest også være de mest likvide. Men seriestørrelsen alene sikrer ikke likviditeten. Et stort udestående kan således siges at være en *nødvendig* betingelse for likviditet, men ikke en *tilstrækkelig* betingelse.

SERIESTØRRELSE OG OMSÆTNING

Figur 8.3.1



Anm.: Maksimalt udestående i perioden 1996-2002 angiver den opnåede nominelle seriestørrelse for opkøb er påbegyndt. Gennemsnitlig daglig omsætning er baseret på data i perioden 1996-2002.

Kilde: Københavns Fondsbørs.

Bid-ask spread

Bid-ask spreads, dvs. forskellen mellem bud- og udbudskurs, er en indikator for bredden af markedet (tightness). Jo smallere bid-ask spread, desto billigere er det at komme hurtigt ud af en position igen.

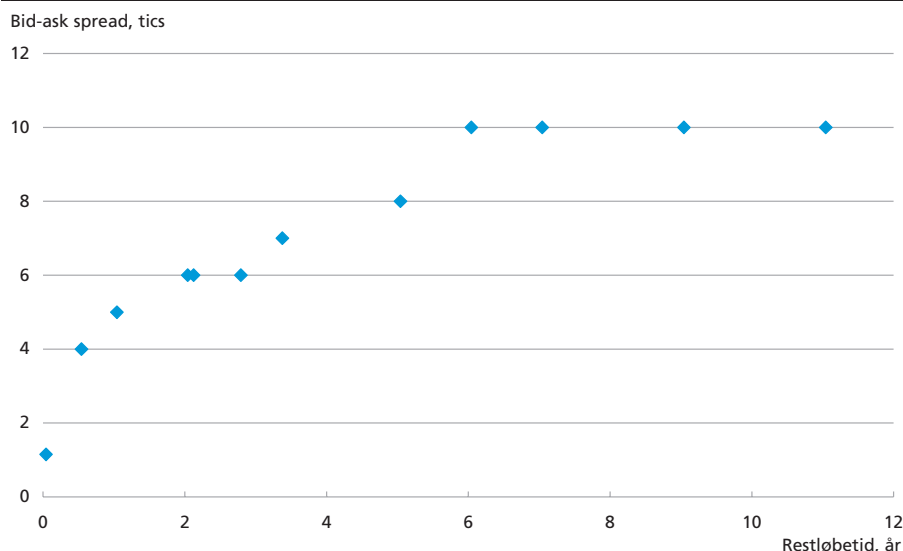
I Danmark er der en market maker-aftale på statsobligationsmarkedet, hvor market makerne indbyrdes forpligter sig til at stille tovejspriser for et bestemt beløb. En sådan aftale sikrer en vis umiddelbarhed (immediacy) i markedet som helhed og begrænser bredden (tightness).

For en given løbetid vil bid-ask spreads i teorien være smallere for papirer med høj likviditet end for mindre likvide papirer. Det skyldes, at en market maker skal ligge inde med en beholdning (et "lager") eller have sikkerhed for, at de kan købe papiret hurtigt for at kunne honorere forpligtigelsen til at sælge et givet papir. For mere likvide papirer er sandsynligheden for at kunne erhverve papiret med henblik på videre salg større og behovet for at have et lager og dermed "lageromkostningerne" mindre. Statens værdipapirudlånsordning bidrager fx til at nedbringe behovet for at have et lager og understøtter derved likviditeten. Det spread, en market maker tør stille op med for en given løbetid, afspejler således en vurdering af likviditeten i markedet.

Bid-ask spreads i det danske marked afspejler primært betingelserne omkring market maker-aftalerne samt en tendens til stigende spreads ved højere restløbetid, jf. figur 8.3.2.

BID-ASK SPREADS I DANSKE STATSPAPIRER, OKTOBER 2002

Figur 8.3.2



Anm.: Bid-ask spreads er baseret på gennemsnitlige bud- og udbudskvoterings ved lukketid. Gennemsnit for oktober 2002.
Kilde: Bloomberg.

Relationen mellem spread og restløbetid skyldes, at market makere ved prisstillelse påtager sig risikoen for, at prisen i markedet ændrer sig i forhold til den stillede pris. Denne risiko stiger med kursvolatiliteten i papiret, hvori der stilles priser. Volatiliteten øges typisk med restløbetiden. Den større risiko for papirer med længere løbetid afspejler sig i bredere bid-ask spreads.

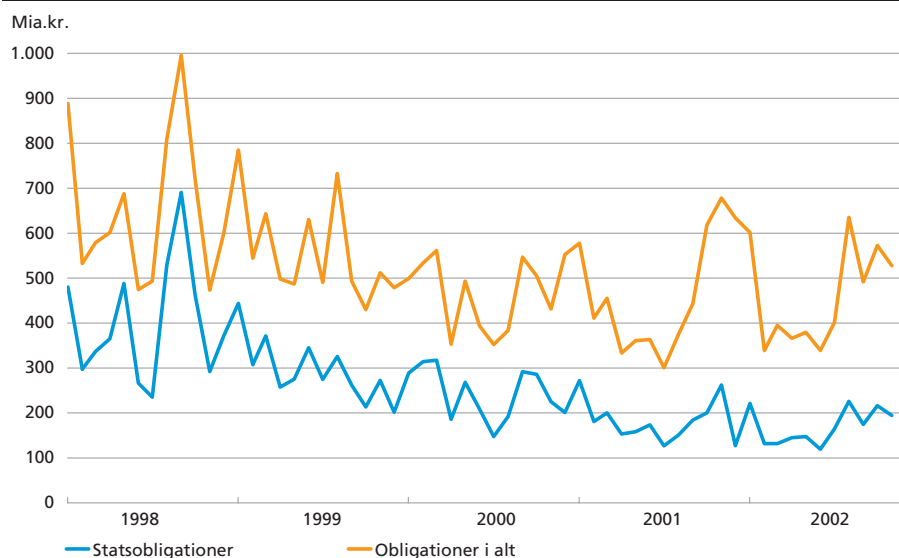
Spreadet i det danske marked er omkring 10 tics (forskel mellem bid- og ask-kurs, 1 tic svarer til 1/100 kurspoint) i det 10-årige segment, 8 i det 5-årige og 6 i det 2-årige segment, jf. figur 8.3.2. Disse spreads er baseret på gennemsnitlige kvoterede priser og er således indikative, jf. boks 8.1. De faktiske spreads i det professionelle marked er typisk noget mindre. Til sammenligning kvoterer svenske 10-årige statsobligationer i et spread på ca. 12 tics, mens spreads i euroområdet er noget mindre som følge af elektronisk market making i MTS, hvor bedste bid- og bedste ask-pris angives.

Omsætning

Omsætningen, dvs. hvor meget en given obligation handles, er en indikator for både dybde og umiddelbarhed i markedet. Høj omsætning viser, at der løbende stilles priser og handles i en obligation og giver derved en indikation af likviditeten og "omsætteligheden" i en obligation.

MÅNEDLIG OMSÆTNING PÅ DET DANSKE OBLIGATIONSMARKED, 1998-2002

Figur 8.3.3



Kilde: Københavns Fondsbørs.

Omsætning er en hyppigt anvendt indikator for likviditet og er i Danmark veldokumenteret i form af data, da alle handler indberettes til Københavns Fondsbørs. Omsætningstallene skal dog i en likviditetssammenhæng tolkes varsomt, fordi de kun udtrykker omfanget af gennemførte handler, men ikke potentielle handler. En obligation kan fx godt være likvid og "omsættelig" uden nødvendigvis at blive omsat meget, hvis blot der er villighed i markedet til at gennemføre et større omfang af handler.

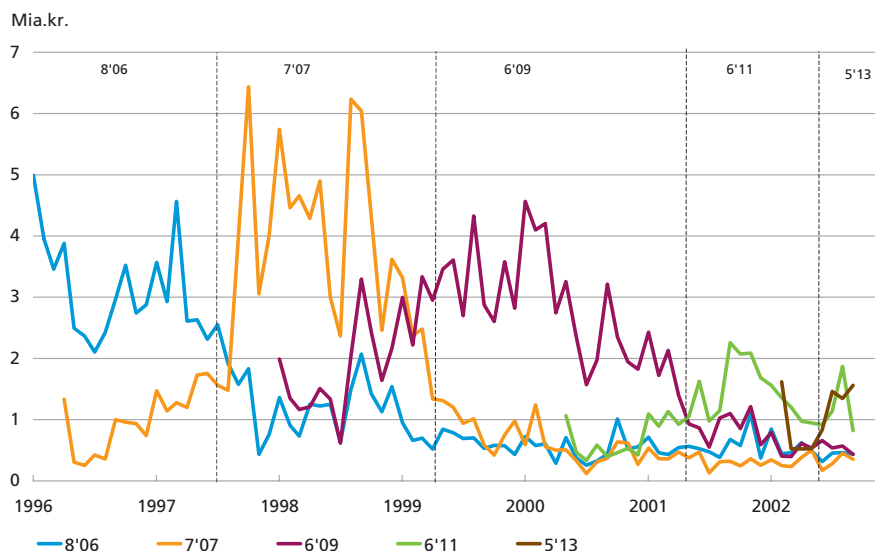
Staten er toneangivende på det danske obligationsmarked, og de store statsobligationer er de mest omsatte i det danske marked. Dette vidner i sig selv om høj likviditet i markedet for statsobligationer.

Over de seneste 5 år har den absolutte obligationsomsætning på det danske marked været faldende, jf. figur 8.3.3. Også antallet af handler på det samlede danske obligationsmarked er faldet fra knap 1,6 mio. i 1997 til godt 1 mio. i 2001, mens den cirkulerende mængde obligationer og antallet af fondskoder på fondsbørsen er nogenlunde uændret.

Den faldende omsætning kan til dels begrundes i en konsolidering i den finansielle sektor, til dels i markedsudviklingen og stabiliteten over for euroområdet. Konsolideringen i den finansielle sektor har fx betydet, at der i dag er færre, men større aktive banker og fondsmæglere i obligationsmarkedet. De enkelte transaktioner er blevet større, og bankerne tager i højere grad obligationerne på egne bøger og afdækker

GENNEMSITLIG DAGLIG OMSÆTNING I DET 10-ÅRIGE SEGMENT,
1996-2002, MIA.KR.

Figur 8.3.4



Anm.: De stiplede linjer angiver benchmarkskifte. Det aktuelle benchmark i hver periode er noteret øverst i figuren.
Kilde: Københavns Fondsbørs.

risici ved brug af andre instrumenter. Stabiliteten over for euroområdet har resulteret i færre handler ind og ud af kroneobligationerne, betinget af markedsforventninger til kronekurs og rentespænd, og dermed mindre omsætning.

Omsættningens fordeling mellem de forskellige statsobligationer viser en tendens til koncentration i benchmarkpapirerne. Koncentrationen er mest markant i det 10-årige segment, hvor benchmarkobligationen i hver periode er den mest handlede, jf. figur 8.3.4. Desuden opnår papirer i låneviften også hurtigt god likviditet i forventningen om benchmarkstatus.

En medvirkende faktor til at skabe omsætning og likviditet er udlændinges interesse for og handel med statspapirer. Udenlandske aktører er typisk villige til at handle hyppigere end indenlandske aktører og for større beløb.

I det danske statspapirmarked er udlændinge en væsentlig investorgruppe med en ejerandel på ca. 1/3 af alle danske statspapirer, jf. tabel 8.3.1. Det fremgår endvidere af tabel 8.3.1, at udlændinge i det forløbne år (i perioden 3. kv. 2001-3. kv. 2002) primært solgte off-the-run papirer og købte lånevifte/on-the-run papirer. Udlændinges aktivitet understøtter således opbygningen af og likviditeten i statens lånevifte.

LIKVIDITETSINDIKATORER, OKTOBER 2002

Tabel 8.3.1

Enhed	benchmark/ on-the-run status i 2002	Nominel seriestørrelse, mia.kr.	Omsætnings- hastighed, pct.	Udenlandsk ejerandel, pct.	Udlændinges køb i det seneste år, mia.kr.
4 pct. stgb. 2004	on/benchmark	39,5	83,7	39	15,1
4 pct. st.lån 2008	on/benchmark	20,0	48,4	23	4,1
5 pct. st.lån 2013	on/benchmark	40,6	115,5	22	9,0
5 pct. stgb. 2003	off/benchmark	36,7	41,0	43	-3,8
8 pct. st.lån 2006	off/benchmark	57,5	15,0	24	-3,0
6 pct. st.lån 2011	off/benchmark	60,5	32,7	27	13,4
6 pct. st.lån 2002	off-the-run	27,5	12,6	28	-7,3
8 pct. st.lån 2003	off-the-run	56,7	7,22	36	-10,2
7 pct. st.lån 2004	off-the-run	67,1	21,4	35	-3,1
5 pct. st.lån 2005	off-the-run	57,5	32,0	55	0,6
7 pct. st.lån 2007	off-the-run	52,1	23,2	19	-2,1
6 pct. st.lån 2009	off-the-run	66,6	22,9	25	-0,7
7 pct. st.lån 2024	off-the-run	25,0	19,0	12	0,6

Anm.: Udenlandske ejerandele er opgjort pr. ultimo 3. kv. 2002, mens udlændinges køb er opgjort som forskellen mellem udlændinges beholdning i 3. kv. 2002 og 3. kv. 2001. Omsætningshastigheden er beregnet som omsætning til kursværdi/udstående mængde til kursværdi*100.

Kilde: Københavns Fondsbørs og Danmarks Nationalbank.

LIKVIDITETSPRÆMIEN I STATSPAPIRMARKEDET

8.4

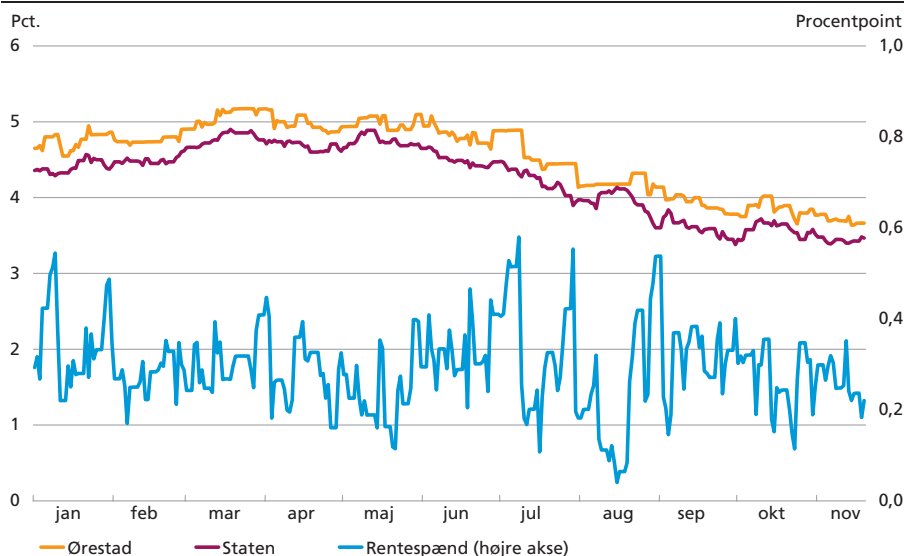
Gennemgangen ovenfor indikerer, at danske statspapirer generelt er karakteriseret ved høj likviditet. Papirer med et stort udestående og benchmarkstatus er typisk mest likvide. Desuden opnår papirer i låneviften hurtigt god likviditet i forventningen om benchmarkstatus.

Likviditeten i statspapirerne betyder, at investorer typisk vil være villige til at betale en merpris, dvs. en likviditetspræmie. Et ofte anvendt mål herfor er rentespændet mellem mindre likvide og likvide udstedelser. Dvs. der er tale om et *relativt mål* for likviditetspræmien, der varierer alt efter, hvor illikvid en obligation der sammenlignes med. De udstedelser, der sammenlignes, bør have (nogenlunde) samme kupon og restløbetid, ellers kan forskelle i karakteristika for betalinger drive spændet. Forskelle i kupon kan fx betyde, at spændet påvirkes af asymmetrisk beskatning af kuponbetalinger og kursgevinster. Det kan give støj i fortolkningen af rentespændet. Boks 8.2 beskriver metoder til estimation af likviditetspræmier samt resultater fra andre lande.

Et simpelt mål for likviditetspræmien i statspapirerne i forhold til en relativt illikvid obligation kan beregnes ved at sammenholde en statsobligation med en alternativ udstedelse, der i øvrigt har samme karakteristika som statsobligationen. Figur 8.4.1 viser den effektive rente på 4 pct. statsgældsbevis 2004 sammenholdt med renten på Ørestadens 4 pct.

RENTE OG RENTEFORSKEL PÅ ØRESTADENS 4 PCT. OG STATENS
4 PCT. STATSGÆLDSBEVIS 2004

Figur 8.4.1



Kilde: Københavns Fondsbørs.

stående lån ligeledes med udløb i 2004. Ørestaden er delvist ejet af staten¹. Der er derfor ikke yderligere kreditrisiko forbundet med Ørestadens obligation. De to obligationer har samme kupon og omtrent samme varighed. Ørestadens obligation må formodes at være relativt illikvid med en størrelse på kun 461 mio.kr. og manglende daglig prisstillelse², mens 4 pct. statsgældsbevis 2004 har et udestående på over 40 mia.kr. og handles dagligt.

Forskellen mellem de to renter giver et skøn for likviditetspræmien, der varierer mellem 5 og 50 basispoint – i gennemsnit ca. 30 basispoint i 2002. På grund af perioder helt uden priser på Ørestadsobligationen er der relativt store udsving i spændet. En gennemsnitsbetragtning for hele perioden er derfor mere sigende.

Likviditetspræmien kan også bestemmes som et relativt mål mellem de mest likvide statspapirer og mindre likvide statspapirer. Spændet mellem en nul kuponrente baseret på de mest likvide udstedelser og en nul kuponrente baseret på mindre likvide udstedelser vil give et sådant relativt mål for likviditetspræmien³.

¹ Ørestaden er et interessentskab med staten og Københavns Kommune som ejere.

² Der stilles ikke dagligt priser i lånet. I tilfælde, hvor der ikke er en pris i markedet, er den foregående observation anvendt.

³ Denne metode anvendes af M.J. Fleming, Federal Reserve Bank of New York i *Measuring Treasury Market Liquidity*, juni 2001 og senest af den spanske centralbank *Estimating liquidity premia in the Spanish Government Securities Market*, 2002.

Der er typisk to tilgange til måling af likviditetspræmien på statspapirer. En hvor rentespændet mellem likvide (on-the-run/benchmark) udstedelser og mindre likvide (off-the-run) udstedelser estimeres. En anden hvor rentespændet bestemmes mellem statspapirer og statsgaranterede udstedelser.

On-the-run vs. off-the-run

For en estimation af den relative likviditetspræmie statspapirer imellem, kan spændet beregnes mellem den effektive rente på on-the-run eller benchmarkudstedelsen og en teoretisk bestemt effektiv rente på et papir med samme karakteristika. Den teoretiske rente er bestemt på basis af en nulkuponrentekurve estimeret på grundlag af off-the-run udstedelser. Denne metode er anvendt i flere studier (fx i M.J. Fleming, Federal Reserve Bank of New York i arbejdspapiret *Measuring Treasury Market Liquidity*, juni 2001) og anvendes også i dette kapitel. Den teoretiske pris er følsom over for valget af papirer, der anvendes til estimation af nulkuponkurven. Der er derfor risiko for, at enkelte papirer i estimationsgrundlaget kan drive prisen. Særligt estimationen af spændet for det længste papir kan være påvirket af, at der ikke er et off-the-run papir med længere restløbetid i umiddelbar nærhed af on-the-run papiret. Bestemmelsen af likviditetspræmien mellem off-the-run og on-the-run udstedelser for danske statspapirer er forbundet med de samme problemer som nævnt i studiet for det amerikanske marked. Omfanget af problemerne er dog større, fordi der i Danmark er færre udstedelser at estimere nulkuponkurven ud fra, og fordi der er længere afstand mellem udstedelser.

I et studie fra den spanske centralbank (F. Alonso mfl., 2002, *Estimating liquidity premia in the Spanish government securities market*, Banco de España arbejdspapir no. 0017) estimeres likviditetspræmien for benchmarkobligationer i det spanske statspapirmarked ved at inkludere en likviditetsparameter i estimationen af nulkuponrentekurven for statspapirer. Parameteren er nul for benchmarkobligationer i estimationen af nulkuponrentekurven og 1 for ikke-benchmarkobligationer. Herved bliver koefficienten for likviditetsparameteren et mål for forskydningen af nulkuponrentekurven, som ikke-benchmarks indebærer, og dermed et mål for likviditetspræmien.

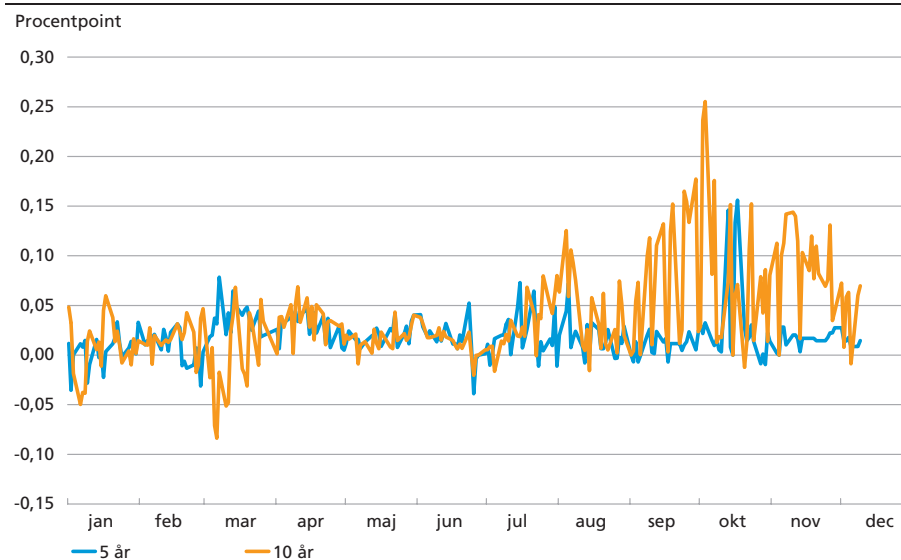
I Flemings studie af spændet mellem off-the-run og on-the-run udstedelser på det amerikanske marked er likviditetspræmien estimeret til at ligge mellem 4 og 10 basispoint for 2-, 5- og 10-årige udstedelser. I studiet for det spanske statspapirmarked bestemmes likviditetspræmie til at være ca. 5 basispoint.

Statspapirer vs. andre statsgaranterede udstedelser

Et mere absolut mål for likviditetspræmien kan fås ved at sammenholde en statsobligation med en meget illikvid obligation, der ellers har samme karakteristika som statsobligationen (kredit, betalingsmønster, kupon mv.). Meget illikvide statsobligationer med markedskonforme karakteristika som de likvide udstedelser findes ikke. Det er derfor nødvendigt at sammenholde med en anden udstedelse. I denne tilgang er det afgørende, at likviditetspræmien adskilles fra en eventuel kreditpræmie. I undersøgelser fokuseres derfor på relevante udstedelser med samme kreditværdighed som staten. Det kan fx være statsgaranterede enheder eller enheder med implicit statsgaranti.

FORSKEL MELLEM MINDRE LIKVID OG LIKVID NULKUPONRENTE VED
FORSKELLIGE LØBETIDER, 2002

Figur 8.4.2



Kilde: Kurser fra Københavns Fondsbørs og egne beregninger.

Papirer i låneviften og med benchmarkstatus anses for at være mest likvide. Nulkuponrentekurverne for de mest likvide udstedelser er derfor baseret på skatkammerbeviser, låneviftepapirer og benchmarkpapirer i 2002, mens kurverne for de mindre likvide udstedelser er baseret på de øvrige off-the-run papirer af typen stående lån¹.

Metoden giver en relativ likviditetspræmie på 0-15 basispoint for låneviftepapirer/benchmarks i forhold til mindre likvide udstedelser. Figur 8.4.2 viser forskellen mellem de to kurver ved forskellige løbetider.

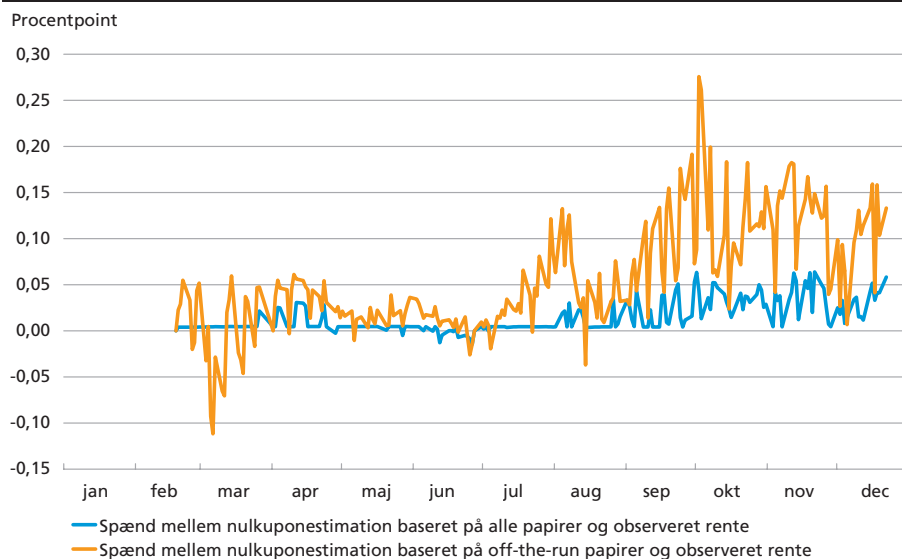
Samme metode kan anvendes for en specifik obligation, hvor den observerede effektive rente i markedet sammenholdes med en estimeret effektiv rente beregnet på baggrund af en nulkuponrentekurve baseret på mindre likvide udstedelser.

Denne beregning ses i figur 8.4.3, hvor den effektive rente på 5 pct. stående lån 2013 sammenholdes med en teoretisk beregnet rente for 5 pct. 2013 baseret på off-the-run papirer. Den teoretiske rente baseret på off-the-run udstedelser er generelt højere end den observerede rente, svarende til en positiv likviditetspræmie på ca. 0-20 basispoint. 5 pct.

¹ Nulkuponkurverne er estimeret ved brug af en udvidet Nelson Siegels rentemodell. I den mest likvide kurve indgår mere specifikt skatkammerbeviser; 5 pct. 2003, 4 pct. 2004, 4 pct. 2008, 6 pct. 2011, 5 pct. 2013 og 7 pct. 2024. I den mindre likvide kurve indgår skatkammerbeviser; 6 pct. 2002, 8 pct. 2003, 7 pct. 2004, 5 pct. 2005, 7 pct. 2007, 6 pct. 2009 og 7 pct. 2024. Skatkammerbeviser og 7 pct. stående lån 2024 indgår således i begge kurver for at fiksere kurvernes ender. Det er derfor ikke relevant at måle forskellen mellem kurverne i enderne af løbetidsspektret.

TEORETISK OG OBSERVERET RENTE PÅ 5 PCT. STÅENDE LÅN 2013 SAMT SPÆND, 2002

Figur 8.4.3



Kilde: Kurser fra Københavns Fondsbørs og egne beregninger.

2013 opnåede benchmarkstatus i begyndelsen af september 2002, og spændet tenderer til at ligge højere herefter end før.

Figur 8.4.3 viser desuden spændet mellem markedsrenten og en teoretisk rente for 5 pct. stående lån 2013, hvor alle statspapirer indgår i nulkuponrenteestimationen. Dette spænd kan anvendes til at vurdere, hvorvidt et papir er over- eller undervurderet i forhold til statspapirmarkedet som helhed. Et positivt spænd indikerer, at papiret er overvurderet. Det kan til dels have baggrund i, at der er tilknyttet en likviditetspræmie til papiret¹.

¹ Spændet afhænger ligeledes af, hvilken metode der er anvendt i beregningen af nulkuponrentekurven til bestemmelse af den teoretiske effektive rente. Ved at sammenligne effektive renter baseret på henholdsvis off-the-run papirer og alle statspapirer fås en grov indikation af likviditetspræmien rensat for effekten af estimationsmetoden.

KAPITEL 9

Elektronisk handel og market making i danske statsobligationer

SAMMENFATNING**9.1**

I næsten alle EU-lande og andre lande med udviklede finansielle markeder foregår handlen og market makingen i engrosmarkedet for statsobligationer elektronisk. Elektronisk handel og market making kan medvirke til at skabe effektive markeder for statsobligationer. I Danmark foregår handlen og market makingen i engrosmarkedet altovervejende pr. telefon. Implementering af elektronisk market making er derfor et vigtigt led i at udvikle den danske markedsplads for statsobligationer og bringe faciliteterne på linje med standarden i andre lande med udviklede finansielle markeder. Elektronisk handel er endvidere en forudsætning for, at nye værdipapirhandlere vil finde det attraktivt at melde sig som market makere i danske statsobligationer.

Der arbejdes for tiden på at etablere elektronisk handel på engrosmarkedet for danske statsobligationer med det elektroniske handelssystem MTS som platform. MTS er i dag det dominerende system for engroshandel med europæiske benchmarkobligationer.

I tæt tilknytning til etablering af en dansk MTS-løsning arbejdes der på at udforme en primary dealer-ordning. Elektronisk handel og primary dealer-ordninger kan supplere hinanden i retning af at skabe mere effektive engrosmarkeder for statsobligationer.

I afsnit 9.2 beskrives fordelene ved elektronisk handel i statsobligationer. Herefter beskrives i afsnit 9.3, hvorledes elektronisk handel og primary dealer-ordninger kan supplere hinanden i retning af at skabe et velfungerende engrosmarked for statsobligationer. I afsnit 9.4 beskrives baggrunden for det igangværende arbejde med at etablere elektronisk market making på engrosmarkedet for danske statsobligationer. Endelig beskriver afsnit 9.5 baggrunden for at vælge MTS som platform for en dansk løsning for elektronisk handel.

FORDELENE VED ELEKTRONISK HANDEL PÅ MARKEDER FOR STATSOBLIGATIONER

9.2

Elektronisk handel og marked making i obligationer har en række fordele frem for handel via telefon eller "floor-trading" (hvor handlen foregår mellem handlere, der er fysisk til stede på handelspladsen).

På trods af fordelene ved elektronisk handel i obligationer er udbredelsen af elektroniske handelssystemer gået langsommere på obligationsmarkederne end på valutamarkederne og aktiemarkederne. Inden for de senere år er udviklingen dog også på obligationsmarkederne forløbet hurtigt. Det gælder især for handlen med statsobligationer. IT-udviklingen har gjort det lettere og billigere at handle forskellige typer af værdipapirer elektronisk, og der har været en international tendens, herunder i Europa, til øget standardisering af statslige udstedelser. Elektroniske handelssystemer egner sig bedst til standardiserede produkter, hvor både køber og sælger har fuldt kendskab til produktet og derfor ikke behøver at have kontakt med hinanden.

I næsten alle lande med udviklede finansielle markeder foregår handlen i engrosmarkedet for statsobligationer i dag elektronisk.

De forskellige fordele ved elektronisk handel spiller sammen og forstærker gensidigt hinanden. De væsentligste fordele er:

- Lavere handelsomkostninger
- Stordriftsfordele
- Større gennemsigtighed i markedet
- Bedre risikostyring
- Flere potentielle markedsdeltagere.

Lavere handelsomkostninger. Når handlen foregår elektronisk, vil en del af dealernes arbejde kunne overtages af såkaldte prismaskiner, dvs. software der løbende tilpasser tilbud om købs- og salgspriser på baggrund af de markedsinformationer (førhandelsinformation), systemet automatisk modtager. Dette betyder, at én dealer vil kunne passe flere markeder samtidigt, og at der dermed spares resurser. Når en handel er indgået, vil den relevante information om handlen automatisk blive videresendt til både køber og sælger, der så hver især kan lade disse data indgå som input i de interne systemer, dvs. i risikostyringssystemer, bogføringssystemer mv. Det betyder besparelser af resurser, der ellers ville gå til at foretage de nødvendige registreringer i handlernes egne systemer. Endelig har avancerede elektroniske handelssystemer i dag faciliteter, der kan færdigpakke oplysninger om alle handler i systemet og sende data direkte videre til brug for clearing og afvikling. Herved spares de resurser, der ellers skulle bruges hos hver handler til at modtage handelsdata og på den baggrund give instruktioner om clearing og afvikling.

I elektroniske handelssystemer er indsamling af markedsinformation hurtig og billig. Som nævnt vil den førhandelsinformation, systemet rummer, automatisk være tilgængelig for handlerne, bl.a. som input til prismaskiner. Da alle handelsinformationer registreres, vil også handelsstatistik, altså efterhandelsinformation, være tilgængelig uden ekstraomkostninger.

Lavere handelsomkostninger og handelsrelaterede omkostninger vil alt andet lige føre til øget handel og dermed bidrage til øget likviditet.

Stordriftsfordele. Elektroniske handelssystemer giver stordriftsfordele. Når et elektronisk handelssystem er implementeret, er de marginale omkostninger ved hver enkelt handelstransaktion små. De marginale omkostninger ved at indlemme flere markedsdeltagere er ligeledes små. Der opstår også en anden type stordriftsfordele, fordi handlerne, der optræder på flere forskellige markeder, vil foretrække, at det samme system bruges på alle markeder. På den måde vil nogle elektroniske handelssystemers succes være selvforstærkende.

Større gennemsigthed. Med elektroniske handelssystemer bliver det muligt at opnå større gennemsigthed i markedet. Det skyldes bl.a., at markedsinformation bliver billigere at indhente. Men det skyldes især, at det bliver muligt at basere investeringsbeslutninger på førhandelsinformation om, til hvilke priser og for hvilke beløb, der kan købes og sælges i markedet. I hvilket omfang og på hvilken måde, det større potentiale for gennemsigthed udnyttes, vil blive bestemt inden for hvert enkelt marked.

Bedre risikostyring. Elektronisk handel skaber bedre risikostyring, først og fremmest fordi der med straight-through-processing kan opnås både hurtig og sikker registrering af relevante handelsdata i de rigtige systemer. De operationelle risici i både front- og back office-funktioner bliver reduceret.

Flere potentielle markedsdeltagere. Elektroniske handelssystemer er globale i den forstand, at markedsdeltagernes geografiske placering ikke er afgørende for deres muligheder for at handle. Dette gælder også for telefonhandel, men som bekendt ikke for "floor-trading". Elektroniske handelssystemer kan endvidere rumme et meget stort antal deltagere, som kan være på "markedspladsen" samtidigt og give tilbud om køb og salg. Med elektronisk handel er der derfor et langt større antal handlerne, som er potentielle deltagere på markedet.

De nævnte fordele betyder, at det med elektronisk handel bliver muligt at skabe et mere effektivt og likvidt marked for statsobligationer. Et effektivt marked drevet af konkurrence er til glæde for såvel låntagere som investorer. For statslige udstedere betyder et velfungerende marked med en skarp prisstillelse en større sikkerhed for, at statslige lånebehov også i fremtiden kan finansieres på attraktive vilkår.

DEFINITION AF ELEKTRONISK HANDEL

Boks 9.1

I forskellige former for handelssystemer kan større eller mindre dele af den samlede kæde af transaktioner – lige fra ordreformidling til endelig effektivering – foregå elektronisk. En bud på en meget bred definition er:

"An electronic trading system is a facility that provides some or all of the following services: electronic order routing (the delivery of orders from users to the execution system), automated trade execution (the transformation of orders into trades) and electronic dissemination of pre-trade (bid/offer quotes and depth) and post-trade information (transaction price and volume data)".¹

Forskellige typer elektroniske handelssystemer kan anvendes mellem forskellige typer af markedsdeltagere. Elektroniske handelssystemer kan bl.a. opdeles i følgende grupper, afhængigt af hvilke markedsdeltagere de retter sig mod²:

- *Cross-matching systemer* er systemer, hvor dealere og institutionelle investorer kan lægge købs- eller salgsskud ind, hvorefter systemet automatisk matcher ordrene til handler. Et eksempel på et cross-matching system er Eurex Bonds GmbH
- *Interdealer-systemer* er cross-matching systemer, hvor kun dealere deltager. EuroMTS, de forskellige nationale MTS-selskaber og BrokerTec Global er eksempler på interdealer-systemer
- *Single-dealer systemer* er systemer, hvor købs- og salgsskud matches mellem én dealer og en række investorer, der er tilknyttet denne dealers system. Et eksempel er Autobahn Electronic Trading
- *Multiple-dealer systemer* er systemer, hvor investorer kan vælge at handle på baggrund af købs- og salgstilbud fra flere forskellige dealere. Eksempler på multi-dealer systemer er Bloomberg BondTrader og TradeWeb LLC.

¹ BIS Committee on the Global Financial System, *The implications of electronic trading in financial markets*, January 2001.

² The Bond Market Association, *eCommerce in the Fixed-Income Market. The 2002 Review of electronic transaction systems*, November 2002.

Hvorledes de potentielle fordele med elektronisk handel udnyttes, afhænger også af samspillet mellem elektronisk handel og de øvrige dele af markedsindretningen, herunder fx primary dealer-ordninger.

SAMSPILLET MELLEM ELEKTRONISK MARKET MAKING OG EN PRIMARY DEALER-ORDNING FOR STATSOBLIGATIONER

9.3

I de fleste OECD-lande eksisterer primary dealer-ordninger som led i målsætninger om at sikre velfungerende engrosmarkeder for statsobligationer. Primary dealere er finansielle institutioner, som på baggrund af en aftale med udsteder forpligter sig til at deltage i afsætningen og omsætningen af statsobligationer¹.

Der findes ingen international fastlagt standard for udformningen af primary dealer-ordninger. De eksisterende ordninger tager i forskelligt

¹ For yderligere beskrivelser af baggrunden for anvendelsen af primary dealere og eksisterende primary dealer-ordninger i EU henvises til kapitel 8 i *Statens låntagning og gæld 2001*.

omfang hensyn til særlige nationale forhold. I takt med internationaliseringen af obligationshandlen – og især efter introduktionen af euroen og det fælles kapitalmarked i euroområdet – har der dog været en tendens til større ensartethed mellem primary dealer-ordningerne. Denne tendens skyldes bl.a., at der særligt inden for euroområdet er en række store banker, der går igen som primary dealere på de fleste nationale statsobligationsmarkeder.

Kernen i primary dealer-ordninger er kombinationen af de rettigheder og forpligtelser, der tildeles primary dealerne. Både rettigheder og forpligtelser fastlægges med det formål at give primary dealerne tilskyndelse til at handle sådan i markedet, at de potentielle fordele ved elektronisk handel udnyttes. Primary dealer-ordninger og elektroniske handelssystemer kan på den måde supplere hinanden på engrosmarkederne for statsobligationer.

Statslige udstedere er part i primary dealer-ordningerne og har afgørende indflydelse på, hvordan ordningerne konkret udformes. De har derfor gode muligheder for ad denne vej at skabe mere effektive engrosmarkeder for statsobligationer, hvilket er til gavn for mulighederne for den fremtidige statslige låntagning.

Den centrale forpligtelse for primary dealere er løbende at stille købs- og salgspriser inden for fastlagte spreads og for fastlagte beløb. Der er altså tale om en market maker forpligtelse rettet mod det sekundære engrosmarked¹. Market makingen sikrer, at der hele tiden er likviditet i markedet. Den gennemsigtighed, der kan tilvejebringes i et elektronisk system, giver deltagerne i systemet – og andre der måtte have adgang til markedsinformationen – præcis førhandelsinformation om, til hvilke priser og for hvilke beløb der kan handles i et givent papir. På den måde supplerer market making og elektroniske handelssystemer hinanden i retning af at give et mere effektivt marked.

Ud over market making-forpligtelserne er der i primary dealer-ordninger sædvanligvis en række mindre konkret formulerede forpligtelser, såsom krav om aktiv deltagelse ved emission og opkøb af statsobligationer, krav om løbende at holde udsteder orienteret om markedsudviklingen etc.

Modstykket til primary dealernes forpligtelser er, at de får tildelt rettigheder, først og fremmest knyttet til en fortrinsret til at aftage statens obligationer ved udstedelse. Primary dealernes rettigheder giver dem endvidere incitamenter til at fremme likviditeten og aktiviteten i markedet. Også på denne måde kan primary dealer-ordninger og elektroniske handelssystemer supplere hinanden i retning af at bidrage til et mere effektivt marked.

¹ I Danmark foretages udstedelser af statsobligationer og statsgældsbeviser ved tapsalg, og udstedelserne foretages direkte og løbende i det sekundære marked.

BAGGRUNDEN FOR AT ETABLERE ELEKTRONISK MARKET MAKING I DANSKE STATS OblIGATIONER

9.4

I midten af 1980'erne var Danmark det første land, der indførte elektronisk værdipapirhandel og elektronisk registrering af værdipapirer. Der er dog kun en begrænset handel med statsobligationer på Københavns Fondsbørs' handelssystemer, hvis der ses bort fra de transaktioner, hvor Nationalbanken på vegne af staten er part. Handlen og market makingen i engrosmarkedet for danske statsobligationer foregår altovervejende over telefonmarkedet.

I næsten alle EU-lande og andre lande med udviklede finansielle markeder foregår handlen og market makingen i engrosmarkedet for statsobligationer elektronisk. Implementering af en konkurrencedygtig løsning for elektronisk handel og market making er et vigtigt led i at udvikle den danske markedsplads for statsobligationer og bringe faciliteterne på det danske marked på linje med, hvad der i dag er standard på andre udviklede statspapirmarkeder.

Målet med en dansk løsning for elektronisk handel og market making i statsobligationer er at opnå de fordele, der er beskrevet i afsnit 9.2 og 9.3. Under det igangværende arbejde har der især været fokus på de lavere handelsomkostninger, den større markedsgennemsigtighed og en let adgang for udenlandske markedsdeltagere til det danske statsobligationsmarked.

Gennemsigtigheden i det danske marked for statsobligationer hviler i dag primært på den efterhandelsinformation, der tilvejebringes via handlernes indberetninger af indgåede handler. Med elektronisk handel og market making vil der være let tilgængelig førhandelsinformation vedrørende engrosmarkedet.

Der er en målsætning om at tiltrække nye deltagere til engrosmarkedet for danske statsobligationer. Handlen med statsobligationer foregår i et globalt marked, hvor statslige udstedere i langt højere grad end tidligere er konfronteret med international konkurrence om investorerne.

Der er efterhånden få aktive deltagere i det danske engrosmarked for statsobligationer, og der bliver færre i takt med konsolideringen i sektoren. Nye (udenlandske) market makere vil kun have interesse i at melde sig på det danske marked, hvis etableringsomkostningerne og de løbende omkostninger er på niveau med andre engrosmarkeder for statspapirer. Nye market makere vil alene kunne se en forretningsmæssig interesse i at deltage på det danske statspapirmarked, hvis handlen foregår elektronisk og på en platform, som de nye deltagere i forvejen benytter på andre obligationsmarkeder. Med andre ord er elektronisk handel og market making en nødvendig – om end ikke tilstrækkelig – betingelse for at tiltrække nye udenlandske market makere til det danske obligationsmarked.

**ELEKTRONISK MARKET MAKING PÅ ENGROSMARKEDER FOR
STATSOBLIGATIONER I EU-LANDE**

Tabel 9.5.1

	Elektronisk market making	MTS/EuroMTS ²	Primary dealer- ordning
Belgien	ja	ja	ja
Danmark	nej	nej	nej
Finland	ja	ja	ja
Frankrig	ja	ja	ja
Grækenland	ja	ja	ja
Holland	ja	ja	ja
Irland	ja	ja	ja
Italien	ja	ja	ja
Luxembourg ¹	nej	nej	nej
Portugal	ja	ja	ja
Spanien	ja	ja	ja
Storbritannien	ja	nej	ja
Sverige	ja	nej	ja
Tyskland	ja	ja	nej
Østrig	ja	ja	ja

Kilde: OECD Public Debt Markets, Trends and Recent Structural Changes, 2002; OECD, Debt Management and Government Securities Markets in the 21st Century, 2002; samt statsgældsforvaltningernes websteder.

¹ Luxembourgs marked for statsobligationer er af meget begrænset størrelse.

² Eventuelt som ét af flere systemer.

**EN MTS-LØSNING FOR ELEKTRONISK HANDEL OG MARKET MAKING
PÅ ENGROSMARKEDET FOR DANSKE STATSOBLIGATIONER**

9.5

De danske market makere og statsgældsforvaltningen har løbende drøftelser om indretningen af engrosmarkedet for danske statsobligationer. Under disse drøftelser har der været enighed om behovet for at indføre elektronisk market making. Internationale banker har ligeledes erklæret sig enige i dette.

Blandt markedsaktørerne har der været enighed om, at en dansk løsning for elektronisk market making med fordel kan baseres på handels-systemet MTS¹. Det skyldes flere forhold:

- MTS er i dag det dominerende system for engroshandel med europæiske benchmarkobligationer, jf. tabel 9.5.1
- Internationale banker, der opererer i statspapirmarkeder i EU, anvender allerede MTS. De vil derfor uden ekstra systemomkostninger kunne melde sig som market makere i en dansk MTS-løsning
- MTS er et system, der er udviklet til obligationshandel
- Andre landes erfaringer peger på, at det kun med en MTS-løsning vil være muligt at tiltrække nye udenlandske market makere til det danske marked for statsobligationer. De tilkendegivelser, den danske statsgældsforvaltning har modtaget, peger entydigt i samme retning.

¹ En kort beskrivelse af MTS er givet i boks 9.2.

MTS S.p.A. er det selskab, der administrerer den elektroniske handelsplatform, Telematico. Selskabet blev grundlagt i Italien i 1988. Det blev privatiseret i 1997 og ejes i dag af omkring 60 større internationale finansielle institutioner.

EuroMTS, der er platformen for handel med de største europæiske benchmarkobligationer (minimum udestående på 5 mia.euro), ejes i dag 100 pct. af MTS S.p.A.

Herudover er der et større antal lokale/nationale MTS-selskaber. Når et sådant selskab dannes, stiller MTS S.p.A. den elektroniske handelsplatform gratis til rådighed. MTS S.p.A. får en ejerandel på 20 pct. i de lokale selskaber, men har ingen stemmeret i spørgsmål om markedsindretning. De resterende 80 pct. ejes af markedet makerne og i nogle tilfælde af udsteder og/eller den lokale børs. Der er dog fra MTS S.p.A.s side ikke på forhånd fastlagt regler for sammensætningen af ejerkredsen. Selskabernes indtægter består dels af faste årlige gebyrer fra de deltagere, der er tilkøbt systemet, og dels af variable gebyrer, der afhænger af den enkelte deltagers handelsomfang. Prisstrukturen fastlægges i de lokale selskaber.

Teknisk er alle MTS-delmarkeder tilgængelige under den samme applikation. Det betyder, at en institution, der er medlem af et marked, også vil kunne blive medlem af et andet MTS-marked uden omkostninger til hverken supplerende software eller hardware. Mellem de lokale MTS-markeder og EuroMTS er der en såkaldt "parallel quotation"-funktionalitet. Det er et link for de obligationer, der er store nok til også at blive handlet i EuroMTS, så der er en fælles likviditet i disse papirer for de markedsdeltagere, der er koblet på både det lokale MTS og på EuroMTS.

MTS og EuroMTS er interdealer-systemer, jf. boks 9.1.

MTS er i dag det dominerende system for engroshandel med europæiske benchmarkobligationer. Der er kun få EU-lande, som enten ikke har eller er i færd med at implementere MTS-løsninger. Flere af de kommende EU-lande overvejer også at implementere MTS-løsninger.

En MTS-løsning kan etableres enten som et selvstændigt MTS-selskab eller som et markedssegment under et eksisterende MTS-selskab. Valget mellem disse to løsninger er et spørgsmål om markedsdeltagernes muligheder for på længere sigt at påvirke de strategiske beslutninger, der vil blive foretaget i de respektive MTS-selskaber. Der er derimod mellem de to løsninger ingen forskel på den selvstændighed, man har til at fastlægge markedsindretningen, herunder regler for markedet makingen.

Oprindeligt udbredtes MTS-systemet ved, at der blev oprettet flere selvstændige nationale MTS-selskaber. Den seneste udvikling er dog gået mere i retning af oprettelse af selvstændige segmenter under eksisterende MTS-selskaber. I Finland har man valgt at etablere et markedssegment under MTS Associated Markets (MTSAM), der er et belgisk MTS-selskab, hvorunder der nu findes et belgisk og et finsk markedssegment. I Irland har man etableret et markedssegment på EuroMTS, der er den internationale MTS-platform for handel med store benchmarkobligationer.

Der kan være fordele ved at have flere markedssegmenter inden for det samme MTS-selskab. For det første kan segmenterne deles om de administrationsomkostninger, der er knyttet til driften af et selvstændigt selskab. For det andet kan segmenterne lave aftaler om "rabatordninger", så det gøres mere attraktivt for deltagere i ét markedssegment også at deltage i andre segmenter inden for det samme selskab. Internationaliseringen af kredsen af primary dealere har som tidligere omtalt betydet, at en række internationale banker deltager som primary dealere på flere af statspapirmarkederne i EU.

KAPITEL 10

Renterisikostyring af statsgæld

SAMMENFATNING**10.1**

I de seneste år er der internationalt kommet større fokus på risikostyring inden for statsgældsforvaltning. Også i den danske statsgældsforvaltning er der gennem en årrække arbejdet meget med risikostyring.

Risikoen styres for den samlede statsgæld. Den altovervejende risiko på den danske statsgæld er renterisikoen forbundet med refinansiering af gælden til ukendte fremtidige renter. En lav renterisiko er typisk forbundet med højere omkostninger. Det er derfor nødvendigt at foretage en afvejning mellem forventede omkostninger og risici. Statsgældsforvaltningen har udarbejdet en kvantitativ model til identifikation af forventede omkostninger og risici til brug for en sådan afvejning (Cost-at-Risk, CaR). Det valgte trade-off mellem omkostninger og risiko styres herefter løbende ved brug af strategiske benchmarks/sigtepunkter for låntagningens fordeling på forskellige løbetider, statsgældens varighed og størrelsen af de årlige afdrag.

Internationalt er der i et mere akademisk perspektiv kommet større fokus på omkostningernes potentielle afledte effekter og samspillet med makroøkonomien. Her relateres renterisikoen til statens budgetstilling med henblik på at opnå "budget smoothing".

KORT OM RENTERISIKO**10.2**

I relation til statsgældsforvaltning kan renterisiko defineres som den risiko, der er forbundet med refinansiering af gælden til ukendte fremtidige renter. En gældsportefølje, hvor afdragene er spredt jævnt over en relativ lang horisont, vil have en lav renterisiko. Det skyldes, at refinansieringsbehovet vil være jævnt fordelt, ligesom rentebetalingerne på en større del af gælden ligger fast i en længere periode. Dermed begrænses risikoen for en pludselig stigning i gældens renteomkostninger. En lav renterisiko kan imidlertid være forbundet med højere gennemsnitlige omkostninger, da lang låntagning typisk er relativt dyr. Renterisikoen skal derfor afvejes over for renteomkostningerne.

I styringen af statens eksponering over for markedsudviklingen er det som et generelt princip hensigtsmæssigt at betragte statens finansielle porteføljer under ét. Det muliggør en opgørelse af statens samlede eksponering i overensstemmelse med principperne for asset liability management, jf. boks 10.1. I definitionen af renterisiko, jf. afsnit 10.2, kan det således være relevant at modregne evt. indtægter og finansielle aktiver.

I den danske statsgældsforvaltning styres renterisikoen på den samlede statsgæld, som består af den indenlandske og udenlandske gæld fratrasket aktiverne i Den Sociale Pensionsfond og indeståendet på statens konto i Nationalbanken. Desuden medtages statens aktiver fra genudlån i statsgældsforvaltningens porteføljestyring. Nettogældsbetragtningen indebærer en mere dækkende vurdering af statens renteeksponering i overensstemmelse med principperne om ALM.

KVANTIFICERING AF TRADE-OFF MELLEM OMKOSTNINGER OG RISIKO

10.4

Udgangspunktet for fastlæggelse af en løbende strategi for statsgældspolitikken er en analyse af trade-off'et mellem forventede omkostninger og risici ved forskellige tilrettelæggelser af statsgældspolitikken. Det muliggør, at staten kan vælge en strategi, der indebærer en hensigtsmæssig afvejning af omkostninger over for risiko.

ASSET LIABILITY MANAGEMENT	Boks 10.1
Asset Liability Management (ALM) er et udbredt risikostyringsprincip i private finansielle institutioner. ALM tilsiger, at hele balancen, dvs. både aktiver og passiver, så vidt muligt bør indgå i risikoanalysen med henblik på at kunne opgøre den samlede eksponering. Det muliggør, at risikoen kan begrænses ved at matche de finansielle karakteristika på henholdsvis aktiver og passiver, således at den ene side af balancen hedger den anden. Dette princip er anvendt for så vidt angår valutakursrisikoen på statens udenlandske gæld og Nationalbankens valutareserve. Statens udenlandske gæld, som er optaget med henblik på at finansiere valutareserven, er udelukkende eksponeret i euro. Samtidig er valutaeksponeringen på Nationalbankens valutareserve hovedsageligt i euro, og det er sigtet, at der ikke optages lån i én valuta med efterfølgende placering af provenuet i en anden valuta. Dermed mindskes valutakursrisikoen på statens gæld og Nationalbankens valutareserve set under ét. ALM-tilgangen omfatter også matching af porteføljer uden eksplicite finansielle karakteristika. Livsforsikringsselskaber kan fx mindske risikoen ved at placere i finansielle aktiver, der har en betalingsprofil, som afspejler de forventede forpligtelser bestemt ud fra aktuartabeller over forventet dødelighed.	

Analysen af forskellige profiler for omkostninger og risiko kræver, at der opstilles scenarier for den forventede renteudvikling. Med udgangspunkt i det forventede fremtidige finansieringsbehov kan de forventede omkostninger for en given strategi dermed beregnes. Risikoen ved strategien kan opgøres som de potentielle stigninger i renteomkostningerne målt i forhold til renteomkostningerne under det forventede eller mest sandsynlige scenario.

Inden for statsgældsforvaltning anvendes forskellige tilgange og modeller til denne analyse. Ofte anvendes relativt simple modeller baseret på få deterministiske scenarier. Det centrale scenario kan baseres på en simpel antagelse om fx uændrede renter, eller der kan tages udgangspunkt i implicitte forwardrenter. Det centrale scenario kan så holdes op over for ad hoc justeringer eller historiske forløb.

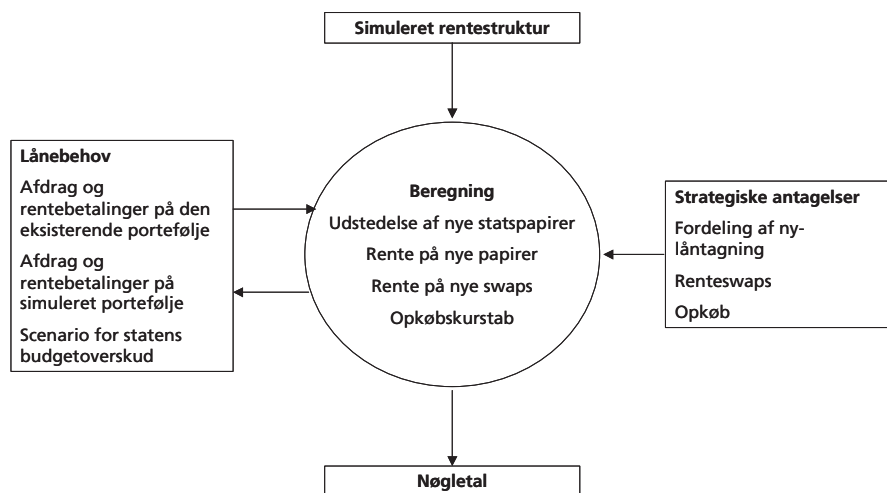
I den danske statsgældsforvaltning anvendes deterministiske scenarioanalyser bl.a. til at stressteste omkostningsudviklingen. Men til selve analysen af trade-off'et mellem forventede omkostninger og risiko har statsgældsforvaltningen udviklet en stokastisk simulationsmodel, Cost-at-Risk-modellen (CaR-modellen). I CaR-modellen simuleres 2.500 scenarier for renteudviklingen hvert kvartal inden for en 10-års horisont, hvorved der kan opstilles sandsynlighedsfordelinger for omkostningerne. Fordelen ved denne tilgang er, at en egentlig kvantificering af risikoen kræver, at omkostningsscenarierne tillægges forskellige sandsynligheder.

CaR-beregningerne er hidtil kun foretaget for den indenlandske gæld, som udgør hovedparten af gælden, og statens aktivportefølje fra genudlån. Statsgældens øvrige porteføljer vil blive implementeret i 2003. Det muliggør en kvantificering af trade-off'et mellem omkostninger og risiko for den samlede statsgæld.

Cost-at-Risk-modellen

Strukturen i CaR-beregningerne er illustreret i figur 10.4.1. Udgangspunktet for beregningerne er dels information om den eksisterende portefølje (udestående i alle statspapirer og swapporteføljen) og statens forventede fremtidige budgetoverskud. Hertil kommer input vedrørende den strategiske tilrettelæggelse af statsgældspolitikken, herunder fordelingen af den fremtidige låntagning på forskellige løbetidssegmenter, frekvensen for åbningen af nye papirer, mængden af fremtidige swaps og opkøb af statspapirer.

Tilsammen giver disse oplysninger statens løbende lånebehov, ny-låntagningens fordeling på forskellige papirer og statens renteeksponering. Nye afdrag og rentebetalinger indgår efterfølgende i det fremtidige lånebehov.



Renteomkostningerne beregnes på baggrund af simulerede nul kupon-rentekurver. Rentekurverne anvendes i modellen til at bestemme kuponen på nye lån, swaprenten og kursen på opkøbte obligationer.

Beregningerne foretages for 2.500 scenarier. Hvert scenario beskriver et bestemt forløb for renteudviklingen på kvartalsbasis i 10 år og dermed et bestemt forløb for udviklingen i gældens renteomkostninger.

På baggrund af de 2.500 scenarier kan der opstilles en sandsynlighedsfordeling for renteomkostningerne hvert år i den simulerede periode. De forventede fremtidige årlige omkostninger ved en given strategi beregnes som middelværdien af de beregnede omkostninger. Risikoen summeres i to mål: Absolut CaR og relativ CaR. Absolut CaR for et givet år angiver de maksimale omkostninger med 95 pct. sandsynlighed. Relativ CaR er forskellen mellem absolut CaR og middelværdien. Relativ CaR er således et mål for den maksimale stigning i omkostningerne i forhold til middelværdien for et givet år med 95 pct. sandsynlighed. Kvantificeringen af risiko i CaR er metodemæssigt relateret til Value-at-Risk (VaR), jf. boks 10.2.

I CaR-modellen beregnes desuden en række andre nyttige nøgletal. Fx beregnes statens årlige lånebehov, statsgældens størrelse, gældens afdragsprofil, udestående i de forskellige papirer og statsgældens varighed.

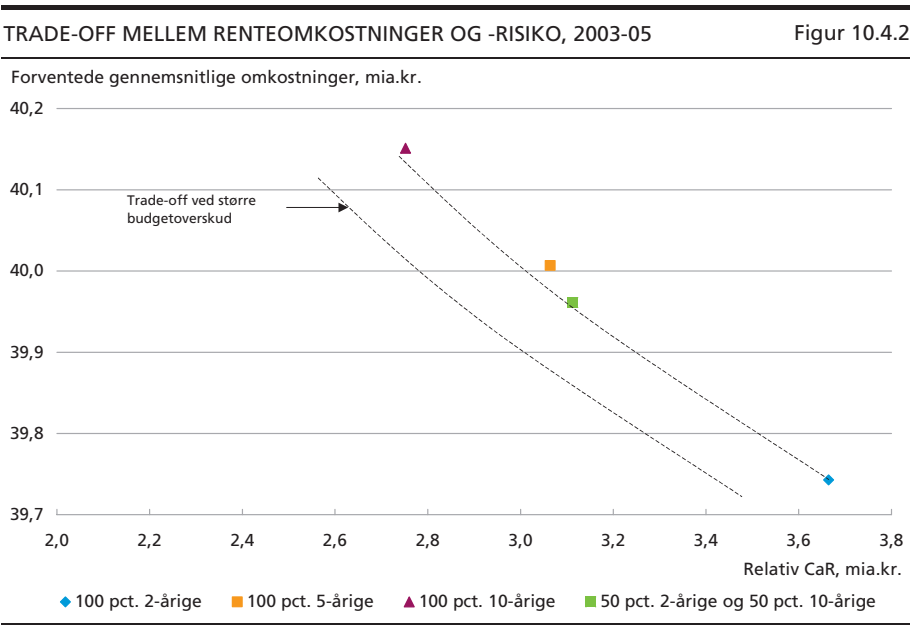
Brug af CaR til strategifastlæggelse

Resultaterne fra CaR-modellen bruges som strategiske oplæg i forbindelse med planlægningen af statsgældspolitikken. Oplægget indeholder en analyse af profilen for de forventede omkostninger og risici (absolut og relativ CaR) under forskellige antagelser vedrørende udformningen af statsgældspolitikken.

CaR VS. VaR	Boks 10.2
CaR er metodemæssigt relateret til VaR, som er et udbredt risikostyringsinstrument blandt aktivporteføljeforvaltere. VaR udtrykker det maksimale tab i en porteføljes markedsværdi med en given sandsynlighed over en given – typisk kort – tidshorisont. CaR udtrykker den maksimale stigning i de årlige rentebetalinger på gælden med en given sandsynlighed på mellemlangt og langt sigt. For både CaR og VaR er der tale om en kvantificering af risikoen, der afhænger af sandsynlighedsfordelingen for den fremtidige markedsudvikling. I CaR er horisonten relativt lang. Formålet med CaR-analysen er at vurdere forskellene mellem forskellige strategier på sigt, dvs. strategiernes gennemsnitlige karakteristika. Den risiko, der er forbundet med kortsigtede udsving i markedrenterne, imødegås bl.a. ved at sprede låntagningen over året. Dermed mindskes statens eksponering over for kortsigtet volatilitet.	

Figur 10.4.2 illustrerer trade-off'et mellem omkostninger og risiko for den indenlandske statsgæld i henhold til CaR-modellen set på mellemlangt sigt. Beregningerne tager udgangspunkt i den eksisterende statsgældsportefølje og antager et løbende budgetoverskud. Desuden illustreres hvordan trade-off'et ændres under antagelse af et større budgetoverskud.

Figuren viser sammenhængen mellem gennemsnitlig relativ CaR og de gennemsnitlige renteomkostninger i perioden 2003-05 for forskellige fordelinger af låntagningen på det 2-, 5- og 10-årige segment. De forskellige lånestrategier resulterer i forskellige profiler for gældens varighed.



Det fremgår, at udstedelse alene i 2-årige obligationer giver de laveste gennemsnitlige omkostninger, men også den højeste risiko. Omvendt giver udstedelse i 10-årige obligationer de højeste omkostninger, men også den laveste risiko.

Låntagning i korte obligationer er forbundet med en større renterisiko end låntagning i lange obligationer på grund af to forhold. Udstedelse af korte obligationer giver en højere grad af refinansiering. Det betyder, at der gennemsnitligt refinansieres mere til fremtidige ukendte renter, hvilket giver en højere renterisiko. Hertil kommer, at rentevolatiliteten i den korte ende af rentekurven er relativt høj. De forventede renteomkostninger ved kort låntagning er til gengæld lavere end ved lang låntagning, fordi rentekurven typisk har en positiv hældning.

I figuren indikeres også, at udstedelse alene i 5-årige papirer ikke er fordelagtigt i henhold til CaR-analysen, idet trade-off'et mellem omkostninger og risiko for denne strategi ligger over den stiplede linie. Ved i stedet at sprede udstedelserne flere steder på kurven er det muligt at opnå en tilsvarende risikoprofil med lidt lavere forventede omkostninger. Resultatet skyldes, at rentekurven ofte er konkav. Dvs. at de gennemsnitlige omkostninger ved fordeling af låntagningen på 2- og 10-årige papirer ofte er lavere end ved koncentration af låntagningen i det 5-årige segment.

Som illustreret i figuren ændres trade-off'et under antagelse af et større budgetoverskud. Et større budgetoverskud mindsker statens lånebehov og dermed både de forventede renteomkostninger og renterisikoen.

Modelusikkerhed

Beregningen af CaR-tal er følsom over for de antagelser, der gøres. For det første er risikoanalysen følsom over for valget af rentemodell, som genererer de fremtidige renter, og valget af det estimationsgrundlag, der anvendes til at estimere rentemodellens parametre. Renteinputtet til CaR-modellen er hidtil simuleret ved hjælp af den såkaldte CIR-model¹. CIR-modellen er central i finansieringslitteraturen og er håndterbar i praksis. Modellen har dog vanskeligt ved at replikere visse empiriske karakteristika ved det historiske renteforløb. Fx er der tendens til, at CIR-modellen undervurderer volatiliteten i de lange renter. CIR-modellen har endvidere begrænsninger i dens evne til at generere forskellige former af rentekurver. I lyset af CaR-resultaternes følsomhed over for valget af rentemodell arbejdes der med modellering af alternative renteinput til CaR-modellen. Første skridt i dette arbejde blev præsenteret i *Statens låntagning og gæld 2001*, kapitel 9.

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

For det andet påvirkes risikoopgørelsen i væsentlig grad af antagelserne vedrørende udviklingen i statens budget, som er forbundet med stor usikkerhed. CaR-beregningerne foretages derfor for forskellige budget-scenarier med henblik på at belyse resultaternes robusthed.

STYRING AF OMKOSTNINGER OG RISIKO VED BRUG AF STRATEGISKE BENCHMARKS

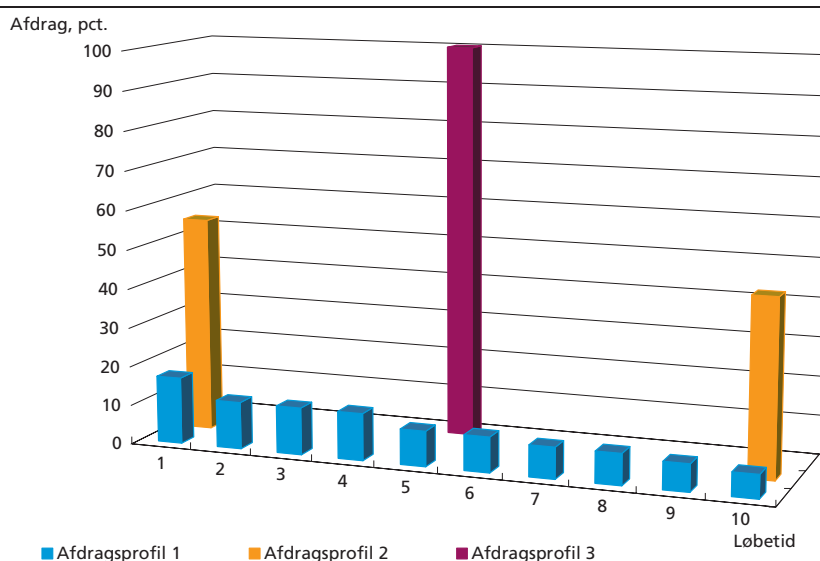
10.5

CaR-analysen anvendes til at understøtte fastlæggelsen af såkaldte strategiske benchmarks. Strategiske benchmarks er nøgletal for porteføljen, som sammenfatter den ønskede omkostnings- og risikoprofil, og som bruges som pejlemærker i den løbende styring. CaR understøtter fastlæggelse af strategiske benchmarks for den indenlandske låntagningsfordeling på forskellige løbetider, statsgældens varighed og profilen for de fremtidige afdragsbetalinger.

Varigheden er et centralt mål i risikostyringen i mange statsgældsforvaltninger. Varigheden er et mål for porteføljens gennemsnitlige rentebindingstid. En lang varighed betyder, at der gennemsnitligt set går lang tid, til gælden skal refinansieres til ukendte renter. Dette mindsker sandsynligheden for en pludselig stigning i renteomkostningerne på kortere sigt. Som et gennemsnitsmål siger varigheden imidlertid ikke noget om spredningen på betalingerne. En portefølje, hvor afdragsbetalingerne er koncentreret i det mellemlange segment, kan således have samme varighed som en portefølje, hvor afdragene er fordelt over en

AFDRAGSPROFILER MED SAMME VARIGHED

Figur 10.5.1



længere horisont, jf. figur 10.5.1. For at undgå den renteusikkerhed, der er forbundet med, at en stor del af gælden skal refinansieres i bestemte år, kombineres varighedsmålsætningen derfor med en målsætning om en vis udjævning af afdragsprofilen.

I den danske statsgældsforvaltning styres varigheden via indgåelse af renteswaps. Renteswaps muliggør, at der kan opnås en anden renteeksponering end den, der bestemmes af statspapirudstedelsernes løbetidsfordeling. Udjævning af afdragsprofilen sikres via opkøb og udstedelsespolitikken. Idet både renteswaps og opkøb er modelleret i CaR-modellen, er det muligt at kvantificere risikoen for forskellige niveauer for varigheden og målsætninger for de årlige afdrag i tillæg til analysen af forskellige udstedelsespolitikker.

Benchmarking og performance-måling

Inden for privat porteføljeforvaltning anvendes benchmarks også som et mål for den ønskede eksponering, der kan guide den løbende forvaltning. Her ledsages det strategiske benchmark ofte af nogle rammer for taktiske positioner. Taktiske positioner er afvigelser fra det strategiske benchmark, som foretages på baggrund af bestemte forventninger til fx renteudviklingen. Typisk foretages en løbende evaluering af porteføljeforvaltningen ved at sammenligne resultatet af de taktiske positioner med det resultat, der ville være opnået, hvis forvalteren havde fulgt det strategiske benchmark.

Mandatet i form af et strategisk benchmark til en obligationsportefølje forvalter af en aktivportefølje kan fx være, at porteføljen skal bestå af 30 pct. lange realkreditobligationer, 30 pct. mellemlange statsobligationer og 40 pct. lange statsobligationer. Hvis porteføljeforvalteren har bestemte forventninger til, at realkreditobligationer fx vil klare sig bedre end statsobligationer, eller at afkastet vil være højere i den lange ende af kurven, kan der foretages taktiske positioner ved at ændre fordelingen på papirer inden for fastlagte rammer.

En tilsvarende brug af strategiske benchmarks til performance-måling af taktiske positioner er hidtil kun blevet anvendt i få statsgældsforvaltninger og typisk kun på den udenlandske gæld. I Danmark blev der tidligere anvendt performance-måling i styringen af nettovalutaeksponeringen på den udenlandske gæld og Nationalbankens valutareserve.

Der er særligt to forhold, som gør det problematisk at anvende benchmarks til performance-måling for så vidt angår statsgældsforvaltningers indenlandske porteføljer. For det første må det forudsættes, at staten som porteføljeforvalter er en lille spiller i et stort marked og derfor tager priserne for givet. Ellers kan porteføljeforvalteren påvirke markedspriserne og det fastlagte benchmark. For det andet skal det

sikres, at markedsdeltagerne ikke får et fejlagtigt indtryk af, at staten tager taktiske positioner i forhold til det strategiske benchmark baseret på privilegeret information, herunder vedrørende den fremtidige finanspolitik.

Med indførelsen af euroen og etableringen af et stort fælles kapitalmarked påvirkes de indenlandske kapitalmarkeder i eurolandene mindre af statsgældsforvaltningernes transaktioner. Dette skaber bedre forudsætninger for brug af benchmarking og performance-måling. Samtidig er det muligt, at etableringen af flere uafhængige statsgældsforvaltninger vil føre til øget brug af benchmarking og performance-måling. Et benchmark kan tydeliggøre statsgældsforvaltningens mandat og skabe mulighed for, at porteføljeejeren kan evaluere forvalterens performance.

STYRING AF OMKOSTNINGER OG RISIKO I ET MAKROPERSPEKTIV 10.6

Statsgældsforvaltningernes porteføljer er typisk meget store. Derfor kan der potentielt være væsentlige negative spill-over effekter fra omkostningsudviklingen til den øvrige økonomi via statens budget i tilfælde af uro på de finansielle markeder. Budget smoothing er en risikostyrings-tilgang inden for statsgældsforvaltning, som netop tager udgangspunkt i tilrettelæggelse af statsgældspolitikken ud fra overordnede makro-økonomiske hensyn. I de seneste år er der i visse lande rettet større fokus mod denne tilgang.

Budget smoothing indebærer en alternativ definition af omkostninger og risiko og dermed en anden tilgang til risikostyring. Her relateres gældens omkostninger til statens budget, således at de "reale" omkostninger afhænger af både renteomkostningernes størrelse og budgetstillingen. Jo værre det står til med budgettet jo større "reale" omkostninger. Budget smoothing har derfor til hensigt at etablere en gældsstruktur, der sikrer, at sandsynligheden for høje gældsomkostninger mindskes i situationer, hvor budgettet er spændt.

Rationalet bag tilgangen er, at der kan være vigtige negative afledte effekter fra omkostningsstød til budgettet. I budget smoothing-litteraturen er udgangspunktet således typisk, at en pludselig stigning i gældens omkostninger kan skabe behov for politiske tiltag i form af skattestigninger eller en reduktion af de offentlige udgifter og måske misligholdelse af statens afdragsbetalinger.

Implementering af budget smoothing kan være metodisk vanskeligt. Det skyldes, at hovedparten af budgetposterne ikke har eksplicitte finansielle karakteristika, fx skatter og afgifter, som umiddelbart kan matches med gældens finansielle karakteristika.

Det er således relevant at vide, om økonomien primært rammes af efterspørgsels- eller udbudsstød. I tilfælde af et negativt efterspørgselsstød vil der være tendens til, at inflationen falder, samtidig med at budgettet forværres. Indekseret gæld vil i dette tilfælde formilde konsekvenserne af budgetforværringen. Er der i stedet tale om udbudsstød, hvor budgettet forværres, samtidig med at inflationen og renterne stiger, vil fastforrentet nominel gæld være bedre i henhold til en budget smoothing betragtning. Det kan være vanskeligt at identificere de forskellige stød til økonomien og derfor også at implementere en passende strategi.

Ideen om budget smoothing er især interessant, hvis der er betydelige potentielle afledte effekter af en pludselig omkostningsstigning, og hvis det er muligt at identificere vigtige stød til økonomien, som kan hedges gennem en bestemt gældsstruktur. Begrænset afsmitning fra gælden til den øvrige økonomi kan begrunde fokus på gældens finansielle risici.

Bilag

Information om statens låntagning og gæld

Statsgældsforvaltningen lægger vægt på åbenhed over for offentligheden og de finansielle markeder omkring statsgældspolitikken og statens transaktioner. Yderligere information om statsgælden og statsgældspolitikken kan ses på Nationalbankens websted, www.nationalbanken.dk.

Der offentliggøres løbende en bred vifte af informationer vedrørende statens låntagning og gæld via Københavns Fondsbørs og DN-Nyheder¹. Flere nyhedsbureauer gengiver informationerne på DN-Nyheder, fx Reuters. Informationen kan ligeledes findes på Nationalbankens websted. Det er muligt at få direkte besked om nye informationer og opdaterede oplysninger vedrørende statens låntagning og gæld ved at tilmelde sig Nationalbankens elektroniske nyhedsservice (se www.nationalbanken.dk, Nyhedsservice).

Henvendelser om statens låntagning og gæld kan ske til Danmarks Nationalbank, Statsgældssektionen i Kapitalmarkedsafdelingen på governementdebt@nationalbanken.dk.

Omstående tabel giver en oversigt over den løbende information, der udsendes om statens låntagning og gæld.

¹ Nationalbankens system for udsendelse af information til tilsluttede nyhedsbureauer.

LØBENDE INFORMATION VEDRØRENDE STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD

	Overordnet indhold	Her findes informationen	Udgivelses-frekvens
Meddelelse om statens låntagning mv., juni og december	• Strategi for låntagning • Låneviften • Opkøbsviften • Varighedsbånd	• KF • www.nationalbanken.dk	Halvårligt
Åbning af nye papirer	• Kupon • Udløbsdato • Åbningsdag	• KF • DN-Nyheder, billed 55 • Reuter, DKNA-55 • www.nationalbanken.dk	Irregulært
Skatkammerbevisauktion	• Indkaldelse til auktion • Resultat af auktion	• KF • DN-Nyheder, billede 53 • Reuters, DKNA-53 • www.nationalbanken.dk (resultat)	Månedligt
Dagligt opkøb og salg	• Dagligt salg fordelt på papirer • Dagligt opkøb fordelt på papirer	• DN-Nyheder billede 51 og 58 • Reuters, side DKNA-51 og DKNA-58 • www.nationalbanken.dk	Dagligt
Månedligt opkøb og salg, 1. bankdag	• Mdl. salg fordelt på papirer • Mdl. opkøb fordelt på papirer • Mdl. valutaswaps	• KF • www.nationalbanken.dk	Månedligt
Månedligt indenlandsk lånebehov, 1. bankdag	• Indl. lånebehov i henhold til Budgetoversigt • Efterfølgende opkøb • Efterfølgende valutaswaps • Samlet indl. lånebehov	• www.nationalbanken.dk • DN-Nyheder, billede 54 • Reuters, side DKNA-54	Månedligt
Statens faktiske finansieringsbehov mv., 2. bankdag	• Ændring i indestående på statens konto • Statens bruttolåntagning • Statens bruttofinansieringsbehov • Statens afdrag og opkøb	• DN-Nyheder • www.nationalbanken.dk	Månedligt
Dagsfordeling af statens betalinger, 2. sidste bankdag	• Dagsfordeling for likviditetspåvirkningen af statens betalinger i de kommende måneder	• www.nationalbanken.dk	Månedligt
Statens låntagning og gæld, normalt i februar	• Udviklingen det foregående år • Detaljerede gælds- og transaktionsopgørelser • Rapportering om forhold af betydning for gældsplejen.	• Publikation fra Nationalbanken • www.fm.dk (Finansministeriets websted)	Årligt
Budgetoversigt, normalt i maj, august og december	• Bruttofinansieringsbehov, indeværende og kommende år • Indl. og udl. lånebehov, indeværende og kommende år	• Publikation fra Finansministeriet • www.fm.dk (Finansministeriets websted)	Normalt 3 gange årligt

Anm.: Budgetoversigten udgives af Finansministeriet.

KF er en forkortelse for Københavns Fondsbørs. KF's websted findes på www.xcse.dk.

Det er muligt at få direkte besked om nye informationer om statens låntagning og gæld ved at tilmelde sig Nationalbankens elektroniske nyhedsservice (se www.nationalbanken.dk, Nyhedsservice).

Principper for styring af kreditrisiko på statens swaps

Modparters kreditværdighed (rating): For at begrænse kreditrisikoen på swapmodparter indgås kun swaps med modparter med en meget høj kreditværdighed. En modpart skal normalt have en rating på minimum Aa3/AA- hos mindst to anerkendte kreditvurderingsbureauer (Moody's, Standard & Poor's eller Fitch). For renteswaps i kroner og DKK/EUR-swaps tillades dog modparter med en rating på minimum A3/A-.

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

Opgørelse af krediteksponering på modpart: Modparters krediteksponering og udnyttelse af lines følges løbende. Statens krediteksponering over for en given modpart opgøres som den aktuelle positive markedsværdi for porteføljen fratrukket evt. indlagte sikkerheder samt et tillæg, potentiel krediteksponering, der tager højde for, at porteføljen kan udvikle yderligere markedsværdi som følge af markedsudviklingen.

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

RAMMER FOR KREDITEKSPONERINGER Tabel 1

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

Anm.: Ved forskellige ratings lægges den laveste rating til grund ved bevilling af line samt fastsættelsen af tærskelværdi for maksimal usikret markedsværdi i statens favør.
 Har modparten en rating på A1/A+ eller derunder, kan bevilget line kun anvendes til renteswaps i danske kroner eller DKK/EUR-swaps med en løbetid på maksimalt 10 år.

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

Afgrænsning af tilladte typer af swaps: Der tillades kun indgåelse af plain vanilla rente- og valutaswaps. Løbetiden vil normalt ikke overstige 10 år. Dual currency-swaps og nulcuponswaps henføres til gruppen af plain vanilla swaps. Der indgås ikke længere strukturerede swaps. Det samme gælder for forretninger, hvori der indgår optionselementer, herunder også swaptions, rentecaps, etc.

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

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

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

Førtidig ophævelse af swaps: Det skal være muligt at ophæve alle swaps med en modpart, såfremt dennes kreditværdighed (rating) falder til et utilfredsstillende niveau. Alle nye ISDA Master Agreements indeholder derfor såkaldte rating triggers. En rating trigger indebærer, at swaps kan ophæves, hvis en modparts rating falder til et givent niveau. I de fleste af statens ISDA Master Agreements er den indsatte rating trigger BBB+/Baa1 eller derunder¹.

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

Sikkerhedsstillelse: For at begrænse et eventuelt tab i tilfælde af en modparts misligholdelse kan der kun indgås nye swaps med modparter, der har indgået en sikkerhedsaftale i form af et ISDA Credit Support Annex til de ISDA Master Agreements, der overordnet regulerer forholdet mellem staten og swapmodparterne. Hovedelementerne i aftalerne er:

- Aftalerne er ensidige, således at kun statens modparter stiller sikkerhed
- Der skal først stilles sikkerhed, når markedsværdien i statens favør overstiger et aftalt beløb (tærskelværdien). Tærskelværdien vil afhænge af modpartens rating, jf. tabel 1
- Markedsværdien på swaps opgøres jævnligt og efter behov. Viser en opgørelse, at markedsværdien fratrasket eksisterende sikkerhedsstillelse overstiger den aftalte tærskelværdi, anmodes modparten om at stille sikkerhed

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

- Der overføres (tilbageføres) kun sikkerheder på 10 mio.kr. eller derover
- Tilladte sikkerheder vil normalt bestå af statsobligationer, der har en rating på minimum Aa3/AA-. Andre obligationer kan også accepteres efter konkret vurdering, fx danske realkreditobligationer. Obligationers sikkerhedsværdi beregnes som kursværdien efter et kursfradrag (haircut). Haircuts vil afhænge af obligationernes restløbetid og skal tage højde for risikoen for, at obligationerne kan falde i værdi
- Administrationen af obligationer, der er stillet til sikkerhed for staten, er overdraget til den depotbank, hvor sikkerhederne er deponeret. Depotbanken vil på statens vegne anmode modparten om supplerende sikkerhed, hvis de deponerede obligationers sikkerhedsværdi falder og derved ikke kan dække markedsværdien på de indgåede swaps efter fradrag af tærskelværdien. Ved overdækning er depotbanken tilsvarende bemyndiget til at frigive obligationer til modparten.

Vilkår for statens og Den Sociale Pensionsfonds værdipapirudlånsordninger

Vilkår for statens værdipapirudlån

1. Der udlånes statspapirer, som indgår i statens lånevifte. De nærmere vilkår for udlån af det enkelte statspapir meddeles i statens meddelelser om låntagning. Hvis det skønnes hensigtsmæssigt, kan det undlades at etablere en udlånsordning for nogle af statspapirerne i låneviften.
2. Statspapirer kan udlånes til handelsberettigede på obligationsdelen af Københavns Fondsbørs A/S.
3. Det maksimale udlån for hvert af papirerne er under normale omstændigheder 2 mia.kr. Dette loft kan hæves i situationer med unormal prisdannelse på det private marked for værdipapirudlån. Værdipapirudlånsordningen kan ophæves på ethvert tidspunkt. Udlånene i de enkelte statspapirer ophører, når de udgår af låneviften. I enkelte tilfælde kan ordningen fortsætte efter, at et papir er udgået af låneviften.
4. Værdipapirudlån indgås med valør børsdagen efter. Værdipapirerne kan lånes i en periode fra 1 til 5 børsdage. Forretninger kan indgås i tidsrummet mellem kl. 9.00 og 15.30, men bør så vidt muligt indgås inden kl. 14.00. Værdipapirudlånene foretages i den rækkefølge, værdipapirhandlere henvender sig til Danmarks Nationalbank den pågældende dag. Der forbeholdes ret til at foretage en diskretionær tildeling, hvis det skønnes hensigtsmæssigt.
5. Som sikkerhed accepteres danske statspapirer i kroner (stående lån) udstedt gennem Værdipapircentralen (VP) i serier med et udestående på mindst 3 mia.kr.
6. Sikkerhedsstillelsen sker ved et fradrag på 5 point i kursen på de værdipapirer, som låner stiller til sikkerhed.
7. Forretningerne afvikles som handelstransaktioner i VP-systemet.
8. Gebyret er 0,25 pct. p.a. for udlån af statsgældsbeviser og statsobligationer med et udestående under 20 mia.kr. Gebyret er 0,5 pct. p.a. for udlån af papirer med et udestående over 20 mia.kr. samt for alle skatkammerbeviser. Gebyret kan ændres uden varsel.
9. Forretningerne indberettes som to eller flere separate genkøbsforretninger til Københavns Fondsbørs A/S og markeres med kode 30.

10. Henvendelse om indgåelse af værdipapirudlånsforretninger sker til Danmarks Nationalbank, Handelsafdelingen, tlf. 3363 6713 eller 3363 6714.

Vilkår for Den Sociale Pensionsfonds udlån af statspapirer

1. DSPs beholdning af statspapirer af typen stående lån kan udlånes.
2. Statspapirer kan udlånes til handelsberettigede på obligationsdelen af Københavns Fondsbørs A/S.
3. Værdipapirudlånsordningen kan ophæves på ethvert tidspunkt.
4. Værdipapirudlån indgås med valør børsdagen efter. Værdipapirerne kan lånes i en periode fra 1 til 5 børsdage. Forretninger kan indgås i tidsrummet mellem kl. 9.00 og 15.30, men bør så vidt muligt indgås inden kl. 14.00. Værdipapirudlånene foretages i den rækkefølge, værdipapirhandlere henvender sig til Danmarks Nationalbank den pågældende dag. Der forbeholdes ret til at foretage en diskretionær tildeling, hvis det skønnes hensigtsmæssigt.
5. Som sikkerhed accepteres danske statspapirer i kroner (stående lån) udstedt gennem Værdipapircentralen (VP) i serier med et udestående på mindst 3 mia.kr.
6. Sikkerhedsstillelsen sker ved et fradrag på 5 point i kursen på de værdipapirer, som låner stiller til sikkerhed.
7. Forretningerne afvikles som handelstransaktioner i VP-systemet.
8. Gebyret er 0,5 pct. p.a. Gebyret kan ændres uden varsel.
9. Forretningerne indberettes som to eller flere separate genkøbsforretninger til Københavns Fondsbørs A/S og markeres med kode 30.
10. Henvendelse om indgåelse af værdipapirudlånsforretninger sker til Danmarks Nationalbank, Handelsafdelingen, tlf. 3363 6713 eller 3363 6714.

Auktionsvilkår for skatkammerbeviser

Skatkammerbevisauktioner holdes normalt den næstsidste børsdag i hver måned.

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

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

Der bydes på renten angivet med to decimaler. På grundlag af de indkomne bud fastsættes en skæringsrente. Bud til skæringsrenten eller derunder tilgodeses til skæringsrenten. Der kan ske pro rata-tildeling ved bud på skæringsrenten. Skæringsrenten omregnes til salgspris efter den gældende pengemarkedskonvention. Salgsprisen afrundes til nærmeste hele krone. En auktion kan afsluttes uden tildeling.

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

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

Meddelelser om statens låntagning og gæld

Statens låntagning 2002, 18. december 2001	134
Statens indenlandske låntagning i 2. halvår 2002, 17. juni 2002	138
Ekstraordinær udstedelse af statspapirer i lyset af forslaget til EUs rentebeskatningsdirektiv, 7. maj 2002	140

STATENS LÅNTAGNING I 2002, 18. DECEMBER 2001

Statens indenlandske låntagning i 2002

I Finansministeriets Budgetoversigt, august 2001, er statens indenlandske lånebehov for 2002 skønnet til 76,2 mia.kr. Et nyt skøn for statens lånebehov i 2002 forventes udsendt af Finansministeriet ultimo januar 2002. Lånebehovet dækkes ved at udstede indenlandske statspapirer.

Det er den overordnede strategi for statsgældspolitikken at opbygge og vedligeholde en attraktiv lånevifte. Dette gøres ved at opbygge likvide serier i det 2-, 5- og 10-årige segment.

Papirerne i låneviften udskiftes i 2002, da de nuværende papirer har været åbne længe og har et passende udestående.

Den 8. januar 2002 åbnes en ny serie statsgældsbeviser 2004 med termin den 15. november og en kupon på 4 pct. (fondskode DK000992062-1). Gældsbeviset tilbagebetales i sin helhed den 15. november 2004.

Salget i 4 pct. statsgældsbevis 2004 indledes den 8. januar 2002 kl. 11.00 via emissionsdelmarkedet for statspapirer på Københavns Fondsbørs A/S. Nærmere oplysninger om de beløb, der udbydes den første dag, vil blive meddelt den 8. januar 2002 kl. 9.00.

I forbindelse med test af emissionsdelmarkedet for statspapirer den 12. november 2001 udsendte Københavns Fondsbørs en beskrivelse af delmarkedets funktionalitet. Kopi af beskrivelsen kan rekvireres hos Københavns Fondsbørs, Kundebordet, telefon 3377 0409.

Den 22. januar 2002 åbnes en ny serie statsobligationer 2008 med termin den 15. august og en kupon på 4 pct. (fondskode DK000992070-4). Obligationen tilbagebetales i sin helhed den 15. august 2008.

Salget i 4. pct. stående lån 2008 indledes den 22. januar 2002 kl. 11.00 via emissionsdelmarkedet for statspapirer på Københavns Fondsbørs A/S.

LÅNEVIFTEN JANUAR 2002

Serie	Termin
<i>Statsobligationer</i>	
6 pct. stående lån 2011	15. november
4 pct. stående lån 2008 (åbnes den 22. januar 2002)	15. august
5 pct. stående lån 2011 (åbnes den 21. januar 2002)	15. august
<i>Statsgældsbeviser</i>	
4 pct. statsgældsbevis 2004 (åbnes den 8. januar 2002)	15. november
5 pct. statsgældsbevis 2003 (indstilles den 7. januar 2002)	15. november
<i>Skatkammerbeviser</i>	
Skatkammerbeviser 2002 IV	1. november
Skatkammerbeviser 2002 III	1. august
Skatkammerbeviser 2002 II	1. maj

Nærmere oplysninger om de beløb, der udbydes den første dag, vil blive meddelt den 22. januar 2002 kl. 9.00.

Der er udarbejdet en beskrivelse af lånevilkår på dansk og engelsk for henholdsvis 4 pct. statsgældsbevis 2004 og 4 pct. stående lån 2008, som kan fås ved henvendelse på telefon 3363 6105. De vil endvidere senere i dag kunne ses på Nationalbankens websted (www.nationalbanken.dk) under Statslån.

Salget af 5 pct. statsgældsbevis 2003 indstilles den 7. januar 2002, og salget af 5 pct. stående lån 2005 indstilles den 21. januar 2002.

Et nyt papir i det 10-årige segment forventes åbnet i 1. kvartal 2002. Der vil blive udsendt særskilt meddelelse om de nærmere vilkår for papirerne forud for åbningen. Der sigtes mod at opbygge et udestående på mindst 60 mia.kr. i dette papir.

I 2002 åbnes nye 12-måneders skatkammerbeviser ved auktionerne med valør den 1. februar, 1. maj, 1. august og 1. november.

Opkøb og ombytning

Der kan købes op i en bred vifte af papirer. Opkøb anvendes med henblik på at udjævne bruttofinansieringsbehovet mellem årene og som led i fastholdelse af en lånevifte med likvide, markedskonforme udstedelser.

Det er hensigten at afholde en eller flere ombytningsforretninger i 1. halvår 2002. Der vil blive udsendt særskilt meddelelse herom forud for en ombytningsforretning. Ombytningsforretninger giver investorerne mulighed for at udskifte ældre udstedelser i opkøbsviften med nye udstedelser i låneviften. Ombytningsforretninger anvendes som et supplement til statens opkøbsforretninger i papirer i opkøbsviften.

Det gælder for såvel opkøb som ombytningsforretninger, at de kun vil blive foretaget, såfremt det findes fordelagtigt ud fra en samlet statsgældspolitisk vurdering.

Opkøbsviften pr. januar 2002 omfatter:

- Alle papirer med udløb i 2002
- Alle papirer med udløb i 2003
- 7 pct. stående lån 2004
- 5 pct. stående lån 2005 (fra den 22. januar 2002)
- 8 pct. stående lån 2006
- 7 pct. stående lån 2007
- 6 pct. stående lån 2009
- 10 pct. serielån 2004
- 5 pct. serielån 2007
- 4 pct. serielån 2017
- 3,5 pct. 1886
- 3 pct. 1894

3,5 pct. 1901

3,5 pct. 1909

Statens og Den Sociale Pensionsfonds værdipapirudlånsordninger

Følgende papirer er omfattet af statens værdipapirudlånsordning i 2002:

Skatkammerbeviser

5 pct. statsgældsbevis 2003

4 pct. statsgældsbevis 2004 (efter åbning)

5 pct. stående lån 2005

4 pct. stående lån 2008 (efter åbning)

6 pct. stående lån 2011

Den Sociale Pensionsfonds værdipapirudlånsordning pr. 1. januar 2002 omfatter fondens beholdning af statspapirer af typen stående lån.

Nærmere vilkår for statens og Den Sociale Pensionsfonds værdipapirudlånsordninger fremgår henholdsvis af bilag 1 og bilag 2 til meddelelse om statens låntagning mv., 29. marts 2001. Meddelelsen findes på Nationalbankens websted (www.nationalbanken.dk) under Statslån/Løbende meddelelser.

Statens udenlandske låntagning i 2002

Det udenlandske lånebehov for 2002 er på 22,5 mia.kr. jf. Finansministeriets Budgetoversigt 2, august 2001.

Statens udenlandske lånebehov dækkes primært via optagelse af større lån. Det foretrækkes, at lånene optages direkte i euro. Det er hensigten på sigt at opbygge en vifte af eurolån. Der sigtes mod at udstede lån i euro for ca. 1½-2 mia.euro hvert år, afhængigt af lånebehovet og efterspørgslen. Såfremt udstedelse af eurolån ikke er fordelagtigt med de givne markedsf forhold, kan udstedelse i andre valutaer blive aktuelt.

Som supplement til optagelse af større lån benyttes valutaswaps fra kroner til euro. Denne form for udenlandsk låntagning bidrager til likviditeten i den indenlandske lånevifte.

Statsgældens varighed

Varighedsbåndet for statsgælden i 2002 er uændret fastsat til 3,5 år +/- 0,5 år.

Rentebeskatningsdirektivet

EU-kommissionen har fremsat et direktivforslag til sikring af beskatning af renter, som en person i et EU-land modtager fra et andet EU-land (KOM(2001) 400). Direktivet går ud på, at myndighederne i et EU-land skal indsamle oplysninger om renter, som betales fra dette land til en

person i et andet EU-land, og sende oplysningerne til myndighederne i rentemodtageres bopælsland. Direktivet omfatter alene fysiske personer. Rentebetalinger til selskaber eller andre juridiske personer er ikke omfattet af direktivets anvendelsesområde. For yderligere information om direktivforslaget henvises til Folketingets websted (www.folketinget.dk).

Direktivforslaget påvirker som udgangspunkt ikke selve beskatningen af renter, som personer, der er hjemmehørende her i landet og dermed fuldt skattepligtige, modtager fra udlandet, eller renter, som betales her fra landet til personer, der er hjemmehørende i udlandet. Dog har visse lande annonceret at ville indføre en kuponskat i en overgangsperiode i stedet for at udveksle information.

Direktivforslaget indeholder en klausul, der undtager de eksisterende omsættelige værdipapirer fra direktivets anvendelsesområde i en overgangsperiode på 7 år. Klausulen finder anvendelse på alle omsættelige værdipapirer, som første gang er emitteret før den 1. marts 2001, eller for hvis vedkommende det oprindelige emissionsprospekt blev påtegnet før denne dato.

Om et statspapir er omfattet af klausulen er betinget af, om der den 1. marts 2002 eller derefter foretages yderligere emissioner i serien. Hvis der den 1. marts 2002 eller derefter foretages yderligere emission i serien, vil hele serien, det vil sige både den oprindelige emission og alle senere emissioner, ikke længere være udstyret med en klausul. Det betyder, at rentebetalinger for denne serie vil indgå i informationsudvekslingen mellem EU-landene.

Efter den 7-årige overgangsperiode vil samtlige statspapirer være omfattet af direktivet.

Staten vil også fremover kunne genåbne indenlandske statspapirer og udstede heri. Såfremt der udstedes i genåbnede indenlandske statspapirer efter 1. marts 2002, vil papirerne i givet fald blive omfattet af direktivet.

Yderligere information

Information om statsgældsforvaltningen kan hentes på Danmarks Nationalbanks hjemmeside (www.nationalbanken.dk) under Statslån.

Publikationen "Statens låntagning og gæld 2001", der redegør for statens låntagning i 2001 og strategien de kommende år, forventes at udkomme i slutningen af februar 2002.

Henvendelse om ovenstående kan rettes til Danmarks Nationalbank, Statsgældssektionen i Kapitalmarkedsafdelingen, kontorchef Ove Sten Jensen, telefon 3363 6102.

STATENS INDENLANDSKE LÅNTAGNING I 2. HALVÅR 2002, 17. JUNI 2002

I Finansministeriets Budgetoversigt 2, maj 2002, er statens indenlandske lånebehov for 2002 skønnet til 84,4 mia.kr. Lånebehovet dækkes ved at udstede indenlandske statspapirer.

Den overordnede strategi for statsgældspolitikken er at opbygge og vedligeholde en attraktiv lånevifte. Dette gøres ved at opbygge likvide serier i det 2-, 5- og 10-årige segment. Låneviften består i 2. halvår uændret af 4 pct. statsgældsbevis 2004, 4 pct. stående lån 2008 og 5 pct. stående lån 2013.

I 2. halvår 2002 åbnes nye 12-måneders skatkammerbeviser ved auktioner med valør den 1. august og 1. november 2002.

Opkøb og ombytning

Med henblik på at udjævne afdragene inden for året kan der købes op i statspapirer med udløb i 2002.

Herudover kan der købes op og ombyttes i en bredere vifte af papirer. Opkøb anvendes med henblik på at udjævne bruttofinansieringsbehovet mellem årene og som led i fastholdelse af en lånevifte med likvide, markedskonforme udstedelser.

Opkøbsviften pr. juli 2002 omfatter:

Alle papirer med udløb i 2002

Alle papirer med udløb i 2003

7 pct. stående lån 2004

5 pct. stående lån 2005

8 pct. stående lån 2006

7 pct. stående lån 2007

6 pct. stående lån 2009

10 pct. serielån 2004

5 pct. serielån 2007

LÅNEVIFTEN JULI 2002

Serie	Termin
<i>Statsobligationer</i>	
5 pct. stående lån 2013	15. november
4 pct. stående lån 2008	15. august
<i>Statsgældsbeviser</i>	
4 pct. statsgældsbevis 2004	15. november
<i>Skatkammerbeviser</i>	
Skatkammerbeviser 2003 II	1. maj
Skatkammerbeviser 2003 I	1. februar
Skatkammerbeviser 2003 IV	1. november

4 pct. serielån 2017

3,5 pct. 1886

3 pct. 1894

3,5 pct. 1901

3,5 pct. 1909

Statens og Den Sociale Pensionsfonds værdipapirudlånsordninger

Følgende papirer er omfattet af statens værdipapirudlånsordning pr. 1. juli 2002:

Skatkammerbeviser

5 pct. stående lån 2013

6 pct. stående lån 2011

4 pct. stående lån 2008

4 pct. statsgældsbevis 2004

Den Sociale Pensionsfond kan udlåne af sin beholdning af statspapirer af typen stående lån.

Statens udenlandske låntagning 2002

Det udenlandske lånebehov for 2002 er på 22,4 mia.kr., jf. Finansministeriets Budgetoversigt 2, maj 2002.

Statens udenlandske lånebehov dækkes primært via optagelse af større lån. Det foretrækkes, at lånene optages direkte i euro. I april 2002 udstedte staten det første større eurolån på 1½ mia.euro.

Som supplement til optagelse af større lån benyttes valutaswaps fra kroner til euro. Denne form for udenlandsk låntagning bidrager til likviditeten i den indenlandske lånevifte. Den udenlandske låntagning i 2. halvår 2002 forventes optaget som valutaswaps fra kroner til euro.

Yderligere information

Information om statsgældsforvaltningen kan hentes på Danmarks Nationalbanks websted (www.nationalbanken.dk) under Statslån.

Publikationen "Statens låntagning og gæld 2001", der redegør for statens låntagning i 2001 og strategien de kommende år, findes samme sted på hjemmesiden.

Henvendelse om ovenstående kan rettes til Danmarks Nationalbank, kontorchef for Statsgældskontoret i Kapitalmarkedsafdelingen Ove Sten Jensen, telefon 3363 6102.

EKSTRAORDINÆR UDSTEDELSE AF STATSPAPIRER I LYSET AF FORSLAGET TIL EUs RENTEBESKATNINGSDIREKTIV, 7. MAJ 2002

I den nærmeste fremtid vil der ekstraordinært blive udstedt for 1 mio.kr. i hvert af følgende indenlandske statspapirer:

- 5 pct. statsgældsbevis 2003
- 8 pct. stående lån 2003
- 7 pct. stående lån 2004
- 5 pct. stående lån 2005
- 8 pct. stående lån 2006
- 7 pct. stående lån 2007
- 6 pct. stående lån 2009
- 6 pct. stående lån 2011
- 7 pct. stående lån 2024

Den ekstraordinære udstedelse sker til Den Sociale Pensionsfond og er af teknisk karakter. Formålet med udstedelsen er udelukkende at sikre, at ovenstående papirer vil blive omfattet af EU-direktivet om rentebeskatning, når det træder i kraft. Dermed fjernes usikkerheden omkring papirernes status i henhold til direktivet.

For nærmere beskrivelse af forslaget til rentebeskatningsdirektiv henvises der til låneviftemeddelelsen fra december 2001. Meddelelsen kan findes på:

http://www.nationalbanken.dk/nb/nb.nsf/alldocs/Floebende_meddelelser_ny, under navnet "Meddelelse om statens låntagning i 2002 – I".

Henvendelse om ovenstående kan rettes til Danmarks Nationalbank, Statsgældssektionen i Kapitalmarkedsafdelingen, kontorchef Ove Sten Jensen, telefon 3363 6102.

Bilagstabeller

1.	Statsgælden, ultimo 1992-2002	142
2.	Statens indenlandske lånoptagelse i 2002	144
3.	Statens udenlandske lånoptagelse i 2002	146
4.	Swaps og terminsforretninger mv.	148
5.	Indenlandske statslån pr. 31. december 2002	152
6.	Udenlandske statslån pr. 31. december 2002	154
7.	Renter og afdrag på statens indenlandske gæld, ultimo 2002 ...	162
8.	Renter og afdrag på statens udenlandske gæld, ultimo 2002	163
9.	Rating af den danske statsgæld	164
10.	Rating af udvalgte landes statsgæld	165

STATSGÆLDEN, ULTIMO 1992-2002		Bilagstabel 1		
Mio.kr.	1992	1993	1994	
A. Lån				
<i>Indenlandske lån i DKK¹</i>				
- obligationer, fast forrentede	316.690	357.346	409.565	
- obligationer, variabelt forrentede	57.147	41.241	30.345	
- præmieobligationer	1.200	1.200	1.200	
- bunden opsparing	-	-	-	
- statsgældsbeviser	71.150	94.200	111.705	
- skatkammerbeviser	55.485	58.339	56.238	
- valutaswaps fra DKK til EUR	-	-	-	
- beholdning af egne obligationer	0	-	-	
- renteswaps, hovedstol				
fra fast rente	-	-	-	
til variabel rente	-	-	-	
I alt indenlandsk gæld i DKK	501.672	552.326	609.053	
<i>Indenlandske lån i EUR^{2,3}</i>				
- obligationer, fast forrentede	9.827	9.824	9.697	
- beholdning af egne obligationer	-	-	-970	
I alt indenlandsk gæld	511.499	562.150	617.781	
<i>Udenlandske lån</i>				
- i USD	37.802	50.889	24.913	
- i CHF	13.952	20.914	18.393	
- i JPY	3.159	5.612	10.419	
- i EUR ³	48.237	73.621	64.887	
- i andre valutaer samt flermøntede	1.482	14.575	12.954	
- beholdning af egne obligationer ⁴	-1.151	-1.338	-1.784	
I alt udenlandsk gæld	103.482	164.274	129.782	
I alt inden- og udenlandsk gæld	614.981	726.424	747.563	
B. Indestående i Danmarks Nationalbank ⁵	-30.927	-88.781	-55.266	
C. Den Sociale Pensionsfond				
- statspapirer	-43.611	-45.270	-50.143	
- andre værdipapirer	-88.583	-93.105	-96.689	
I alt Den Sociale Pensionsfond, nominelt ⁶	-132.194	-138.375	-146.832	
Samlet statsgæld (A+B+C)	451.860	499.268	545.465	
Samlet statsgæld i pct. af BNP	50,9	55,5	56,5	

Anm.: + = passiver, - = aktiver.

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

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

³ Omfatter lån i EUR, eurolandenes valutaer og XEU.

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

⁵ For 2002 er statens konto opgjort i henhold til Nationalbankens månedsbalance.

⁶ Indeksobligationer er opgjort til indekseret værdi.

STATSGÆLDEN, ULTIMO 1992-2002							Bilagstabel 1
1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
466.608	516.812	556.874	550.989	537.289	506.992	494.875	497.938
20.722	16.760	9.848	4.346	-	-	-	-
1.200	1.200	1.200	1.000	900	900	900	400
-	-	-	-	-	-	-	-
102.697	84.499	49.140	58.830	74.040	81.257	70.788	79.371
58.385	51.234	50.001	41.255	36.350	36.846	49.224	63.404
-	-	-	-	-	-	-4.800	-16.200
-	-	-	-	-	-2.000	0	0
-	-	-	-500	-7.950	-20.950	-27.400	-37.300
-	-	-	500	7.950	20.950	27.400	37.300
649.612	670.505	667.063	656.420	648.579	623.995	610.987	624.913
9.244	9.597	6.634	-	-	-	-	-
-1.138	-2.372	-	-	-	-	-	-
657.719	677.730	673.697	656.420	648.579	623.995	610.987	624.913
6.425	4.562	1.514	1.336	1.187	0	0	0
13.836	6.179	3.974	1.094	3.616	3.822	0	0
9.329	2.396	1.047	562	2.453	1.672	0	0
69.975	88.826	90.661	84.982	82.386	79.287	83.753	83.689
11.599	6.519	6.418	365	383	428	42	42
-5.516	-6.986	0	0	0	0	0	0
105.647	101.495	103.613	88.338	90.025	85.209	83.795	83.730
763.366	779.225	777.310	744.758	738.604	709.204	694.782	708.643
-33.677	-31.052	-29.024	-30.400	-35.231	-31.332	-39.621	-46.687
-68.889	-83.435	-92.453	-100.135	-105.432	-106.312	-109.474	-113.132
-82.517	-65.336	-54.368	-43.468	-36.207	-33.244	-31.621	-28.230
-151.406	-148.772	-146.821	-143.603	-141.640	-139.556	-141.095	-141.362
578.283	599.401	601.465	570.755	561.733	538.316	514.066	520.594
57,3	56,5	53,9	49,4	46,5	42,1	38,8	38,1

STATENS INDENLANDSKE LÅNOPTAGELSE I 2002		Bilagstabel 2
<i>Nr. 428, 5 pct. stående lån 2013</i>		
Udstedt beløb i 2002, mio.kr.	45.845	
Rentetermin 15. nov		
Fondskode 0992089		
Udstedelse påbegyndt 19. feb 2002		
Lånet afdrages i sin helhed 15. nov 2013		
<i>Nr. 358, 6 pct. stående lån 2011</i>		
Udstedt beløb i 2002, mio.kr.	1.973	
Rentetermin 15. nov		
Fondskode 0991996		
Udstedelse påbegyndt 4. maj 2000		
Lånet afdrages i sin helhed 15. nov 2011		
<i>Nr. 424, 4 pct. stående lån 2008</i>		
Udstedt beløb i 2002, mio.kr.	20.954	
Rentetermin 15. aug		
Fondskode 0992070		
Udstedelse påbegyndt 22. jan 2002		
Lånet afdrages i sin helhed 15. aug 2008		
<i>Nr. 422, 4 pct. statsgældsbevis 2004</i>		
Udstedt beløb i 2002, mio.kr.	42.682	
Rentetermin 15. nov		
Fondskode 0992062		
Udstedelse påbegyndt 8. jan 2002		
Lånet afdrages i sin helhed 15. nov 2004		
<i>Nr. 455, Skatkammerbevis 2003 IV</i>		
Udstedt beløb i 2002, mio.kr.	12.490	
Rentetermin -		
Fondskode 0981095		
Udstedelse påbegyndt 1. nov 2002		
Lånet afdrages i sin helhed 1. nov 2003		
<i>Nr. 446, Skatkammerbevis 2003 III</i>		
Udstedt beløb i 2002, mio.kr.	14.003	
Rentetermin -		
Fondskode 0981087		
Udstedelse påbegyndt 1. aug 2002		
Lånet afdrages i sin helhed 1. aug 2003		
<i>Nr. 435, Skatkammerbevis 2003 II</i>		
Udstedt beløb i 2002, mio.kr.	17.070	
Rentetermin -		
Fondskode 0981079		
Udstedelse påbegyndt 1. maj 2002		
Lånet afdrages i sin helhed 1. maj 2003		

STATENS INDENLANDSKE LÅNOPTAGELSE I 2002	Bilagstabel 2
<i>Nr. 426, Skatkammerbevis 2003 I</i>	
Udstedt beløb i 2002, mio.kr.	19.841
Rentetermin -	-
Fondskode 0981060	0981060
Udstedelse påbegyndt 1. feb 2002	1. feb 2002
Lånet afdrages i sin helhed 1. feb 2003	1. feb 2003
<i>Nr. 421, Skatkammerbevis 2002 IV</i>	
Udstedt beløb i 2002, mio.kr.	8.932
Rentetermin -	-
Fondskode 0981052	0981052
Udstedelse påbegyndt 1. nov 2001	1. nov 2001
Lånet afdrages i sin helhed 1. nov 2002	1. nov 2002
<i>Nr. 415, Skatkammerbevis 2002 III</i>	
Udstedt beløb i 2002, mio.kr.	7.490
Rentetermin -	-
Fondskode 0981044	0981044
Udstedelse påbegyndt 1. aug 2001	1. aug 2001
Lånet afdrages i sin helhed 1. aug 2002	1. aug 2002
<i>Nr. 401, Skatkammerbevis 2002 II</i>	
Udstedt beløb i 2002, mio.kr.	3.392
Rentetermin -	-
Fondskode 0981036	0981036
Udstedelse påbegyndt 1. maj 2001	1. maj 2001
Lånet afdrages i sin helhed 1. maj 2002	1. maj 2002

Anm.: I lyset af forslaget til EU's rentebeskatningsdirektiv blev der i 2002 ekstraordinært udstedt for 1 mio.kr. i hvert af følgende indenlandske statspapirer: 5 pct. statsgældsbevis 2003, 8 pct. stående lån 2003, 7 pct. stående lån 2004, 5 pct. stående lån 2005, 8 pct. stående lån 2006, 7 pct. stående lån 2007, 6 pct. stående lån 2009, 6 pct. stående lån 2011, 7 pct. stående lån 2024.

STATENS UDENLANDSKE LÅNOPTAGELSE I 2002¹

Bilagstabel 3

Låne-nr.	Accept-dato	Valør-dato	Nominel rente, pct. p.a.	Låntype ³	Udløbs-dato	Nominelt lånebeløb i mio.	Ledende bank
962	11-04-02	18-04-02	4,875	Obl.	18-04-07	1.500 EUR	Deutsche/Morgan Stanley
10011 ²	02-01-02	08-01-02		VS	08-01-09		
10012 ²	09-01-02	15-01-02		VS	15-01-09		
10013 ²	22-01-02	28-01-02		VS	28-01-09		
10014 ²	22-01-02	28-01-02		VS	28-01-07		
10015 ²	01-02-02	07-02-02		VS	07-02-09		
10016 ²	12-03-02	19-03-02		VS	19-03-09		
10017 ²	13-03-02	19-03-02		VS	19-03-09		
10018 ²	14-03-02	18-03-02		VS	18-03-09		
10019 ²	14-03-02	18-03-02		VS	18-03-09		
10020 ²	17-06-02	20-06-02		VS	20-06-09		
10021 ²	19-06-02	24-06-02		VS	24-06-09		
10022 ²	27-06-02	02-07-02		VS	02-07-09		
10023 ²	16-09-02	19-09-02		VS	19-09-07		
10024 ²	20-09-02	25-09-02		VS	25-09-07		
10025 ²	25-09-02	30-09-02		VS	30-09-07		
10026 ²	01-10-02	04-10-02		VS	04-10-07		
10027 ²	11-10-02	16-10-02		VS	16-10-07		
10028 ²	23-10-02	29-10-02		VS	29-10-07		
10029 ²	28-10-02	31-10-02		VS	31-10-07		
10030 ²	05-11-02	08-11-02		VS	08-11-07		
10031 ²	15-11-02	20-11-02		VS	20-11-07		
10032 ²	21-11-02	26-11-02		VS	26-11-07		
10033 ²	27-11-02	03-12-02		VS	03-12-07		
298	30-04-02	03-05-02	0	ECP	31-05-02	50 USD	Citibank International
244	07-08-02	07-08-02	0	USCP	28-08-02	50 USD	Merrill Lynch
244	07-08-02	07-08-02	0	USCP	28-08-02	25 USD	Merrill Lynch
244	03-09-02	04-09-02	0	USCP	25-09-02	50 USD	Merrill Lynch
244	03-09-02	04-09-02	0	USCP	18-09-02	50 USD	JPMorgan Chase Bank

¹ Inkl. evt. swaps i forbindelse med lånoptagelsen.² EUR-ben i valutaswap fra DKK til EUR.³ Obl. er obligationslån, VS er valutaswap, ECP er Euro Commercial Paper, og USCP er US Commercial Paper.

STATENS UDENLANDSKE LÅNOPTAGELSE I 2002¹

Bilagstabel 3

Emis- sions- kurs	Omkost- ninger i pct.	Swapmodpart	Hovedstol i mio.	Nominel rente	Låne- beløb i mio.kr.
99,623	0,1				11.107,9
		Citibank N.A.	53,77 EUR	6-mdrs Euribor -0,215%	400,1
		CSFB	67,24 EUR	6-mdrs Euribor -0,182%	499,8
		CDC IXIS	67,29 EUR	6-mdrs Euribor -0,259%	500,0
		CDC IXIS	67,29 EUR	6-mdrs Euribor -0,322%	500,0
		Deutsche Bank	67,31 EUR	6-mdrs Euribor -0,336%	500,0
		Citibank N.A.	67,28 EUR	6-mdrs Euribor -0,310%	500,1
		Citibank N.A.	40,37 EUR	6-mdrs Euribor -0,309%	300,1
		UBS AG	67,28 EUR	6-mdrs Euribor -0,292%	500,0
		BNP Paribas	67,28 EUR	6-mdrs Euribor -0,295%	500,0
		CSFB	67,25 EUR	6-mdrs Euribor -0,158%	499,8
		UBS AG	67,27 EUR	6-mdrs Euribor -0,178%	500,0
		CSFB	134,62 EUR	6-mdrs Euribor -0,179%	1.000,1
		Citibank N.A.	67,32 EUR	6-mdrs Euribor -0,179%	500,0
		Nordea	67,29 EUR	6-mdrs Euribor -0,188%	500,0
		Nordea	67,32 EUR	6-mdrs Euribor -0,184%	500,0
		Nordea	67,32 EUR	6-mdrs Euribor -0,165%	500,0
		Nordea	67,30 EUR	6-mdrs Euribor -0,142%	500,0
		Nordea	67,28 EUR	6-mdrs Euribor -0,120%	500,0
		RBS	67,28 EUR	6-mdrs Euribor -0,126%	500,1
		UBS AG	67,27 EUR	6-mdrs Euribor -0,105%	499,9
		Nordea	53,86 EUR	6-mdrs Euribor -0,123%	400,0
		GSMMDP	53,86 EUR	6-mdrs Euribor -0,102%	400,0
		Nordea	53,86 EUR	6-mdrs Euribor -0,102%	400,0
99,86485					412,1
99,90025					382,6
99,90025					191,3
99,89967					374,3
99,93311					374,4

STATENS INDENLANDSKE SWAPTRANSAKTIONER, 2002

Bilagstabel 4a

Lånenr.	Startdato	Udløbsdato	Beløb i mio.kr.
423	17-01-02	17-01-07	400
425	25-01-02	26-01-09	200
427	18-02-02	19-02-07	500
429	06-03-02	06-03-07	300
430	13-03-02	13-03-07	300
431	21-03-02	21-03-07	300
432	17-04-02	17-04-07	400
433	22-04-02	23-04-07	400
434	23-04-02	23-04-07	300
436	29-04-02	29-04-07	500
437	14-05-02	14-05-07	400
438	22-05-02	22-05-07	500
439	11-06-02	11-06-07	500
440	19-06-02	19-06-07	500
441	27-06-02	27-06-07	300
442	05-07-02	05-07-07	300
443	16-07-02	16-07-07	300
444	18-07-02	18-07-07	400
445	25-07-02	25-07-07	300
447	16-08-02	16-08-07	300
448	09-09-02	09-09-07	300
449	17-09-02	17-09-07	300
450	20-09-02	20-09-07	300
451	01-10-02	01-10-07	300
452	04-10-02	04-10-07	300
453	09-10-02	09-10-07	300
454	22-10-02	22-10-07	400
456	31-10-02	31-10-07	300
I alt			9.900

Anm.: På samtlige indenlandske renteswaps indgået i 2002 modtages fast rente og betales 6-måneders Cibor.

STATENS INDENLANDSKE RENTESWAPS PR. 31. DECEMBER 2002

Bilagstabel 4b

Udløbsår	Hovedstol i mio.kr.
2007	9.700
2008	500
2009	7.650
2010	13.000
2011	6.450
I alt indenlandske renteswaps	37.300

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

STATENS SWAPTRANSAKTIONER FRA DKK TIL EUR, 2002

Bilagstabel 4c

Lå ne- nr.	Start- dato	Der modtages			Der betales			Udløbs- dato	En- gangs- beløb i mio.kr.
		Valuta	Mio.	Rente	Valuta	Mio.	Rente		
10011	08-01-02	DKK	400,0	6-mdrs Cibor -0,04%	EUR	53,8	6-mdrs Euribor	08-01-09	0,1
10012	15-01-02	DKK	500,0	6-mdrs Cibor -0,0425%	EUR	67,2	6-mdrs Euribor	15-01-09	-0,2
10013	28-01-02	DKK	500,0	6-mdrs Cibor -0,035%	EUR	67,3	6-mdrs Euribor	28-01-09	0,0
10014	28-01-02	DKK	500,0	6-mdrs Cibor -0,035%	EUR	67,3	6-mdrs Euribor	28-01-07	0,0
10015	07-02-02	DKK	500,0	6-mdrs Cibor -0,034%	EUR	67,3	6-mdrs Euribor	07-02-09	0,0
10016	19-03-02	DKK	500,0	6-mdrs Cibor -0,035%	EUR	67,3	6-mdrs Euribor	19-03-09	0,1
10017	19-03-02	DKK	300,0	6-mdrs Cibor -0,035%	EUR	40,4	6-mdrs Euribor	19-03-09	0,1
10018	18-03-02	DKK	500,0	6-mdrs Cibor -0,033%	EUR	67,3	6-mdrs Euribor	18-03-09	0,0
10019	18-03-02	DKK	500,0	6-mdrs Cibor -0,03%	EUR	67,3	6-mdrs Euribor	18-03-09	0,0
10020	20-06-02	DKK	500,0	6-mdrs Cibor -0,0325%	EUR	67,3	6-mdrs Euribor	20-06-09	-0,2
10021	24-06-02	DKK	500,0	6-mdrs Cibor -0,0325%	EUR	67,3	6-mdrs Euribor	24-06-09	0,0
10022	02-07-02	DKK	1.000,0	6-mdrs Cibor -0,03%	EUR	134,6	6-mdrs Euribor	02-07-09	0,1
10023	19-09-02	DKK	500,0	6-mdrs Cibor -0,0425%	EUR	67,3	6-mdrs Euribor	19-09-07	0,0
10024	25-09-02	DKK	500,0	6-mdrs Cibor -0,04%	EUR	67,3	6-mdrs Euribor	25-09-07	0,0
10025	30-09-02	DKK	500,0	6-mdrs Cibor -0,04%	EUR	67,3	6-mdrs Euribor	30-09-07	0,0
10026	04-10-02	DKK	500,0	6-mdrs Cibor -0,045%	EUR	67,3	6-mdrs Euribor	04-10-07	0,0
10027	16-10-02	DKK	500,0	6-mdrs Cibor -0,0475%	EUR	67,3	6-mdrs Euribor	16-10-07	0,0
10028	29-10-02	DKK	500,0	6-mdrs Cibor -0,0475%	EUR	67,3	6-mdrs Euribor	29-10-07	0,0
10029	31-10-02	DKK	500,0	6-mdrs Cibor -0,0425%	EUR	67,3	6-mdrs Euribor	31-10-07	0,1
10030	08-11-02	DKK	500,0	6-mdrs Cibor -0,05%	EUR	67,3	6-mdrs Euribor	08-11-07	-0,1
10031	20-11-02	DKK	400,0	6-mdrs Cibor -0,05%	EUR	53,9	6-mdrs Euribor	20-11-07	0,0
10032	26-11-02	DKK	400,0	6-mdrs Cibor -0,05%	EUR	53,9	6-mdrs Euribor	26-11-07	0,0
10033	03-12-02	DKK	400,0	6-mdrs Cibor -0,05%	EUR	53,9	6-mdrs Euribor	03-12-07	0,0

STATENS ISOLEREDE UDENLANDSKE SWAPTRANSAKTIONER, 2002

Bilagstabel 4d

Låne-nr.	Start-dato	Der modtages			Der betales			Udløbs-dato	Engangs-beløb i mio.kr.
		Valuta	Mio.	Rente	Valuta	Mio.	Rente		
957	18-01-02	EUR	75,0	5,0225	EUR	75,0	6-mdrs Euribor	18-01-12	0,0
958	22-01-02	EUR	60,0	5,076	EUR	60,0	6-mdrs Euribor	23-01-12	0,0
959	15-02-02	EUR	100,0	5,255	EUR	100,0	6-mdrs Euribor	15-02-12	0,0
960	14-03-02	EUR	100,0	5,3825	EUR	100,0	6-mdrs Euribor	14-03-12	0,0
961	25-03-02	EUR	100,0	5,455	EUR	100,0	6-mdrs Euribor	25-03-12	0,0
963	18-04-02	EUR	500,0	5,025	EUR	500,0	6-mdrs Euribor	18-04-07	0,0
964	19-04-02	EUR	200,0	5,02125	EUR	200,0	6-mdrs Euribor	19-04-07	0,0
966	14-05-02	EUR	200,0	5,425	EUR	200,0	6-mdrs Euribor	14-05-12	0,0
967	15-05-02	EUR	200,0	5,434	EUR	200,0	6-mdrs Euribor	15-05-12	0,0
968	16-05-02	EUR	100,0	5,49	EUR	100,0	6-mdrs Euribor	16-05-12	0,0
969	18-06-02	EUR	50,0	5,2125	EUR	50,0	6-mdrs Euribor	18-06-12	0,0
970	19-06-02	EUR	100,0	5,245	EUR	100,0	6-mdrs Euribor	19-06-12	0,0
972	25-06-02	EUR	200,0	5,17625	EUR	200,0	6-mdrs Euribor	25-06-12	0,0
973	25-06-02	EUR	200,0	5,205	EUR	200,0	6-mdrs Euribor	25-06-12	0,0
974	27-06-02	EUR	100,0	5,195	EUR	100,0	6-mdrs Euribor	27-06-12	0,0
975	02-07-02	EUR	150,0	5,17625	EUR	150,0	6-mdrs Euribor	02-07-12	0,0
976	08-07-02	EUR	100,0	5,2125	EUR	100,0	6-mdrs Euribor	08-07-12	0,0
977	09-07-02	EUR	200,0	5,2325	EUR	200,0	6-mdrs Euribor	09-07-12	0,0
978	01-08-02	EUR	200,0	5,066	EUR	200,0	6-mdrs Euribor	01-08-12	0,0
980	16-08-02	EUR	200,0	4,7525	EUR	200,0	6-mdrs Euribor	16-08-12	0,0
981	20-08-02	EUR	100,0	4,85	EUR	100,0	6-mdrs Euribor	20-08-12	0,0
982	29-08-02	EUR	200,0	4,9175	EUR	200,0	6-mdrs Euribor	29-08-12	0,0
983 ¹	03-09-02	EUR	6,8	6 mdrs Euribor	JPY	800,0	5	06-02-03	0,7
984	30-08-02	EUR	100,0	4,8375	EUR	100,0	6-mdrs Euribor	30-08-12	0,0
987	12-09-02	EUR	100,0	4,735	EUR	100,0	6-mdrs Euribor	12-09-12	0,0
988	16-09-02	EUR	100,0	4,76625	EUR	100,0	6-mdrs Euribor	16-09-12	0,0
989	24-09-02	EUR	200,0	4,6375	EUR	200,0	6-mdrs Euribor	24-09-12	0,0
990	25-09-02	EUR	150,0	4,621	EUR	150,0	6-mdrs Euribor	25-09-12	0,0
991	27-09-02	EUR	100,0	4,58	EUR	100,0	6-mdrs Euribor	27-09-12	0,0
992	27-09-02	EUR	100,0	4,5975	EUR	100,0	6-mdrs Euribor	27-09-12	0,0
993	01-10-02	EUR	100,0	4,6025	EUR	100,0	6-mdrs Euribor	01-10-12	0,0
994	04-10-02	EUR	100,0	4,635	EUR	100,0	6-mdrs Euribor	04-10-12	0,0
995	08-10-02	EUR	100,0	4,666	EUR	100,0	6-mdrs Euribor	08-10-12	0,0
996	15-10-02	EUR	100,0	4,621	EUR	100,0	6-mdrs Euribor	15-10-12	0,0
997	15-10-02	EUR	100,0	4,645	EUR	100,0	6-mdrs Euribor	15-10-12	0,0
998	16-10-02	EUR	100,0	4,721	EUR	100,0	6-mdrs Euribor	16-10-12	0,0
999	22-10-02	EUR	50,0	4,82375	EUR	50,0	6-mdrs Euribor	22-10-12	0,0

¹ Asset swap i forbindelse med opkøb i lån nr. 924. Hovedstolen tilbagebetales af staten med USD 7.565.024.

STATENS VALUTATERMINSFORRETNINGER MED NATIONALBANKEN, 2002¹

Bilagstabel 4e

Lånenr.	Startdato	Der modtages ved udløb mio.USD	Der betales ved udløb mio.EUR	Udløbsdato
965	03-05-02	50,0	55,6	31-05-02
979	09-08-02	75,0	77,4	28-08-02
985	04-09-02	50,0	50,5	25-09-02
986	04-09-02	50,0	50,5	18-09-02

¹ Terminsforretninger knyttet til CP-udstedelse.

INDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 2002				Bilagstabel 5
Løbenr.	Pålydende rente, pct.	Titel ¹	Sidste termin	Udestående beløb, mio.kr.
Fast forrentede obligationslån				
<i>Stående lån</i>				
246	8	Stående lån 2003 Udstedt 2. jan 1992-30. dec 1993	15. maj 2003	43.586,0
257	7	Stående lån 2004 Udstedt 25. maj 1993-5. dec 1994	15. dec 2004	67.101,0
264	7	Stående lån 2024 Udstedt 6. apr 1994-31. dec 2000	10. nov 2024	25.001,0
269	8	Stående lån 2006 Udstedt 5. dec 1994-10. apr 1996	15. mar 2006	56.676,0
279	7	Stående lån 2007 Udstedt 10. apr 1996-30. dec 1997	15. nov 2007	52.069,0
286	5	Stående lån 2005 Udstedt 14. jan 1997-21. jan 2002	15. aug 2005	57.511,0
291	6	Stående lån 2009 Udstedt 14. jan 1998-3. maj 2000	15. nov 2009	66.646,0
358	6	Stående lån 2011 Udstedt 4. maj 2000-18. feb 2002	15. nov 2011	60.501,0
424	4	Stående lån 2008 Udstedt 22. jan 2002-	15. aug 2008	20.954,0
428	5	Stående lån 2013 Udstedt 19. feb 2002-	15. nov 2013	45.845,0
<i>Serielån</i>				
14	5	S 2007 Udstedt 20. okt 1953-12. sep 1958	15. sep 2007 ²	27,5
16	4	S 2017 Udstedt 29. nov 1955-12. sep 1958	15. jun 2017 ²	79,0
57	10	S 2004 Udstedt 10. maj 1983-30. aug 1985	15. okt 2004	1.896,0
<i>Uamortisable</i>				
1	3,5	Dansk Statslån Udstedt 11. dec 1886	uamortisabelt ²	45,0
80	5	Dansk-Islandsk Fond 1918 Udstedt 20. maj 1919	uamortisabelt	1,0
I alt fast forrentede obligationslån				497.938,4

INDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 2002				Bilagstabel 5
Løbenr.	Pålydende rente, pct.	Titel ¹	Sidste termin	Udestående beløb, mio.kr.
Statsgældsbeviser				
<i>Stående lån</i>				
371	5	Statsgældsbevis 2003 Udstedt 29. jun 2000 – 7. jan 2002	15. nov 2003	36.689,0
422	4	Statsgældsbevis 2004 Udstedt 8. jan 2002 – 20. jan 2003	15. nov 2004	42.682,0
I alt statsgældsbeviser				79.371,0
Skatkammerbeviser				
<i>Nulkuponobligationer</i>				
426	0	Skatkammerbevis 2003 I Udstedt 1. feb 2002-1. nov 2002	3. feb 2003	19.841,0
435	0	Skatkammerbevis 2003 II Udstedt 1. maj 2002-3. feb 2003	1. maj 2003	17.070,0
446	0	Skatkammerbevis 2003 III Udstedt 1. aug 2002-	1. aug 2003	14.003,0
455	0	Skatkammerbevis 2003 IV Udstedt 1. nov 2002-	3. nov 2003	12.490,0
I alt skatkammerbeviser				63.404,0
Præmieobligationslån				
20	7	Præmieobligationslån af 1965/2010 Udstedt 22. sep 1965	22. sep 2010	100,0
21	7	Præmieobligationslån af 1969/2009 Udstedt 1. okt 1969	31. dec 2009	100,0
39	10	Præmieobligationslån af 1980/2005 Udstedt 28. okt 1980	1. jul 2005	200,0
I alt præmieobligationslån				400,0
Indenlandske statspapirer i alt				641.113,4
Swap fra DKK til EUR				-16.200,0
Indenlandsk gæld i alt				624.913,4

Anm.: I lyset af forslaget til EU's rentebeskatningsdirektiv blev der den 28. maj 2002 ekstraordinært udstedt for 1 mio.kr. i hvert af følgende indenlandske statspapirer: 5 pct. statsgældsbevis 2003, 8 pct. stående lån 2003, 7 pct. stående lån 2004, 5 pct. stående lån 2005, 8 pct. stående lån 2006, 7 pct. stående lån 2007, 6 pct. stående lån 2009, 6 pct. stående lån 2011, 7 pct. stående lån 2024.

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

² Kan indfries af staten med 3 måneders varsel.

UDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 2002¹

Bilagstabel 6

Lø- be- nr.	Rentesats, pct. p.a.	Titel	Udestående beløb, mio. af valutaen	Udestående beløb, mio.kr. (1)	Note
AUD-lån					
838	3,46	1997/07 AUD(rente af 33,86 mio.)/JPY(til- bagebetaling)	0,0	0,0	
-	3,46	1997/07 swap til DEM med variabel rente	-0,0	-0,0	
869	5,625	1998/03	100,0	401,0	
-	5,625	1998/03 swap til DEM med variabel rente	-100,0	-401,0	
I alt AUD			0,0	0,0	
CAD-lån					
876	5,25	1998/03	100,0	449,2	
-	5,25	1998/03 swap til DEM med variabel rente	-100,0	-449,2	
I alt CAD			0,0	0,0	
CHF-lån					
796	2,25	1997/04	200,0	1.021,4	
-	2,26688	1997/04 swap til DEM med variabel rente	-200,0	-1.021,4	
I alt CHF			0,0	0,0	
DKK-lån					
1	3	1894 uamortisabelt	17,0	17,0	(3)
2	3,5	1901 uamortisabelt	8,4	8,4	(3)
3	3,5	1909 uamortisabelt	16,3	16,3	(3)
I alt DKK			41,6	41,6	
EUR					
BEF-lån					
619	0	1995/03 swap til variabel rente	-5.000,0	-920,2	(2)
-	var.	1995/03 swap fra fast rente	2.705,3	497,9	(2)
I alt BEF			-2.294,8	-422,3	
DEM-lån					
713	var.	1996/06 swap fra FRF med variabel rente	146,6	556,6	
735	6,3875	1996/06 swap fra variabel rente	146,6	556,6	
-	var.	1996/06 swap til fast rente	-146,6	-556,6	
772	var.	1996/06 swap fra USD med fast rente	29,9	113,7	
790	5,925	1996/06 swap fra variabel rente	29,9	113,7	
-	var.	1996/06 swap til fast rente	-29,9	-113,7	
794	var.	1997/07 swap fra JPY med struktureret rente	13,6	51,7	
796	var.	1997/04 swap fra CHF med fast rente	228,7	868,0	
799	5,73	1997/07 swap fra variabel rente	13,6	51,7	
-	var.	1997/07 swap til fast rente	-13,6	-51,7	

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

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

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

UDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 2002¹

Bilagstabel 6

Lø- be- nr.	Rentesats, pct. p.a.	Titel	Udestående beløb, mio. af valutaen	Udestående beløb, mio.kr. (1)	Note
EUR - fortsat					
DEM-lån - fortsat					
800	5,275	1997/04 swap fra variabel rente	228,7	868,0	
-	var.	1997/04 swap til fast rente	-228,7	-868,0	
835	var.	1997/07 swap fra JPY med fast rente	69,4	263,6	
838	var.	1997/07 swap fra AUD(rente)/JPY(tilbage- betaling) med fast rente	44,3	168,3	
841	var.	1997/03 swap fra USD med fast rente	862,5	3.274,0	
842	5,826	1997/07 swap fra variabel rente	69,4	263,6	
-	var.	1997/07 swap til fast rente	-69,4	-263,6	
843	5,0625	1997/03 swap fra variabel rente	862,5	3.274,0	
-	var.	1997/03 swap til fast rente	-862,5	-3.274,0	
844	5,6925	1997/07 swap fra variabel rente	44,3	168,3	
-	var.	1997/07 swap til fast rente	-44,3	-168,3	
845	5	1997/03	471,5	1.789,8	
849	var.	1997/04 swap fra USD med fast rente	926,0	3.515,1	
850	var.	1997/07 swap fra JPY med struktureret rente	31,0	117,7	
852	5,4675	1997/04 swap fra variabel rente	926,0	3.515,1	
-	var.	1997/04 swap til fast rente	-926,0	-3.515,1	
853	var.	1997/07 swap fra JPY med struktureret rente	7,6	28,8	
854	5,25	1997/04	1.000,0	3.796,0	
855	var.	1997/07 swap fra JPY med fast rente	49,3	187,0	
862	var.	1997/07 swap fra USD med fast rente	43,5	165,2	
863	var.	1997/04 swappet til variabel rente	125,0	474,5	
864	5	1998/03	424,0	1.609,5	
869	var.	1998/03 swap fra AUD med fast rente	120,0	455,5	
870	var.	1998/05 swap fra USD med fast rente	908,6	3.449,0	
873	var.	1998/03 swap fra GRD med fast rente	57,7	218,9	
876	var.	1998/03 swap fra CAD med fast rente	121,5	461,0	
881	var.	1998/07 swap fra NOK med fast rente	74,3	282,0	
888	var.	1998/07 swap fra SEK med fast rente	102,0	387,2	
890	var.	1998/07 swap fra SEK med fast rente	101,5	385,3	
891	var.	1998/06 swap fra SEK med fast rente	81,9	310,9	
I alt DEM			6.040,4	22.929,4	
EUR-lån					
877	4,05	1998/03 swappet til variabel rente	113,0	838,9	(4)
879	4,625	1998/08	475,0	3.526,5	
889	3,4	1998/04 swappet til variabel rente	89,0	660,8	
895	var.	1999/06 swap til USD med fast rente (Swap vedr. opkøb (20 mio.USD) i lån nr. 772)	-17,1	-126,8	
906	var.	1999/04 swap fra GBP med fast rente	231,7	1.719,9	
-	var.	2000/04 swap fra GBP med fast rente	79,7	592,0	
907	var.	1999/05 swap fra NOK med fast rente	61,7	458,3	
909	var.	1999/03 swap fra USD med fast rente	233,7	1.735,1	
912	var.	1999/03 swap fra SEK med fast rente	171,4	1.272,2	
913	var.	1999/05 swap fra USD med fast rente	465,0	3.452,3	

UDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 2002¹

Bilagstabel 6

Lø- be- nr.	Rentesats, pct. p.a.	Titel	Udestående beløb, mio. af valutaen	Udestående beløb, mio.kr. (1)	Note
EUR - fortsat					
EUR-lån - fortsat					
-	var.	2000/05 swap fra USD med fast rente	35,1	260,6	
914	5,125	1999/05 swap fra variabel rente	100,0	742,4	
-	var.	1999/05 swap til fast rente	-100,0	-742,4	
915	5,1625	1999/05 swap fra variabel rente	100,0	742,4	
-	var.	1999/05 swap til fast rente	-100,0	-742,4	
920	var.	2000/03 swap fra USD med fast rente	309,3	2.296,1	
921	3,4	2000/04 swap fra variabel rente	4,0	29,7	
-	var.	2000/04 swap til fast rente (Swap vedr. opkøb (4 mio.EUR) i lån nr. 889)	-4,0	-29,7	
922	3,4	2000/04 swap fra variabel rente	3,0	22,3	
-	var.	2000/04 swap til fast rente (Swap vedr. opkøb (3 mio.EUR) i lån nr. 889)	-3,0	-22,3	
923	4,05	2000/03 swap fra variabel rente	3,0	22,3	
-	var.	2000/03 swap til fast rente (Swap vedr. opkøb (3 mio.EUR) i lån nr. 877)	-3,0	-22,3	
924	var.	2000/03 swap fra JPY(rente)/USD(tilbage- betaling) med fast rente	90,7	673,7	
926	3,4	2000/04 swap fra variabel rente	4,0	29,7	
-	var.	2000/04 swap til fast rente (Swap vedr. opkøb (4 mio.EUR) i lån nr. 889)	-4,0	-29,7	
927	4,05	2000/03 swap fra variabel rente	8,0	59,4	
-	var.	2000/03 swap til fast rente (Swap vedr. opkøb (8 mio.EUR) i lån nr. 877)	-8,0	-59,4	
933	var.	2000/03 swap til GRD med fast rente (Swap vedr. opkøb (1.589,5 mio.GRD) i lån nr. 873)	-4,7	-35,1	
939	var.	2000/03 swap fra USD med fast rente	262,9	1.952,1	
941	var.	2000/03 swap fra GBP med variabel rente	65,0	482,7	
943	var.	2000/03 swap fra GBP med variabel rente	9,9	73,4	
944	var.	2000/03 swap fra ZAR med fast rente	7,9	58,9	
948	var.	2001/05 swap fra GBP med fast rente	40,7	302,0	
949	var.	2001/04 swap fra USD med fast rente	555,2	4.122,3	
950	var.	2001/04 swap fra USD med fast rente	17,0	126,3	
951	var.	2001/04 swap fra USD med fast rente	17,1	126,8	
952	var.	2001/06 swap fra USD med fast rente	1.129,5	8.386,1	
953	var.	2001/11 swap fra fast rente	75,0	556,8	
-	4,985	2001/11 swap til variabel rente	-75,0	-556,8	
954	var.	2001/11 swap fra fast rente	75,0	556,8	
-	4,985	2001/11 swap til variabel rente	-75,0	-556,8	
10001	var.	2001/06 swap fra DKK med variabel rente	67,1	498,1	
10002	var.	2001/06 swap fra DKK med variabel rente	67,2	498,5	
10003	var.	2001/06 swap fra DKK med variabel rente	134,4	997,5	
10004	var.	2001/08 swap fra DKK med variabel rente	47,1	349,5	
10005	var.	2001/08 swap fra DKK med variabel rente	47,1	349,5	

UDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 2002¹

Bilagstabel 6

Lø- be- nr.	Rentesats, pct. p.a.	Titel	Udestående beløb, mio. af valutaen	Udestående beløb, mio.kr. (1)	Note
EUR - fortsat					
EUR-lån - fortsat					
10006	var.	2001/06 swap fra DKK med variabel rente	40,3	299,6	
10007	var.	2001/07 swap fra DKK med variabel rente	67,2	498,6	
10008	var.	2001/08 swap fra DKK med variabel rente	53,7	398,6	
10009	var.	2001/08 swap fra DKK med variabel rente	67,1	498,4	
10010	var.	2001/06 swap fra DKK med variabel rente	53,7	398,9	
957	var.	2002/12 swap fra fast rente	75,0	556,8	
-	5,0225	2002/12 swap til variabel rente	-75,0	-556,8	
958	var.	2002/12 swap fra fast rente	60,0	445,5	
-	5,076	2002/12 swap til variabel rente	-60,0	-445,5	
959	var.	2002/12 swap fra fast rente	100,0	742,4	
-	5,255	2002/12 swap til variabel rente	-100,0	-742,4	
960	var.	2002/12 swap fra fast rente	100,0	742,4	
-	5,3825	2002/12 swap til variabel rente	-100,0	-742,4	
961	var.	2002/12 swap fra fast rente	100,0	742,4	
-	5,455	2002/12 swap til variabel rente	-100,0	-742,4	
962	4,875	2002/07	1.500,0	11.136,5	
963	var.	2002/07 swap fra fast rente	500,0	3.712,2	
-	5,025	2002/07 swap til variabel rente	-500,0	-3.712,2	
964	var.	2002/07 swap fra fast rente	200,0	1.484,9	
-	5,02125	2002/07 swap til variabel rente	-200,0	-1.484,9	
966	var.	2002/12 swap fra fast rente	200,0	1.484,9	
-	5,425	2002/12 swap til variabel rente	-200,0	-1.484,9	
967	var.	2002/12 swap fra fast rente	200,0	1.484,9	
-	5,434	2002/12 swap til variabel rente	-200,0	-1.484,9	
968	var.	2002/12 swap fra fast rente	100,0	742,4	
-	5,49	2002/12 swap til variabel rente	-100,0	-742,4	
969	var.	2002/12 swap fra fast rente	50,0	371,2	
-	5,2125	2002/12 swap til variabel rente	-50,0	-371,2	
970	var.	2002/12 swap fra fast rente	100,0	742,4	
-	5,245	2002/12 swap til variabel rente	-100,0	-742,4	
972	var.	2002/12 swap fra fast rente	200,0	1.484,9	
-	5,17625	2002/12 swap til variabel rente	-200,0	-1.484,9	
973	var.	2002/12 swap fra fast rente	200,0	1.484,9	
-	5,205	2002/12 swap til variabel rente	-200,0	-1.484,9	
974	var.	2002/12 swap fra fast rente	100,0	742,4	
-	5,195	2002/12 swap til variabel rente	-100,0	-742,4	
975	var.	2002/12 swap fra fast rente	150,0	1.113,6	
-	5,17625	2002/12 swap til variabel rente	-150,0	-1.113,6	
976	var.	2002/12 swap fra fast rente	100,0	742,4	
-	5,2125	2002/12 swap til variabel rente	-100,0	-742,4	
977	var.	2002/12 swap fra fast rente	200,0	1.484,9	
-	5,2325	2002/12 swap til variabel rente	-200,0	-1.484,9	
978	var.	2002/12 swap fra fast rente	200,0	1.484,9	
-	5,066	2002/12 swap til variabel rente	-200,0	-1.484,9	
980	var.	2002/12 swap fra fast rente	200,0	1.484,9	
-	4,7525	2002/12 swap til variabel rente	-200,0	-1.484,9	
981	var.	2002/12 swap fra fast rente	100,0	742,4	
-	4,85	2002/12 swap til variabel rente	-100,0	-742,4	
982	var.	2002/12 swap fra fast rente	200,0	1.484,9	
-	4,9175	2002/12 swap til variabel rente	-200,0	-1.484,9	

UDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 2002¹

Bilagstabel 6

Lø- be- nr.	Rentesats, pct. p.a.	Titel	Udestående beløb, mio. af valutaen	Udestående beløb, mio.kr. (1)	Note
EUR - fortsat					
EUR-lån - fortsat					
983	var.	2002/03 swap til JPY(rente)/USD(tilbage- betaling) (Swap vedr. opkøb (800 mio.JPY/7,6 mio.USD) i lån nr. 924)	-6,8	-50,5	
984	var.	2002/12 swap fra fast rente	100,0	742,4	
-	4,8375	2002/12 swap til variabel rente	-100,0	-742,4	
987	var.	2002/12 swap fra fast rente	100,0	742,4	
-	4,735	2002/12 swap til variabel rente	-100,0	-742,4	
988	var.	2002/12 swap fra fast rente	100,0	742,4	
-	4,76625	2002/12 swap til variabel rente	-100,0	-742,4	
989	var.	2002/12 swap fra fast rente	200,0	1.484,9	
-	4,6375	2002/12 swap til variabel rente	-200,0	-1.484,9	
990	var.	2002/12 swap fra fast rente	150,0	1.113,6	
-	4,621	2002/12 swap til variabel rente	-150,0	-1.113,6	
991	var.	2002/12 swap fra fast rente	100,0	742,4	
-	4,58	2002/12 swap til variabel rente	-100,0	-742,4	
992	var.	2002/12 swap fra fast rente	100,0	742,4	
-	4,5975	2002/12 swap til variabel rente	-100,0	-742,4	
993	var.	2002/12 swap fra fast rente	100,0	742,4	
-	4,6025	2002/12 swap til variabel rente	-100,0	-742,4	
994	var.	2002/12 swap fra fast rente	100,0	742,4	
-	4,635	2002/12 swap til variabel rente	-100,0	-742,4	
995	var.	2002/12 swap fra fast rente	100,0	742,4	
-	4,666	2002/12 swap til variabel rente	-100,0	-742,4	
996	var.	2002/12 swap fra fast rente	100,0	742,4	
-	4,621	2002/12 swap til variabel rente	-100,0	-742,4	
997	var.	2002/12 swap fra fast rente	100,0	742,4	
-	4,645	2002/12 swap til variabel rente	-100,0	-742,4	
998	var.	2002/12 swap fra fast rente	100,0	742,4	
-	4,721	2002/12 swap til variabel rente	-100,0	-742,4	
999	var.	2002/12 swap fra fast rente	50,0	371,2	
-	4,82375	2002/12 swap til variabel rente	-50,0	-371,2	
10011	var.	2002/09 swap fra DKK med variabel rente	53,8	399,2	
10012	var.	2002/09 swap fra DKK med variabel rente	67,2	499,2	
10013	var.	2002/09 swap fra DKK med variabel rente	67,3	499,6	
10014	var.	2002/07 swap fra DKK med variabel rente	67,3	499,6	
10015	var.	2002/09 swap fra DKK med variabel rente	67,3	499,7	
10016	var.	2002/09 swap fra DKK med variabel rente	67,3	499,5	
10017	var.	2002/09 swap fra DKK med variabel rente	40,4	299,7	
10018	var.	2002/09 swap fra DKK med variabel rente	67,3	499,5	
10019	var.	2002/09 swap fra DKK med variabel rente	67,3	499,5	
10020	var.	2002/09 swap fra DKK med variabel rente	67,3	499,3	
10021	var.	2002/09 swap fra DKK med variabel rente	67,3	499,4	
10022	var.	2002/09 swap fra DKK med variabel rente	134,6	999,4	
10023	var.	2002/07 swap fra DKK med variabel rente	67,3	499,8	
10024	var.	2002/07 swap fra DKK med variabel rente	67,3	499,6	
10025	var.	2002/07 swap fra DKK med variabel rente	67,3	499,8	
10026	var.	2002/07 swap fra DKK med variabel rente	67,3	499,8	
10027	var.	2002/07 swap fra DKK med variabel rente	67,3	499,7	

UDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 2002¹

Bilagstabel 6

Lø- be- nr.	Rentesats, pct. p.a.	Titel	Udestående beløb, mio. af valutaen	Udestående beløb, mio.kr. (1)	Note
EUR - fortsat					
EUR-lån - fortsat					
10028	var.	2002/07 swap fra DKK med variabel rente	67,3	499,5	
10029	var.	2002/07 swap fra DKK med variabel rente	67,3	499,5	
10030	var.	2002/07 swap fra DKK med variabel rente	67,3	499,4	
10031	var.	2002/07 swap fra DKK med variabel rente	53,9	399,9	
10032	var.	2002/07 swap fra DKK med variabel rente	53,9	399,9	
10033	var.	2002/07 swap fra DKK med variabel rente	53,9	399,9	
I alt EUR			8.111,1	60.219,1	
FRF-lån					
713	var.	1996/06	500,0	565,9	
-	var.	1996/06 swap til DEM med variabel rente	-500,0	-565,9	
I alt FRF			0,0	0,0	
GRD-lån					
873	7,5	1998/03	8.410,5	183,2	
-	7,5	1998/03 swap til DEM med variabel rente	-10.000,0	-217,9	
933	7,5	2000/03 swap fra EUR med variabel rente (Swap vedr. opkøb (1.589,5 mio.GRD) i lån nr. 873)	1.589,5	34,6	
I alt GRD			0,0	0,0	
LUF-lån					
619	0	1995/03	5.000,0	920,2	
I alt LUF			5.000,0	920,2	
NLG-lån					
211	9,5	1984/04	12,5	42,1	(5)
I alt NLG			12,5	42,1	
EUR i alt			11.272,2	83.688,5	
GBP-lån					
120	13	1980/05	25,5	290,5	
906	5,875	1999/04	200,0	2.279,8	
-	5,875	1999/04 swap til EUR med variabel rente	-150,0	-1.709,9	
-	5,875	2000/04 swap til EUR med variabel rente	-50,0	-570,0	
941	var.	2000/09 EIB-lån, Modernisering og udbyg- ning af højere uddannelsesinstitutioner	40,8	465,1	
-	var.	2000/03 swap til EUR med variabel rente	-40,8	-465,1	
943	var.	2000/09 EIB-lån, Danske Motorveje III B	6,2	70,1	
-	var.	2000/03 swap til EUR med variabel rente	-6,2	-70,1	
948	13	2001/05 swap til EUR med variabel rente	-25,5	-290,5	
I alt GBP			0,0	0,0	

UDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 2002¹

Bilagstabel 6

Lø- be- nr.	Rentesats, pct. p.a.	Titel	Udestående beløb, mio. af valutaen	Udestående beløb, mio.kr. (1)	Note
JPY-lån					
794	var.	1997/07	1.000,0	59,7	
-	var.	1997/07 swap til DEM med variabel rente	-1.000,0	-59,7	
835	2,63	1997/07	5.000,0	298,4	
-	2,63	1997/07 swap til DEM med variabel rente	-5.000,0	-298,4	
838	0	1997/07 JPY(tilbagebetaling)/AUD(rente)	3.000,0	179,1	
-	0	1997/07 swap til DEM med variabel rente	-3.000,0	-179,1	
850	var.	1997/07	2.000,0	119,4	
-	var.	1997/07 swap til DEM med variabel rente	-2.000,0	-119,4	
853	var.	1997/07	500,0	29,8	
-	var.	1997/07 swap til DEM med variabel rente	-500,0	-29,8	
855	2,02	1997/07 EIB-lån, Danske Omfartsveje B	3.400,0	202,9	
-	2,02	1997/07 swap til DEM med variabel rente	-3.400,0	-202,9	
924	5	2000/03 JPY(rente af 10.000 mio.)/USD(tilbagebetaling)	0,0	0,0	
-	5	2000/03 swap til EUR med variabel rente	-0,0	-0,0	
983	5	2002/03 swap fra EUR med variabel rente (Swap vedr. opkøb (800 mio.JPY) i lån nr. 924)	0,0	0,0	
I alt JPY			0,0	0,0	
NOK-lån					
881	6,25	1998/07	330,0	336,0	
-	6,25	1998/07 swap til DEM med variabel rente	-330,0	-336,0	
907	5,75	1999/05	500,0	509,1	
-	5,75	1999/05 swap til EUR med variabel rente	-500,0	-509,1	
I alt NOK			0,0	0,0	
SEK-lån					
888	5	1998/07	500,0	403,8	
-	5	1998/07 swap til DEM med variabel rente	-500,0	-403,8	
890	5,12	1998/07	500,0	403,8	
-	5,12	1998/07 swap til DEM med variabel rente	-500,0	-403,8	
891	5,065	1998/06	400,0	323,0	
-	5,065	1998/06 swap til DEM med variabel rente	-400,0	-323,0	
912	5,375	1999/03	1.500,0	1.211,3	
-	5,375	1999/03 swap til EUR med variabel rente	-1.500,0	-1.211,3	
I alt SEK			0,0	0,0	
USD-lån					
772	6,065	1996/06 swap til DEM med variabel rente	-20,0	-141,6	
841	6,625	1997/03	500,0	3.541,1	
-	6,625	1997/03 swap til DEM med variabel rente	-500,0	-3.541,1	
849	6,25	1997/04	500,0	3.541,1	
-	6,25	1997/04 swap til DEM med variabel rente	-500,0	-3.541,1	
862	4	1997/07	30,0	212,5	
-	4	1997/07 swap til DEM med variabel rente	-30,0	-212,5	
870	5,75	1998/05	500,0	3.541,1	
-	5,75	1998/05 swap til DEM med variabel rente	-500,0	-3.541,1	

UDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 2002¹

Bilagstabel 6

Lø- be- nr.	Rentesats, pct. p.a.	Titel	Udestående beløb, mio. af valutaen	Udestående beløb, mio.kr. (1)	Note
USD-lån - fortsat					
895	6,065	1999/06 swap fra EUR med variabel rente (Swap vedr. opkøb (20 mio.USD) i lån nr. 772)	20,0	141,6	
909	6,375	1999/03	250,0	1.770,6	
-	6,375	1999/03 swap til EUR med variabel rente	-250,0	-1.770,6	
913	6,625	1999/05	530,0	3.753,6	
-	6,625	1999/05 swap til EUR med variabel rente	-500,0	-3.541,1	
-	6,625	2000/05 swap til EUR med variabel rente	-30,0	-212,5	
920	7	2000/03	300,0	2.124,7	
-	7	2000/03 swap til EUR med variabel rente	-300,0	-2.124,7	
924	0	2000/03 USD(tilbagebetaling)/JPY(rente)	87,0	616,1	
-	0	2000/03 swap til EUR med variabel rente	-94,6	-669,7	
939	7	2000/03	250,0	1.770,6	
-	7	2000/03 swap til EUR med variabel rente	-250,0	-1.770,6	
949	5	2001/04	500,0	3.541,1	
-	5	2001/04 swap til EUR med variabel rente	-500,0	-3.541,1	
950	0	2001/04	15,0	106,2	
-	0	2001/04 swap til EUR med variabel rente	-15,0	-106,2	
951	0	2001/04	15,0	106,2	
-	0	2001/04 swap til EUR med variabel rente	-15,0	-106,2	
952	5,125	2001/06	1.000,0	7.082,2	
-	5,125	2001/06 swap til EUR med variabel rente	-1.000,0	-7.082,2	
983	0	2002/03 swap fra EUR med variabel rente (Swap vedr. opkøb (800 mio.JPY) i lån nr. 924)	7,6	53,6	
I alt USD			0,0	0,0	
ZAR-lån					
944	11,375	2000/03	50,0	40,9	
-	11,375	2000/03 swap til EUR med variabel rente	-50,0	-40,9	
I alt ZAR			0,0	0,0	
Udenlandsk gæld i alt				83.730,2	

(1) Det udestående beløb pr. 31. december 2002 er omregnet til DKK efter følgende kurser pr. 31. december 2002 som kurs pr. 100 enheder: AUD = 400,99, CAD = 449,22, CHF = 510,68, EUR = 742,43, GBP = 1.139,92, JPY = 5,9686, NOK = 101,81, SEK = 80,75, USD = 708,22, ZAR = 81,77. Det udestående beløb pr. 31. december 2002 for de tidligere nationale valutaer i euroområdet er omregnet til DKK via de fastlåste omregningskurser i forhold til EUR: BEF = 40,3399, DEM = 1,95583, FRF = 6,55957, GRD = 340,75, LUF = 40,3399, NLG = 2,20371.

(2) Der er tale om swap (i BEF) af LUF-lån.

(3) Flermøntede lån, hvor kreditor kan vælge betalingsvaluta efter et fast omregningsforhold. DKK er den for kreditor mest fordelagtige valuta. Kan af debitor opsiges med 3 mdr. varsel.

(4) Herunder XEU-lån optaget før 1. januar 1999.

(5) Lånet afdrages med lige store afdrag i halv- eller helårige serier igennem hele lånets løbetid, begyndende efter mindst 1 års afdragsfrihed.

RENTER OG AFDRAG PÅ STATENS INDENLANDSKE GÆLD ¹ , ULTIMO 2002			Bilagstabel 7
Mia.kr.	Renter	Afdrag	Total
2003	34,1	81,2	115,4
2004	28,7	110,7	139,5
2005	22,2	57,7	79,9
2006	19,4	54,0	73,3
2007	14,8	45,9	60,7
2008	11,6	19,4	31,0
2009	10,9	61,1	71,9
2010	7,0	0,1	7,2
2011	7,5	60,5	68,0
2012	4,0	0,0	4,0
2013	4,0	45,9	49,9
2014	1,8	0,0	1,8
2015	1,8	0,0	1,8
2016	1,8	0,0	1,8
2017	1,8	0,0	1,8
2018	1,8	0,0	1,8
2019	1,8	0,0	1,8
2020	1,8	0,0	1,8
2021	1,8	0,0	1,8
2022	1,8	0,0	1,8
2023	1,8	0,0	1,8
2024	1,8	25,0	26,8
I alt	183,6	561,5	745,1

¹ Ekskl. skatkammerbeviser. Inkl. nettorentebetalinger knyttet til indenlandske renteswaps. Valutaswaps fra kroner til euro er medregnet i afdragene. I swappenes udløbsår modtager staten kroner, hvorved behovet for at udstede indenlandske statspapirer reduceres.

RENTER OG AFDRAG PÅ STATENS UDENLANDSKE GÆLD¹, ULTIMO 2002 Bilagstabel 8

Mia.kr.	Renter	Afdrag	Total
2003	2,6	17,1	19,7
2004	1,9	16,0	17,9
2005	1,2	7,9	9,1
2006	1,0	11,9	12,9
2007	0,5	19,4	19,9
2008	-0,1	5,1	5,0
2009	-0,4	6,2	5,8
2010	-0,6	0,0	-0,6
2011	-0,6	0,0	-0,6
2012	-0,7	0,0	-0,7
I alt	4,7	83,7	88,4

¹ Inkl. nettorentebetalinger knyttet til swaps.

RATING AF DEN DANSKE STATSGÆLD I INDENLANDSK VALUTA		Bilagstabel 9a
	Moody's	Standard & Poor's
1981, mar		AAA
1986, jul	Aa	
1986, aug	Aa1	
1986, nov	Aaa	
Aktuel rating	Aaa	AAA

Anm.: Moody's Investors Service og Standard & Poor's benytter følgende betegnelser:
Moody's: Aaa, Aa, A, Baa, Ba, B, Caa, Ca og C.
For kategorierne Aa til Caa benyttes 1, 2 eller 3 til at angive lidt bedre eller lidt dårligere status inden for kategorien.
Standard & Poor's: AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C og D.
For kategorierne AA til CCC benyttes + eller - til at angive lidt bedre eller lidt dårligere status inden for kategorien.

RATING AF DEN DANSKE STATSGÆLD I FREMMED VALUTA		Bilagstabel 9b
	Moody's	Standard & Poor's
1981, mar		AAA
1983, jan		AA+
1985, apr	Aa	
1986, aug	Aa1	
1987, mar		AA
1991, okt		AA+
1999, aug	Aaa	
2001, feb		AAA
Aktuel rating	Aaa	AAA

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

RATING AF UDVALGTE LANDES STATSGÆLD

Bilagstabel 10

	Moody's		Standard & Poor's	
	Indenlandsk	Udenlandsk	Indenlandsk	Udenlandsk
Australien	Aaa	Aaa	AAA	AA+
Belgien	Aa1	Aa1	AA+	AA+
Danmark	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Finland	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Frankrig	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Grækenland	A1	A1	A	A
Holland	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Irland	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Italien	Aa2	Aa2	AA	AA
Japan	A2	Aa1	AA-	AA-
New Zealand	Aaa	Aaa	AAA	AA+
Norge	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Portugal	Aa2	Aa2	AA	AA
Spanien	Aaa	Aaa	AA+	AA+
Storbritannien	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Sverige	Aaa	Aaa	AAA	AA+
Sydafrika	A2	Baa2	A-	BBB-
Tjekkiet	A1	A1	A+	A-
Tyskland	Aaa	Aaa	AAA	AAA
USA	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Østrig	Aaa	Aaa	AAA	AAA

Anm.: Som publiceret pr. januar 2003. Se anmærkning i bilagstabel 9a for rating-kategoriernes rangordning.

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

Ordliste over finansielle begreber

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

Acceptdato

Den dato, hvor et lån aftales.

Auktion

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

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

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

Basispoint

1 basispoint er 0,01 procentpoint. Anvendes især om rentespænd.

Benchmarkobligation

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

Bid-ask

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

Bruttofinansieringsbehov

Opgøres som statens udbetalinger minus indbetalinger tillagt afdrag på inden- og udenlandsk gæld samt Den Sociale Pensionsfonds nettoobligationskøb. Se også *Indenlandsk bruttofinansieringsbehov* og *Indenlandsk lånebehov*.

Clearstream

Afviklings- og depotinstitution for værdipapirer.

Cost-at-Risk (CaR)

Risikomål udviklet af statsgældsforvaltningen for at kunne supplere *varighed* og afdragsprofil i styringen af statsgældens renterisiko.

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

Copenhagen Inter Bank Offered Rate (Cibor)

Den rentesats, hvortil et pengeinstitut på Københavns interbank-marked er villig til på usikret basis at udlåne danske kroner til et andet kreditværdigt pengeinstitut. Cibor fastsættes for lån med løbetider på op til 12 måneder. Cibor er referencerente for en lang række finansielle kontrakter. Se også *Euribor* og *Libor*.

Commercial Paper (CP)

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

Cross default

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

Dual currency bond

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

Effektiv rente

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

Emissionskurstab/-gevinst

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

Euro Interbank Offered Rate (Euribor)

Den rentesats, hvortil et pengeinstitut på euro-interbank-markedet er villig til at foretage pengemarkedsudlån i euro til et andet kreditværdigt pengeinstitut. Anvendes som referencerente i en lang række finansielle kontrakter, fx *swaps*.

Euro Medium Term Notes (EMTN)

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

Euroclear

Afviklings- og depotinstitution for værdipapirer.

EuroMTS

Elektronisk handelssystem for de mest likvide europæiske eurostatsobligationer.

Floating rate note (FRN)

Variabelt forrentet obligationslån.

Fordelte emissionskurstab

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

Genudlån

De statsgaranterede enheder mv. har mulighed for at benytte genudlån. Ved genudlån låner selskaberne af staten. Staten yder genudlån, som er en præcis afspejling af et eksisterende statspapir. Kupon, termins- og udløbsdato vil således være identisk med et eksisterende statspapir. Selskaberne skal betale en kurs for lånet svarende til den gennemsnitlige kurs for det underliggende statspapir for "medlemshandler" på Københavns Fondsbørs 3 børsdage før udbetalingen af lånet.

Genudlånsvifte

Viften af statspapirer, som staten kan yde genudlån i, betegnes genudlånsviften. Genudlånsviften fastlægges af Nationalbanken og omfatter statsobligationer og statsgældsbeviser, som indgår i låneviften, samt en række andre statsobligationer. Staten finansierer genudlån til selskaberne ved udstedelse i låneviftens papirer.

Haircut

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

Indenlandsk bruttofinansieringsbehov

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

Indenlandsk lånebehov

Den del af det indenlandske bruttofinansieringsbehov, der dækkes ved udstedelse af indenlandske statspapirer.

International Swaps and Derivatives Association (ISDA)

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

International Securities Market Association (ISMA)

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

ISDA Master Agreement

Rammeaftale, hvorunder alle swaps med en og samme modpart bliver dokumenteret.

ISO-møntkoder

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

Konverterbar obligation

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

Kreditrisiko

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

Lead manager

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

forvaltningen anvender syndikeret obligationsudstedelse i den udenlandske låntagning.

London Inter Bank Offered Rate (Libor)

Den rentesats, hvortil et pengeinstitut på London-interbank-markedet er villig til at foretage pengemarkedsudlån i forskellige valutaer til et andet kreditværdigt pengeinstitut. Anvendes som referencerente i en lang række finansielle kontrakter, fx *swaps*.

Likviditet

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

Lånevifte

Låneviften udgør de statspapirer, der udstedes for at dække det aktuelle lånebehov. Statspapirerne i låneviften er åbne for løbende emission (*on-the-run*). Låneviften består af statspapirer i de 2-, 5- og 10-årige løbetidssegmenter samt skatkammerbeviser.

Market maker

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

Medium Term Note (MTN)

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

Mindsterenten

Den mindste kuponrente på obligationer, der tillades, hvis kursgevinster for personer skal friholdes for beskatning, jf. kursgevinstloven (lovbekendtgørelse nr. 901 af 11. oktober 2001 med senere ændringer).

Mindsterenten fastsættes ordinært for halvårene januar-juni og juli-december. Mindsterenten fastsættes på grundlag af en referencerente, der dagligt beregnes af Københavns Fondsbørs. Referencerenten beregnes som et simpelt gennemsnit, opgjort med to decimaler, af de effektive renter på åbne, fast forrentede kroneobligationer (bortset fra *konverterbare obligationer* noteret over pari samt indeksobligationer) for de seneste 20 børsdage forud for 15. december og 15. juni. Mindsteren-

ten udgør 7/8 af den således opgjorte gennemsnitsrente, nedrundet til nærmeste hele antal procentpoint.

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

Den ordinært fastsatte mindsterente i 2002 var 4 pct. frem til den 9. oktober. Med virkning fra den 10. oktober 2002 blev mindsterenten ekstraordinært nedsat til 3 pct. Mindsterenten for 1. halvår 2003 er 3 pct.

MTS

Elektronisk handelssystem for engroshandel med obligationer. Det dominerende system for engroshandel med europæiske benchmark-obligationer.

Negative pledge

En bestemmelse i et lånedokument, der begrænser låntagerens mulighed for at stille sikkerhed for anden gæld. For långiveren indebærer negative pledge en fordel ved at begrænse andre kreditors adgang til at få en fortrinsstilling ved at få pant i låntagerens aktiver. Ofte er en negative pledge på et lån udformet som et forbud, men sædvanligvis angives kun, at låntager ikke må stille sikkerhed for anden gæld uden tilsvarende sikkerhedsstillelse for det respektive lån.

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

Nettofinansieringsbehov

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

Nulkuponobligation

Obligation, hvor der ikke løbende betales rente, og hvor afdragsbetalingen er placeret ved lånets udløb. Låneomkostningerne ved et nulkuponobligationslån fremkommer alene som et *emissionskurstab* ved obligationsudstedelsen.

Nulkuponrente

Den *effektive rente* på en *nulkuponobligation*. Nulkuponrentestrukturen angiver sammenhængen mellem restløbetid og nulkuponrente.

Operationel risiko

Primært risikoen for tab i forbindelse med indgåelse af en transaktion, afvikling af handler og den øvrige håndtering af porteføljen.

Opkøbsvifte

Viften af statspapirer, som staten kan købe op før udløb. Opkøb anvendes bl.a. for at udjævne afdragene mellem årene.

Option

En kontrakt, der giver ejeren (køberen) ret, men ikke pligt, til at købe eller sælge et underliggende instrument (en vare, et finansielt instrument eller en valuta) til en aftalt pris (strike price) på et aftalt fremtidigt tidspunkt eller i en fremtidig periode. Sælgeren er forpligtet til at opfylde ejerens ret.

Optionsjusteret varighed

Varigheden for konverterbare obligationer, hvor der er justeret for usikkerheden omkring forfaldsstrukturen som følge af låntagers ret til førtidsindfrielse af obligationen. Den optionsjusterede varighed er lavere, end hvis låntageren ikke havde haft mulighed for førtidsindfrielse. I forbindelse med statsgældsforvaltningen anvendes optionsjusteret varighed ved opgørelsen af varigheden for Den Sociale Pensionsfonds obligationsbeholdning.

Pengepolitiske modparter

Betegnelsen for de finansielle institutioner, som har adgang til de pengepolitiske instrumenter: Indskud af midler i Nationalbanken på dag-til-dag-basis samt køb af indskudsbeviser og lån mod sikkerhed i værdipapirer. Danske penge- og realkreditinstitutter samt en række filialer af udenlandske kreditinstitutter udgør gruppen af pengepolitiske modparter.

Plain vanilla

Udtryk, der benyttes om standardiserede og simple produkter, fx *stående lån* og simple renteswaps. Se også *Struktureret lån*.

Primary dealer

Primary dealere er finansielle institutioner, som efter aftale med udsteder mod betaling eller særlige rettigheder forpligter sig til at skabe *likviditet* og omsætning i specifikke statspapirer. Primary dealere har typisk eneret til at byde ved statspapirauktioner og forpligter sig normalt til at aftage en vis minimumsmængde på disse. Endvidere er primary dealere typisk forpligtet til bl.a. at bidrage til likviditeten på obligati-

onsmarkedet ved løbende at stille bindende købs- og salgsspriser på obligationer over for andre banker (market making).

Primært marked

Marked for nyudstedte obligationer. Se også *Sekundært marked*.

Private placement

Obligationslån eller andet lån, der udbydes til en begrænset kreds af købere, og som normalt ikke er børsnoteret. Se også *Public issue*.

Public issue

Obligationslån, der udbydes til offentligheden og er børsnoteret. Se også *Private placement*.

Rating

Kreditvurdering givet af kreditvurderingsinstitutter som fx Standard & Poor's og Moody's, jf. bilagstabel 9 og 10.

Refinansieringsrisiko

Risikoen for, at låntager må refinansiere afdrag på sin gæld i en periode med et forbigående højt generelt renteniveau eller i en periode, hvor låntagers specifikke lånevilkår er særligt dårlige.

Rentestruktur

Sammenhængen mellem rente og løbetid på værdipapirer. En stigende rentestruktur – dvs. hvor renter for værdipapirer med kort løbetid er lavere end renten på papirer med længere løbetid – betegnes som normal. Er rentestrukturen faldende, betegnes den som invers.

Repo

Ved en repo (Repurchase Agreement) forstås en transaktion, hvor sælger/låntager mod betaling overdrager værdipapirer til en køber/långiver. Ved aftalens indgåelse forpligter sælger/låntager sig samtidig til at tilbagekøbe papirerne til en på forhånd fastsat pris ved aftalens udløb. I kontrakterne er repoen af juridiske/tekniske grunde defineret som salg og genkøb af værdipapirer, men reelt er der tale om lån mod sikkerhedsstillelse. Modparten i en sådan handel indgår en reverse repo, altså et pengeudlån mod sikkerhed i værdipapirer.

Reverse dual currency bond

Lån, som er optaget og afdrages i én valuta, mens forrentningen sker i en anden. Se også *Dual currency-lån*.

Saxess

Elektronisk handelssystem for obligationer og aktier, der bl.a. anvendes på Københavns Fondsbørs.

Sekundært marked

Marked for handel med obligationer efter, de er udstedt i det *primære marked*.

Serielån

Lån, hvor gælden afdrages med lige store beløb ved hvert terminstidspunkt. Da restgælden falder gennem lånets løbetid, bliver rentebetalingerne og dermed den samlede ydelse mindre for hver termin.

Sluteksponering

Angiver valuta- eller renteeksponeringen af et lån opgjort efter *swaps*.

Struktureret lån

Et lån, der indeholder særlige vilkår, fx specielle indfrielsesvilkår eller indbyggede *optioner*, karakteriseres som et struktureret lån i modsætning til et *plain vanilla*-lån.

Struktureret rente

Kuponrente, der kan forekomme på et *struktureret lån*.

Stående lån

Lån, der i sin helhed tilbagebetales på udløbsdagen.

Swap

En swap er en aftale mellem to parter om at bytte betalinger over en nærmere fastlagt periode. En swap udgør en selvstændig finansiell transaktion.

Valutaswaps (currency swaps) benyttes til at omlægge gæld mellem forskellige betalingsvalutaer. Betalinger i én valuta byttes således til betalinger i en anden valuta. Ved en valutaswap fra kroner til euro modtager staten fx en variabel kronerente og betaler en variabel eurorente. Modparten forrenter og tilbagebetaler kronehovedstolen og modtager til gengæld betalinger på eurohovedstolen. Der er normalt udveksling af hovedstole både ved arrangementets start og afslutning.

Renteswaps benyttes typisk til at omlægge gæld mellem fast og variabel rente. I en renteswap fra fast til variabel rente i kronemarkedet modtager staten fx en fast swaprente (fx 5- eller 10-årig) og betaler en variabel kronerente. I modsætning til en valutaswap udveksles der ikke hovedstol mellem parterne i en renteswap. Hovedstolen på en renteswap er syntetisk og anvendes kun til at bestemme størrelsen af beta-

lingerne til de enkelte terminer. Hovedstolen i en renteswap betegnet oftest som den notionelle værdi i stedet for den nominelle værdi.

Den samlede værdi af en swap er som regel nul ved indgåelsen, men swappen kan efterfølgende antage positiv eller negativ værdi afhængig af markedsudviklingen i renter og valutakurser.

Statens swaps kan inddeles i tre grupper: Porteføljeswaps, liability swaps og asset swaps. Porteføljeswaps indgås uden direkte tilknytning til specifik lånoptagelse. På en liability swap modtager staten betalinger, der er identiske med ydelserne på et specifikt lån. En asset swap svarer i princippet til en liability swap – blot er en asset swap knyttet til et aktiv i stedet for et passiv.

Swap assignment

Udtrykket anvendes, når en *swap* overtages af en anden modpart end den oprindelige. Formålet med transaktionen kan være at nedbringe den potentielle *kreditrisiko* på den oprindelige swapmodpart.

Swaprente

Swaprenten angiver den faste rente, som kan opnås ved en *swap* fra variabel (normalt *Euribor* for eurorenteswaps og *Cibor* for kronerrenteswaps) til fast rente.

Swap termination

Når en swappaftale ophæves før egentligt udløb, bruges udtrykket, at den termineres. Det kan ske efter konkret aftale mellem parterne, eller fordi der er indtruffet en begivenhed, der ifølge aftalen giver den ene part ret til at opsige swappen. Ved termination opgøres swappens markedsværdi, som herefter afregnes.

Syndikeret obligationsudstedelse

Obligationsudstedelse formidlet gennem et syndikat af banker typisk bestående af 2-4 *lead managere* og 4-6 *co-lead managere*. Lead manager er ansvarlig for koordination og distribution af den største del af udstedelsen, mens den resterende obligationsmængde afsættes gennem *co-lead managere*. Udstedelsen finder ofte sted ved hjælp af *book building*, hvor *lead managere* og *co-lead managere* indhenter købstilbud fra investorerne. Når "bogen" af købstilbud er bygget op, foretager udsteder prisfastsættelse og tildeling, som investorerne herefter kan acceptere.

Tapsalg

Løbende emission i samme serie. I Danmark udstedes statsgældsbeviser og -obligationer samt realkreditobligationer typisk ved tapsalg. Se også *Auktion*.

Terminskontrakt

Aftale om levering og betaling af varer, værdipapirer eller valuta på en fremtidig dato til en på aftaletidspunktet fastsat pris.

Terminskurs

Angiver prisen for at få en valuta leveret på et aftalt fremtidigt tidspunkt. Udtrykkes som fradrag i eller tillæg til spotkursen (dagskursen), fx kronekursen på USD.

Uamortisabelt stående lån

Uendeligt løbende, *stående lån*, dvs. eneste betalinger er de løbende kuponbetalinger. Den danske stat har nogle få og små uamortisable lån fra slutningen af 1800-tallet og begyndelsen af 1900-tallet.

Valutareserve

Ved valutareserven forstås Nationalbankens beholdning af nettoaktiver over for udlandet.

Valørdato

Afviklingsdato, dvs. den dato, hvor en værdipapirhandel afsluttes med levering af værdipapirer mod betaling.

Variabel rente

En rente, der aftales at skulle variere som eller i takt med en anden rentesats, der noteres på markedet med bestemte kortere mellemrum end lånets løbetid, typisk hver 3. eller hver 6. måned.

Varighed

Varighed angiver den gennemsnitlige rentebindingstid på en portefølje af finansielle aktiver eller passiver. Da statsgælden opgøres til nominel værdi, er lang varighed udtryk for lav risiko på gælden, da der i gennemsnit er mindre dele af renteomkostningerne på statsgælden, der tilpasses ændringer i renteniveauet.

Varighed ses i andre sammenhænge også anvendt som udtryk for porteføljens kursfølsomhed. Jo højere varighed, jo højere kursfølsomhed. Varigheden som et kursfølsomhedsmål er relevant i forbindelse med risikostyring af en porteføljes markedsværdi.

Vedhængende rente

Vedhængende rente er den rente, der er påløbet et værdipapir siden sidste terminsdato. På det danske obligationsmarked handles der inkl. kupon. Køberen af værdipapiret betaler forholdsmæssig kupon til sælgeren for perioden fra sidste termin til købstidspunktet. Til gengæld får køberen hele den følgende kuponbetaling.