



Danmarks Nationalbank

Statens låntagning og gæld

Primary Market

price shall be fixed on the bids submitted. Bids at the cut-off price shall be accepted at the cut-off price. Other forms of bills at the cut-off price may be necessary. Other forms of bills considered in the future.

The Kingdom of Denmark

TREASURY BILLS

(skatkammerbeviser)

ement

price and the total sales to the market shall be published by I

STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD 2004

Tryk: Schultz Grafisk A/S

ISSN: 0902-6681

1398-3873 (online)

Danmarks Nationalbank

Havnegade 5

1093 København K

Telefon: 33 63 63 63

Telefax: 33 63 71 15

www.nationalbanken.dk

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

Henvendelser om statens låntagning og gæld kan sendes til Danmarks Nationalbank, Statsgældskontoret i Kapitalmarkedsafdelingen, 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 4. februar 2005.

Indhold

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

HOVEDPUNKTER FOR STATSGÆLDSPOLITIKKEN	9
---	---

HOVEDPRINCIPPER

1. HOVEDPRINCIPPER I STATSGÆLDSFORVALTNINGEN	
1.1 Sammenfatning	17
1.2 Porteføljer	17
1.3 Ansvarsfordeling og organisering	19
1.4 Norm for indenlandsk og udenlandsk låntagning	21
1.5 Målsætninger og strategi	22
1.6 Risikostyring	22
1.7 Markeder for danske statspapirer	23
1.8 Information om statsgælden	24

BERETNINGSKAPITLER

2. STRATEGI OG LÅNTAGNING	
2.1 Sammenfatning	29
2.2 Renteudvikling	29
2.3 Strategi og lånebehov i 2004	32
2.4 Låntagning i 2004	35
2.5 Statens konto	41
2.6 Strategi og lånebehov i 2005	42
3. MARKEDSINDRETNING FOR HANDEL MED DANSKE STATSPAPIRER	
3.1 Sammenfatning	47
3.2 Primary dealer-ordningen for danske statsobligationer	48
3.3 Prisstillerordningen på Københavns Fondsbørs	56
3.4 Handel med danske statsobligationer	57
4. DEN SOCIALE PENSIONS FOND, HØJTEKNOLOGIFONDEN OG FINANSIERINGSFONDEN	
4.1 Sammenfatning	59
4.2 DSP	59

4.3	DSPs værdipapirudlånsordning	63
4.4	Højteknologifonden	63
4.5	Finansieringsfonden	64
5.	STATSLIGE LÅNEGARANTIER OG GENUDLÅN	
5.1	Sammenfatning	65
5.2	Rammer for statslige lånegarantier og genudlån	65
5.3	Udstedte lånegarantier	66
5.4	Udstedte genudlån	67
6.	RISIKOSTYRING PÅ STATSGÆLDEN	
6.1	Sammenfatning	69
6.2	Risikostyring	69
6.3	Renterisiko	70
6.4	Valutakursrisiko	74
6.5	Kreditrisiko	74
6.6	Operationel risiko	79
7.	GÆLD OG RENTEUDGIFTER	
7.1	Sammenfatning	81
7.2	Statsgæld og renteudgifter	81
7.3	Den offentlige sektors bruttogæld (ØMU-gæld)	84
7.4	Ejerfordeling for indenlandske statspapirer	84

SPECIALKAPITLER

8.	UDSTEDELSE AF STATSOBLIGATIONER	
8.1	Sammenfatning	89
8.2	Valg af udstedelsesmetoder	91
8.3	Udstedelse og opkøb af statspapirer i Danmark	92
8.4	Implikationer af tapsalget	96
9.	LÅNEGARANTIER OG GENUDLÅN	
9.1	Sammenfatning	101
9.2	Kort om lånegarantier og genudlån	101
9.3	International fokus på garantier – best practice	103
9.4	Gennemgang af den danske lånegaranti- og genudlånsmodel	107

BILAG

INFORMATION OM STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD	115
---	-----

PRINCIPPER FOR STYRING AF KREDITRISIKO PÅ STATENS SWAPS	117
VILKÅR FOR STATENS OG DEN SOCIALE PENSIONS FOND VÆRDIPAPIRUDLÅNSORDNINGER	121
MEDDELELSER OM STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD	
Statsgældspolitikken – strategi 2005, 20. december 2004	126
Statens lånebehov i 2005, 27. januar 2005	133
BILAGSTABELLER	
1. Statsgælden, ultimo 1994-2004	136
2. Statens DAU-, netto- og bruttokassesaldo, 1994-2003	138
3. Statens indenlandske lånoptagelse i 2004	140
4. Statens udenlandske lånoptagelse i 2004	142
5. Swaps	144
6. Indenlandske statslån pr. 31. december 2004	146
7. Udenlandske statslån pr. 31. december 2004	148
8. Renter og afdrag på statens indenlandske gæld, ultimo 2004 ...	154
9. Renter og afdrag på statens udenlandske gæld, ultimo 2004	155
10. Rating af den danske statsgæld	156
11. Rating af udvalgte landes statsgæld	157
ORDLISTE OVER FINANSIELLE BEGREBER	159

Forord

Statens låntagning og gæld er en årlig publikation, som beskriver det forløbne års udvikling og andre forhold af betydning for gældsforvaltningen. Det er hensigten at give læseren en dybere indsigt i den danske statsgældspolitik. Afsnittet *Hovedpunkter for statsgældspolitikken* giver et overblik over statsgældspolitikken i 2004 og strategien for 2005.

Kapitel 1 indeholder en samlet fremstilling af statsgældspolitikens hovedprincipper. I kapitel 2-7 berettes om 2004 og om strategien for 2005. Strategi og låntagning dækkes i kapitel 2, og i kapitel 3 beskrives udviklingen inden for handel med statspapirer. I kapitel 4 beskrives forvaltningen af aktiverne i Den Sociale Pensionsfond, Højteknologifonden og Finansieringsfonden til øgede uddelinger fra Danmarks Grundforskningsfond. Sidstnævnte to fonde er oprettet i 2005. I kapitel 5 gennemgås de overordnede principper for forvaltning af statens garantier og genudlån. I kapitel 6 redegøres for, hvordan forskellige typer af risici på gælden styres. Endelig gennemgås i kapitel 7 udviklingen i gæld og renteutgifter.

I de to sidste kapitler tages aktuelle emner op. I kapitel 8 beskrives forskellige landes udstedelsesmetoder, og den danske tapudstedelse gennemgås mere detaljeret. I kapitel 9 beskrives statsgarantier og genudlån og særligt deres (budgetmæssige) behandling både generelt og i en dansk kontekst.

Bilagsdelen indeholder meddelelser af betydning for statens låntagning og gæld. *Statsgældspolitikken – Strategi 2005* beskriver den overordnede strategi for 2005, herunder låne- og opkøbsviften. Meddelelsen blev udsendt i december 2004. I *Statens lånebehov i 2005* opgøres lånebehovet i 2005 med valør 31. januar 2005. Hertil kommer et omfattende tabelafsnit med detaljerede opgørelser over statens låntagning og gæld. Endelig er der udarbejdet en ordliste med forklaring af de vigtigste fagudtryk og begreber på statsgældsområdet.

Hovedpunkter for statsgældspolitikken

Statens renteomkostninger er faldet i 2004 som følge af et lavt renteniveau og en faldende statsgæld. Hovedpunkterne for statsgældspolitikken er:

Gældsudvikling og lånebehov

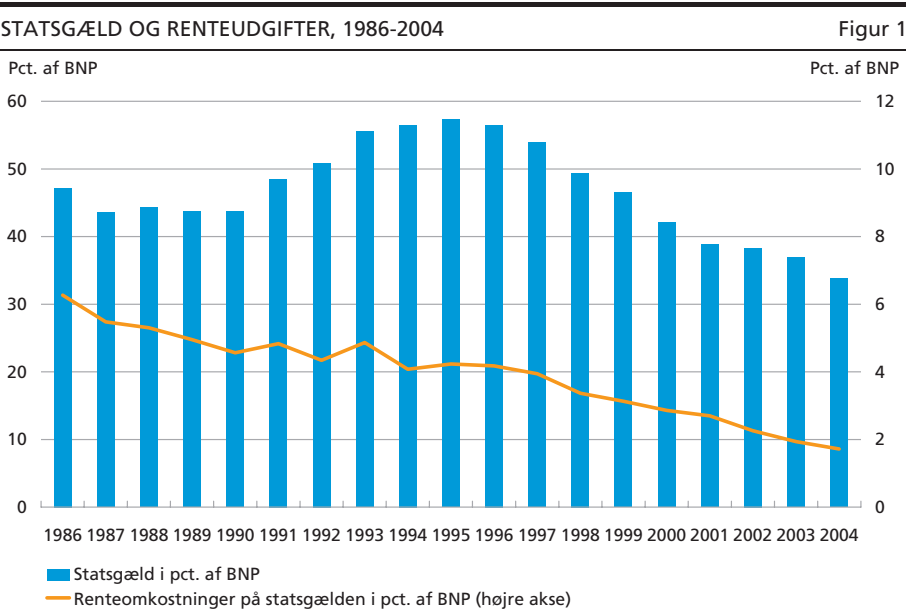
- Statsgælden er i 2004 faldet med 22,1 mia.kr. til 493,6 mia.kr., svarende til godt 90.000 kr. pr. indbygger.
- Det indenlandske lånebehov var 64,6 mia.kr. i 2004, og der blev solgt indenlandske statspapirer for 92,6 mia.kr.
- Det indenlandske lånebehov er for 2005 skønnet til 42,3 mia.kr. (valør 4. februar 2005). Det lave lånebehov skyldes en kombination af forventet overskud på statsbudgettet og overførsel af sidste års oversalg af statspapirer på 28,0 mia.kr. Det indenlandske lånebehov vil øges i takt med opkøb i papirer med udløb i efterfølgende år.

Låntagningsstrategi

- Det lave lånebehov kombineret med ønsket om fortsat at udstede i de 2-, 5-, og 10-årige løbetidssegmenter har medført, at det er en del af den fremadrettede strategi i højere grad at genbruge eksisterende papirer.
- I starten af 2005 fortsættes udstedelsen i låneviftepapirerne. Medio 2005 planlægges det 2-årige låneviftepapir afløst af 4 pct. stående lån 2008.
- Der vil som i tidligere år blive købt op i statspapirer før udløb.

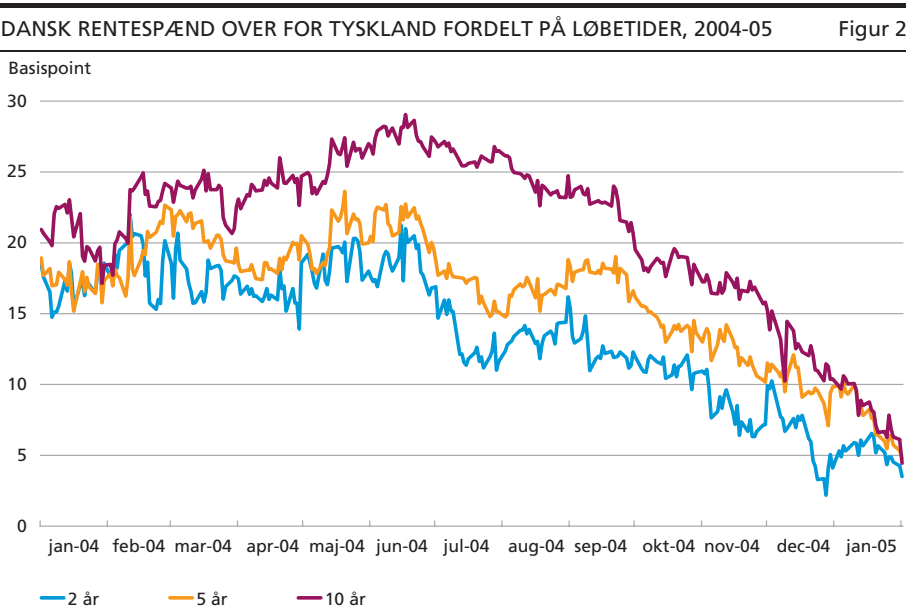
Fortsat fokus på indretning af statspapirmarkedet

- Danske statsobligationer udstedes og handles på interdealer-handelsplatformen MTSDk, hvor primary dealere løbende stiller bindende priser. Erfaringerne fra 2004 viser, at der stilles handlebare priser inden for snævre bud- og udbudsspænd næsten hele handelsdagen. Endvidere er deltagerkredsen i statspapirmarkedet blevet bredere efter introduktionen af primary dealer-ordningen.
- Medio 2005 bliver et nyt, mere effektivt auktionssystem for skatkammerbeviser taget i brug, samtidig med at der indføres elektronisk market making i skatkammerbeviser på MTSDk. Tiltagene skaber større gennemsigtighed og udvider deltagerkredsen i skatkammerbevisemarkedet.



FORTSAT LAVERE LÅNEOMKOSTNINGER OG GÆLD I 2004

Statsgælden faldt i 2004 som følge af overskud på statens budget og udgjorde ved udgangen af 2004 33,8 pct. af BNP. Gælden er i 2004 faldet med 22,1 mia.kr. til 493,6 mia.kr., jf. figur 1.



Anm.: Rentespænd er korrigerede for løbetidsforskelle.
Kilde: Bloomberg.

Det generelt lave renteniveau i 2004 muliggjorde billigere refinansiering af afdrag med forfald i 2004. I gennemsnit lånte staten til en rente på omkring 3 pct. i 2004.

De 2-, 5- og 10-årige rentespænd over for Tyskland er siden sommer 2004 blevet indsnævret, jf. figur 2. Indsnævringen var kraftigst i det 10-årige løbetidssegment, hvor spændet er indsnævret med over 20 basispoint. En årsag er større efterspørgsel efter danske papirer med lang varighed. Forsikrings- og pensionssektorens ejerandel af det 10-årige benchmarkpapir steg igennem 2. halvår 2004.

STRATEGI BASERET PÅ LIKVIDITET OG GENNEMSIGTIGHED

Strategien for statsgældspolitikken fastlægges i overensstemmelse med målsætningen om at dække finansieringsbehovet til lavest mulige, langsigtede låneomkostninger under hensyntagen til et acceptabelt risikoniveau. Strategien udmøntes i mål – strategiske benchmarks – for *likviditet* og *renteeksposering*. Målene for 2005, som er nærmere beskrevet i boks 1, er fastsat på baggrund af følgende rammer og grundprincipper:

Lånebehov

Det indenlandske lånebehov er for 2005 skønnet til 42,3 mia.kr. (valør 4. februar 2005). Det lave lånebehov skyldes en kombination af forventet overskud på statsbudgettet og overførsel af sidste års oversalg af statspapirer på 28,0 mia.kr. Det indenlandske lånebehov vil øges i takt med opkøb i papirer med udløb i efterfølgende år.

STRATEGISKE BENCHMARKS FOR 2005

Boks 1

Renteeksposering:

- Macauley-varighed på 3 år $\pm$ 0,5 år.
- Den daglige styring af varighed tager udgangspunkt i varighed med fast diskonteringsrente og fast indestående på statens konto på 30 mia.kr. Sigtebåndet for denne varighed er 3 år $\pm$ 0,25 år.

Likviditet:

- I det 2-årige løbetidssegment udstedes minimum 20 mia.kr.
- Det endelige udestående i 4 pct. stående lån 2010 opbygges til et minimum på 35 mia.kr.
- Det endelige udestående i 4 pct. stående lån 2015 opbygges til et minimum på 60 mia.kr.
- Nettofinansieringsbidrag på nul fra skatkammerbevisprogrammet.
- Udenlandsk låntagning foretages gennem et 5-årigt eurolån på 1,5-2 mia.euro.

Låntagningsstrategi med fokus på likviditet

Det indenlandske lånebehov finansieres ved udstedelse af fastforrentede stående lån i de 2-, 5- og 10-årige løbetidssegmenter. For at understøtte handel og likviditet på elektroniske handelsplatforme garanteres et udestående på minimum 35 mia.kr. i de 2-årige og 5-årige låneviftepapirer og minimum 60 mia.kr. i det 10-årige låneviftepapir. Der vil som i tidligere år blive købt op i statspapirer før udløb.

Efter en længere årrække med overskud på statsbudgettet og faldende gæld planlægges fremover i højere grad at genbruge eksisterende papirer for fortsat at sikre tilstrækkelig likviditet i de centrale løbetidssegmenter. Strategien er aktuel, da kuponrenterne på nogle af de eksisterende papirer er markedskonforme. Medio 2005 planlægges det 2-årige låneviftepapir, 3 pct. stående lån 2006, afløst af 4 pct. stående lån 2008.

Udestændet i begge 2-årige papirer overstiger allerede det ønskede minimum på 35 mia.kr. Der udstedes minimum 20 mia.kr. i de to papirer tilsammen i 2005. Udstedelsen i det 5-årige og 10-årige låneviftepapir, henholdsvis 4 pct. stående lån 2010 og 4 pct. stående lån 2015, fortsættes i 2005.

Nettofinansieringsbidraget fra skatkammerbevisprogrammet forventes at blive nul.

Strategien for udenlandsk låntagning har siden 2002 været hvert år at udstede et større lån i euro i det 5-årige segment. Likviditeten understøttes gennem en bred investorbase og market making på MTSDk.

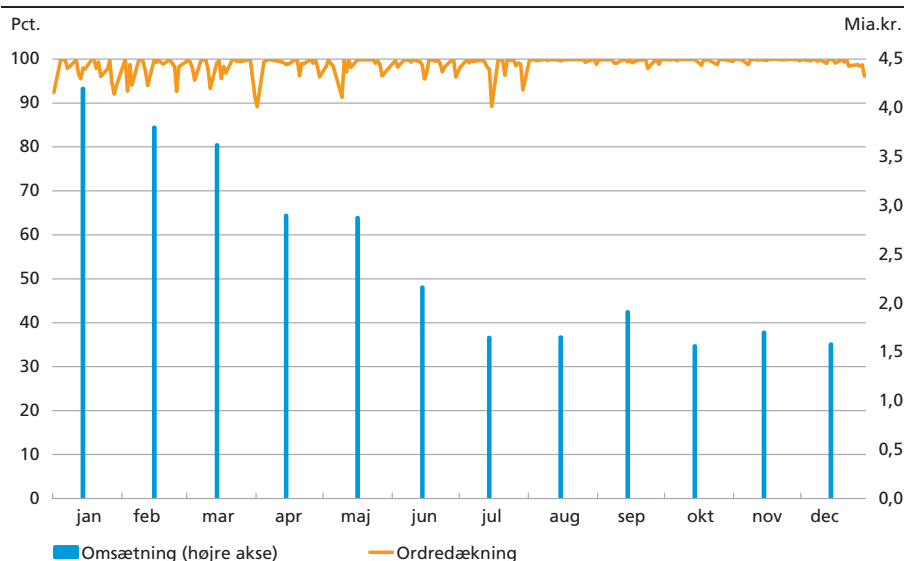
Renterisiko

Renterisikoen styres via et sigtebånd for gældens varighed, som for 2005 uændret er fastsat til $3 \pm 0,5$ år. Varighedsbeslutningen baseres på analyser af trade off'et mellem omkostninger og risiko samt rentefixingen, dvs. det beløb, hvorpå der skal fastsættes rente inden for ét år.

FOKUS PÅ INDRETNING AF STATSPAPIRMARKEDET

Danske statsobligationer udstedes og handles på interdealer-handelsplatformen MTSDk, hvor primary dealere stiller løbende tovejspriser inden for fastlagte maksimale spænd og minimumsbeløb. Primary dealer-kredsen blev pr. 1. januar 2005 udvidet med Dresdner Bank og omfatter nu 14 danske og internationale banker.

Elektronisk handel og market making i engrosmarkedet medvirker til at skabe transparens og likviditet i handlen med danske statsobligationer. Der stilles handlebare priser inden for snævre bud- og udbudsspænd næsten hele handelsdagen, jf. figur 3. I 2004 har den daglige gennemsnitlige omsætning på MTSDk været 2,5 mia.kr.

GENNEMSITLIG DAGLIG OMSÆTNING OG ORDREDÆKNING PÅ MTSDk i 2004 Figur 3

Anm.: Udstedelses- og opkøbstransaktioner på MTSDk indgår ikke i figurens talgrundlag. Ordredækningen omfatter danske statspapirer med en restløbetid på mere end 13 måneder og er udregnet som et simpelt dagligt gennemsnit af de omfattede papirer i tidsrummet 9.00-16.30.

Kilde: MTS Denmark.

Danske statsobligationer handles også på en række internationale elektroniske handelsplatforme for investorer, fx ICAP/BrokerTec, TradeWeb, BondVision og BloombergBondTrader. Her har investorerne løbende mulighed for at handle statsobligationer. Samtidig har investorerne igennem hele handelsdagen adgang til information om, hvilke priser der handles til i markedet. Adgangen til bedre førhandelsinformation har øget gennemsigtigheden i markedet.

Derudover eksisterer der en prisstillerordning for statspapirer på Københavns Fondsbørs.

Afviklingen af handler med danske statspapirer i MTSDk er fra januar 2005 foregået ved hjælp af en facilitet, der understøtter automatiseret afvikling (straight-through-processing, STP) i både Euroclear og Værdipapircentralen (VP). Tidligere var STP-afvikling alene mulig i VP. I løbet af 2005 vil STP-afvikling af MTSDK-handler også kunne foregå i Clearstream. Dermed får primary dealerne større frihed i valget mellem clearingcentraler.

NYT SET-UP FOR UDSTEDELSE AF OG HANDEL MED SKATKAMMER-BEVISER I 2005

Medio 2005 bliver et nyt, mere effektivt auktionssystem for skatkammerbeviser taget i brug, samtidig med at der indføres elektronisk marked

making i skatkammerbeviser på MTSDk. Tiltagene bidrager til øget transparens og udvider deltagerkredsen i skatkammerbevismarkedet.

Det nye auktionssystem, som vil være baseret på MTS-teknologien, har et design, som følger de internationale standarder på området. Det vil være mere effektivt end det nuværende system og vil muliggøre en kortere svartid for offentliggørelse af resultater fra auktioner. I fremtiden vil auktionsresultatet blive offentliggjort højst et kvarter efter deadline for indgivelse af bud.

Hovedprincipper

KAPITEL 1

Hovedprincipper i statsgældsforvaltningen

SAMMENFATNING**1.1**

Statsgældsforvaltningen i Nationalbanken forvalter statsgælden for Finansministeriet. Statsgælden omfatter den indenlandske og udenlandske statsgæld, aktiverne i tre statslige fonde og indeståendet på statens konto i Nationalbanken. Desuden administrerer Statsgældsforvaltningen lånegarantier og genudlån til en række selskaber.

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

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

Strategien for statens låntagning aftales ved kvartalsvise møder mellem Finansministeriet og Statsgældsforvaltningen. Finansministeren har det overordnede ansvar for statens gæld. Statsgældsforvaltningen udarbejder strategioplæg og implementerer strategien.

Udstedelsesstrategien er baseret på opbygning af likvide benchmark-serier i centrale løbetidssegmenter. Renterisikoen styres via et strategisk benchmark for statsgældens varighed, mens valutaeksponeringen på den udenlandske gæld, der er optaget af hensyn til valutareserven, begrænses til euro.

Statsgældsforvaltningens udstedelse og opkøb af danske statsobligationer foregår på den elektroniske handelsplatform, MTS Denmark (MTSDk). En række banker – såkaldte primary dealere – stiller løbende handlebare bud- og udbudspriser, som Statsgældsforvaltningen og bankerne indbyrdes kan handle til.

PORTEFØLJER**1.2**

Statsgælden omfatter den indenlandske og udenlandske gæld samt aktiver i tre statslige fonde og indeståendet på statens konto i Nationalbanken, jf. tabel 1.2.1.

STATSGÆLDEN		Tabel 1.2.1
Mia.kr.	Ultimo 2003	Ultimo 2004
Indenlandsk gæld	611	605
Udenlandsk gæld	84	84
Den Sociale Pensionsfond	-139	-137
Højteknologifonden ¹	•	•
Finansieringsfonden ¹	•	•
Statens konto i Nationalbanken	-40	-58
Statsgæld i alt	516	494
Statsgæld i pct. af BNP	37	34

¹ Der er først overført midler til Højteknologifonden og Finansieringsfonden til øgede uddelinger fra Danmarks Grundforskningsfond (Finansieringsfonden) i 2005.

Den indenlandske gæld er den største portefølje i statsgælden. Den løbende låntagning i kroner finansierer eventuelle statslige nettofinansieringsbehov (budgetunderskud) og afdrag på tidligere udstedte statspapirer.

Langt hovedparten af den udenlandske gæld er optaget af hensyn til valutareserven og eksponeret i euro. Hvert år optages et eurolån for at refinansiere afdrag på den udenlandske gæld. En mindre del af den udenlandske gæld er i US dollar og afspejler udbetaling af genudlån i dollar til Danmarks Skibskreditfond.

Statsgældsforvaltningen forvalter midlerne i tre statslige fonde: Den Sociale Pensionsfond og – fra 2005 – Højteknologifonden og Finansieringsfonden til øgede uddelinger fra Danmarks Grundforskningsfond (Finansieringsfonden). Fondenes kapital indgår som aktiver i statsgældsporteføljen. Med undtagelse af en mindre beholdning realkredit- og indeksobligationer i Den Sociale Pensionsfond er fondenes kapital placeret i danske statsobligationer. Hvert år fastsættes på finansloven de beløb, der skal overføres fra fondene til deres respektive formål.

Staten har likvide midler anbragt på en konto i Nationalbanken, hvorfra statens store betalinger afvikles. Kontoen forrentes med diskontoen. Statens konto i Nationalbanken indgår som en integreret del af styringen af den samlede statsgældsportefølje. Salg og opkøb af statsobligationer foretages under hensyntagen til størrelsen af indeståendet, som kan variere betydeligt over året.

Endelig administrerer Statsgældsforvaltningen genudlånsfaciliteter, hvor primært statsejede selskaber kan optage lån, og stiller på vegne af staten lånegarantier for en række selskaber. Genudlån og lånegarantier understøtter primært finansieringen af statslige infrastrukturprojekter.

ANSVARSFORDELING OG ORGANISERING

1.3

Finansministeren har det overordnede og politiske ansvar for statens låntagning og gæld, herunder relationerne til Folketinget. Selve forvaltningen af statsgælden og relaterede opgaver varetages af Nationalbanken på vegne af Finansministeriet. Lov og aftalegrundlag er beskrevet i boks 1.1.

Strategien for statsgældspolitikken drøftes kvartalsvist ved møder med Finansministeriet på baggrund af skriftlige oplæg fra Statsgældsforvaltningen. Herefter giver Finansministeriet Statsgældsforvaltningen bemyndigelse til at implementere den aftalte strategi. På mødet i december aftales den overordnede strategi for det kommende år. Ved de ef-

LOV- OG AFTALEGRUNDLAG

Boks 1.1

Ifølge grundloven kan statslån optages ifølge lov. Lovgrundlaget for statens låntagning findes i "Lov om bemyndigelse til optagelse af statslån" af 1993¹. Denne lov bemyndiger finansministeren til at optage lån på vegne af staten inden for et maksimum på 950 mia.kr. Dette beløb udgør dermed en øvre grænse for statens samlede indenlandske og udenlandske gæld. I den løbende gældsforvaltning er finansministeren desuden bemyndiget til at indgå swaptaler og andre finansielle transaktioner. Statens udgifter i forbindelse med låntagningen, fx renteudgifter og emissionskurstab (forskellen mellem lånenes nominelle værdi og kursværdi), optages på de årlige finanslove.

Nationalbankens forvaltning af statsgælden for Finansministeriet er fastlagt i "Aftale om arbejdsfordelingen på statsgældsområdet mellem Danmarks Nationalbank og Finansministeriet"² af 1999. I aftalen fastlægges den overordnede opgave-, kompetence- og ansvarsfordeling mellem Nationalbanken og Finansministeriet. Det overordnede princip er, at det endelige ansvar for statsgælden påhviler Finansministeriet, mens Nationalbanken på vegne af Finansministeriet varetager den løbende forvaltning og administration.

Rammerne for forvaltningen af midlerne i Den Sociale Pensionsfond er fastlagt i "Reglement vedrørende bestyrelsen af Den Sociale Pensionsfond"³ af 1999. Lov om Højteknologifonden blev vedtaget i december 2004⁴, hvoraf det fremgår, at Nationalbanken forvalter fondens kapital efter aftale med finansministeren. Finansieringsfonden til øgede uddelinger fra Danmarks Grundforskningsfond har hjemmel i finansloven. Finansministeriet og Nationalbanken har indgået separate aftaler om rammerne for forvaltningen af kapitalen i Højteknologifonden og Finansieringsfonden til øgede uddelinger fra Danmarks Grundforskningsfond.

På vegne af staten stiller Statsgældsforvaltningen garantier for en række selskabers låntagning og yder genudlån. Selskabernes adgang til garantier og genudlån er fastlagt ved lov eller aktstykke. Statsgældsforvaltningens opgaver i forbindelse hermed fastlægges i særskilte aftaler.

¹ Lov nr. 1079 af 22/12/1993 med efterfølgende ændringer. Loven kan findes på www.nationalbanken.dk.

² Aftalen kan findes på www.nationalbanken.dk.

³ Reglementet kan findes på www.nationalbanken.dk.

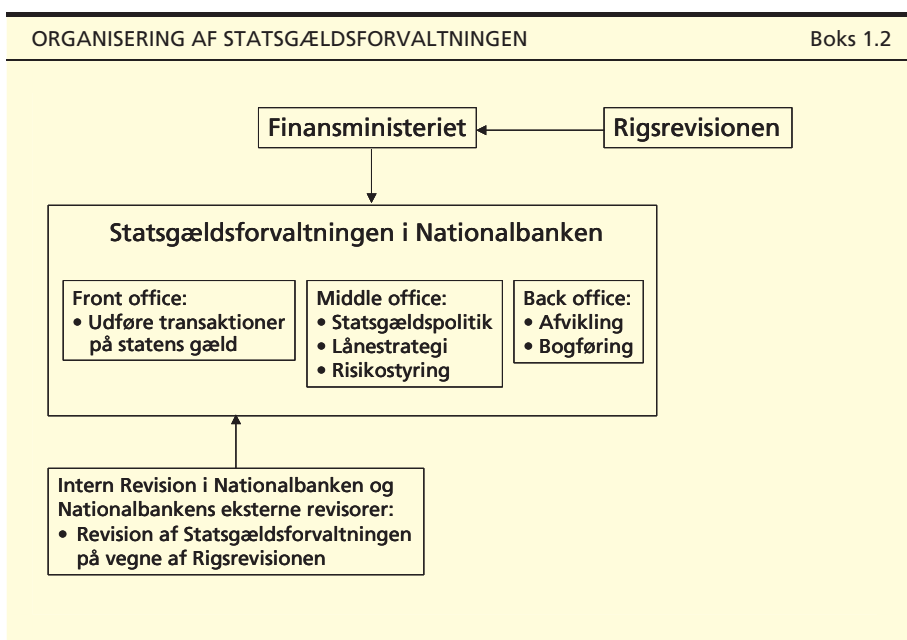
⁴ Lov nr. 1459 af 22/12/2004.

terfølgende kvartalsvise møder aftales eventuelle justeringer og yderligere specifikationer af årets overordnede strategi. Aftalerne følges op med månedlig rapportering til Finansministeriet samt beretning ved hvert kvartalsmøde.

I Nationalbanken forvaltes statsgælden af Statsgældskontoret i Kapitalmarkedsafdelingen, Handelsafdelingen, Regnskabsafdelingen, Statsgældsbogholderiet og Intern Revision. Statsgældsforvaltningen er hermed opdelt i front-, middle- og back office, som varetager hver deres funktioner. Klar funktionsadskillelse og klare forretningsgange mindsker de operationelle risici og understøtter muligheden for intern kontrol. 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. Organiseringen af Statsgældsforvaltningen er opsummeret i boks 1.2.

Statsgældskontoret i Kapitalmarkedsafdelingen er ansvarligt for middle office-funktionerne og formulerer de principielle overvejelser om statsgældspolitik, udarbejder oplæg til lånestrategier, foretager risikostyring m.m. Statsgældskontoret sætter retningslinjer for Handelsafdelingen med hensyn til salg, opkøb, swaptransaktioner mv.

Handelsafdelingen varetager front office-funktionerne og er dermed ansvarlig for den operationelle del af statsgældspolitikken, herunder udstedelse af statspapirer, opkøb, swaptransaktioner mv.



Back office-funktioner, som eksempelvis afvikling og bogføring, varetages af Regnskabsafdelingen og Statsgældsbogholderiet.

Statsgældsforvaltningen bliver revideret af Nationalbankens interne revision og Nationalbankens eksterne revisorer 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.

NORM FOR INDENLANDSK OG UDENLANDSK LÅNTAGNING

1.4

Normen for statens låntagning udgør rammen for 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 af finans- og pengepolitikken.

I henhold til den indenlandske norm dækker den indenlandske låntagning i kroner statens indenlandske bruttofinansieringsbehov, dvs. statens løbende underskud og afdrag på den indenlandske gæld. Der ved påvirker statens betalinger som udgangspunkt ikke den indenlandske likviditet.

Den udenlandske norm indebærer, at det udenlandske lånebehov svarer til afdragene på den udenlandske gæld, som er optaget af hensyn til valutareserven.

Ifølge EU-traktaten må statens konto i Nationalbanken ikke overtrækkes. Statens låntagning tilrettelægges, så der altid er et passende indestående på statens konto til at opfange udsving i statens ind- og udbetalinger. Usikkerhed om indestående på statens konto knytter sig bl.a. til den usikkerhed, der er forbundet med forudsigelse af indbetaling af forskellige former for skatter.

Staten kan endvidere vælge, fx i lyset af markedsforholdene, 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. I tilfælde af at valutareserven enten falder eller stiger mere end ønskeligt, kan der derfor forekomme situationer, hvor afdragene på statens udenlandske lån ikke svarer til den udenlandske låntagning. Hvis valutareserven falder mere end ønskeligt, kan staten optage lån i valuta. Hvis valutareserven vokser mere, end det anses for nødvendigt, kan den udenlandske låntagning reduceres i forhold til, hvad den udenlandske norm umiddelbart tilsiger. Det forudsætter dog, at indestående på statens konto giver mulighed herfor.

Den overordnede målsætning for statsgældspolitikken er at dække statens finansieringsbehov til lavest mulige, langsigtede låneomkostninger under hensyn til et acceptabelt risikoniveau. Herudover sigtes mod at understøtte et velfungerende indenlandsk kapitalmarked og at lette statens adgang til kapitalmarkederne på længere sigt.

For at understøtte åbenhed og troværdighed omkring statsgældspolitikken lægges der vægt på, at de overordnede lånestrategier er konsistente over tid, samt at de er kendte af markedsdeltagerne. Derudover anvendes alene standardiserede og velkendte instrumenter.

Låntagningen baseres på opbygning af likvide benchmarkserier i centrale løbetidssegmenter. Derved opnår staten en likviditetspræmie, som reducerer låneomkostningerne. Desuden sigtes mod en bred investorfordeling for at mindske risikoen for, at svigtende efterspørgsel blandt én type investorer medfører stigende låneomkostninger.

Udstedelsesstrategien, som er rettet mod opbygning af likvide obligationsserier, adskilles via renteswaptransaktioner og opkøb fra styringen af statsgældens renterisiko. Hvert år fastlægges et strategisk benchmark for statsgældens varighed, som udtrykker den valgte afvejning mellem renteomkostninger og -risiko.

Statsgældsforvaltningen evaluerer løbende strategierne for at sikre den bedst mulige opfyldelse af målsætningerne, og at den danske statsgældsforvaltning lever op til *best practice* som formuleret af Verdensbanken i samarbejde med IMF.¹

RISIKOSTYRING

1.6

Opgørelse og styring af statsgældens risici er en vigtig del af Statsgældsforvaltningens arbejde og er centralt i forhold til opfyldelse af målsætningen. Risikostyringen omfatter forskellige former for risici.

Renterisici styres ved at fastlægge et strategisk benchmark for porteføljens varighed, som fungerer som reference i den løbende porteføljestyring. Varigheden er et summarisk mål for trade-off'et mellem renteomkostninger og renterisiko. Varighedsmålet fastlægges på baggrund af en kvantificering af trade-off'et mellem omkostninger og risiko, som beregnes i Statsgældsforvaltningens Cost-at-Risk-model. Varigheden styres ved at indgå renteswaps, som omlægger statens rentebetalinger mellem fast og variabel forrentning. Flere renteswaps fra fast til variabel rente forkorter varigheden og giver normalt lavere gennemsnitlige ren-

¹ *Guidelines for Public Debt Management* kan findes på <http://treasury.worldbank.org>.

teomkostninger. På den anden side stiger statens årlige renteeksponering, fordi der skal fastsættes ny rente på et større beløb.

Valutakursrisici styres ved at begrænse valutaeksponeringen på den del af den udenlandske gæld, der er optaget af hensyn til valutareserven, til euro. Med Danmarks fastkurspolitik over for euro giver dette en lav valutakursrisiko. Desuden er valutareserven overvejende eksponeret i euro. En mindre del af statens udenlandske gæld er i dollar og afspejler udbetaling af genudlån i dollar til Danmarks Skibskreditfond. Staten eksponeres ikke over for udsving i dollarkursen som følge af genudlånsordningen.

Kreditrisici begrænses ved, at staten kun indgår swaps med modparter med høj kreditværdighed (rating), som har indgået aftale om ensidig sikkerhedsstillelse.

Operationelle risici søges minimeret ved en klar adskillelse af de forskellige funktioner i Statsgældsforvaltningen og ved veldefinerede forretningsgange. Endvidere begrænses operationelle risici ved, at Statsgældsforvaltningen udelukkende anvender standardiserede og velkendte finansielle instrumenter.

Juridiske risici minimeres ved at benytte standardiserede kontrakter.

MARKEDER FOR DANSKE STATSPAPIRER

1.7

Statsgældsforvaltningens udstedelse og opkøb af danske statsobligationer foregår på den elektroniske handelsplatform, MTSDk. På MTSDk foretager en række banker – såkaldte primary dealere – market making efter aftale med Statsgældsforvaltningen, dvs. de stiller løbende handlebare bud- og udbudspriser inden for fastlagte spænd og for fastlagte beløb.

Udstedelse af danske statspapirer foregår primært via tapsalg. Ved tapsalg sælger staten løbende over året til de bedste priser i markedet, som primary dealerne stiller.

Skatkammerbeviser udstedes ved månedlige auktioner. I 2005 tages en ny auktionsfacilitet for skatkammerbeviser i brug på MTSDk, og der indføres samtidigt en market maker-ordning i skatkammerbeviser.

Afviklingen af handler med danske statspapirer i MTSDk er fra januar 2005 foregået ved hjælp af en facilitet, der understøtter automatiseret afvikling (straight-through-processing, STP) i både Euroclear og Værdipapircentralen (VP). Tidligere var STP-afvikling mulig alene i VP. I løbet af 2005 vil STP-afvikling af MTSDK-handler også kunne foregå i Clearstream.

Udstedelse af statens eurolån foregår via syndikering, hvor en gruppe banker (syndikatet) udvælges til at formidle låntagningen. Bankerne

markedsfører lånet og indsamler bud fra deres respektive kunder. På baggrund af den samlede mængde bud tildeler Statsgældsforvaltningen den ønskede mængde.

MTSDk fungerer som en interdealer-plattform, hvor banker kan handle indbyrdes med danske statspapirer. Investorer kan handle danske statspapirer på en række andre elektroniske handelsplatforme, fx ICAP/ BrokerTec, TradeWeb, BondVision og Bloomberg BondTrader.

På Københavns Fondsbørs' handelssystem kan medlemmerne af Københavns Fondsbørs' obligationsdelmarked samt mindre og private investorer – via medlemmerne – handle danske statspapirer. Statsgældsforvaltningen har indgået en prisstillerordning med seks banker, som løbende stiller handlebare bud- og udbudspriser på Københavns Fondsbørs.

INFORMATION OM STATSGÆLDEN

1.8

Det er et vigtigt led i statsgældspolitikken at give markedsdeltagere og offentligheden adgang til information om statens lånestrategier, lånebehov mv. samt mere generel information om rammerne for statsgældsforvaltningen. Der offentliggøres løbende en bred vifte af information.

Statsgældsforvaltningen udsender bl.a. meddelelser via Københavns Fondsbørs og DN-Nyheder¹. Løbende meddelelser og generel information kan findes på Nationalbankens websted www.nationalbanken.dk under statsgæld. Ved tilmelding til webstedets nyhedsservice er det muligt automatisk at få tilsendt e-mails om ny information om statens låntagning og gæld. Information om MTSDk og handlen herpå er tilgængelig på webstedet www.mtsdenmark.com.

Hver december og juni udsendes en meddelelse om statsgældspolitikken, hvor statens lånestrategi for det kommende år henholdsvis halvår beskrives.

Forud for åbningen af nye statsobligationer og statsgældsbeviser udsendes information om lånene, herunder kupon, løbetid og åbningsdag. Ligeledes udsendes meddelelser med indkaldelse til skatkammerbevisauktioner og efterfølgende offentliggørelse af auktionsresultater.

2. bankdag i hver måned offentliggøres information om statens indenlandske og udenlandske låntagning og afdrag den seneste måned.

Herudover offentliggøres daglige opgørelser af statens lånebehov, statens salg og opkøb af statspapirer samt månedlige opgørelser af statens valutaswaptransaktioner.

¹ Nationalbankens system for udsendelse af information til tilsluttede nyhedsbureauer.

DSPs nominelle beholdning af statspapirer ultimo måneden offentliggøres 1. bankdag i efterfølgende måned.

Endelig udarbejdes den årlige publikation *Statens låntagning og gæld*. Publikationen beskriver udviklingen det foregående år, beretter om nye tiltag inden for statsgældsforvaltningen og indeholder detaljerede gælds- og transaktionsopgørelser.

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

Beretningskapitler

KAPITEL 2

Strategi og låntagning

SAMMENFATNING**2.1**

Salget af indenlandske statspapirer i 2004 var 92,6 mia.kr. Alle papirer i låneviften blev udskiftet i løbet af året, og statspapirsalget var fordelt med udstedelse af 40 pct. i det 2-årige løbetidssegment, 20 pct. i det 5-årige løbetidssegment og 40 pct. i det 10-årige løbetidssegment. Større indtægter for staten end forventet i slutningen af året medførte et oversalg af statspapirer på 28,0 mia.kr. Der blev i 2004 udstedt et 5-årigt eurolån på 2,1 mia.euro.

I 2005 er statens indenlandske lånebehov skønnet til 42,3 mia.kr. (valør 4. februar 2005). Det lave lånebehov afspejler dels oversalget i 2004, dels et forventet overskud på statens budgetsaldo i 2005.

Låntagningen i 2005 fortsætter i de eksisterende låneviftepapirer i de 2-, 5- og 10-årige løbetidssegmenter. For at understøtte likviditeten og handlen med danske statsobligationer opbygges udeståendet i de 2- og 5-årige låneviftepapirer til minimum 35 mia.kr. og udeståendet i det 10-årige låneviftepapir til minimum 60 mia.kr. Udstedelse i det nuværende 2-årige låneviftepapir ventes afløst af 4 pct. stående lån 2008 medio 2005. Udeståendet i begge 2-årige papirer overstiger allerede det ønskede minimum på 35 mia.kr. I 2005 udstedes der for minimum 20 mia.kr. i det 2-årige løbetidssegment. Der udstedes et 5-årigt eurolån på 1,5-2 mia.euro.

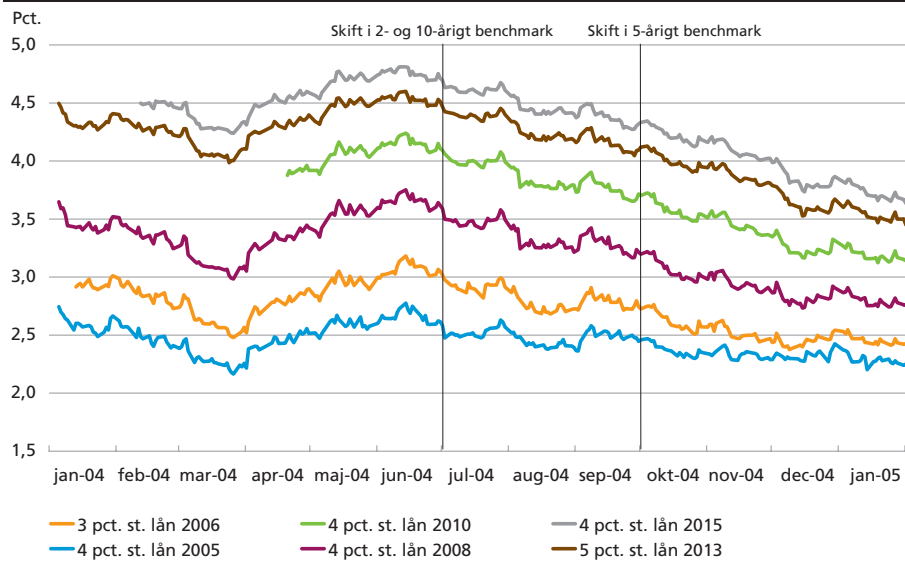
Renterisikoen styres via et bånd for statsgældens varighed, som for 2005 er fastlagt til 3 år $\pm$ 0,5 år.

RENTEUDVIKLING**2.2**

Udviklingen i de danske renter har fulgt udviklingen i eurorenterne tæt. Rentefaldet i 2003 fortsatte i begyndelsen af 2004, men udviklingen vendte i foråret i takt med forventninger om vending i de økonomiske konjunkturer, jf. figur 2.2.1. I 2. halvår bidrog tvivl om styrken af det internationale økonomiske opsving til et fald i de europæiske renter, og i slutningen af 2004 var renterne i Danmark lavere end ved årets begyndelse.

EFFEKTIVE RENTER PÅ STATSPAPIRER I 2004-05

Figur 2.2.1

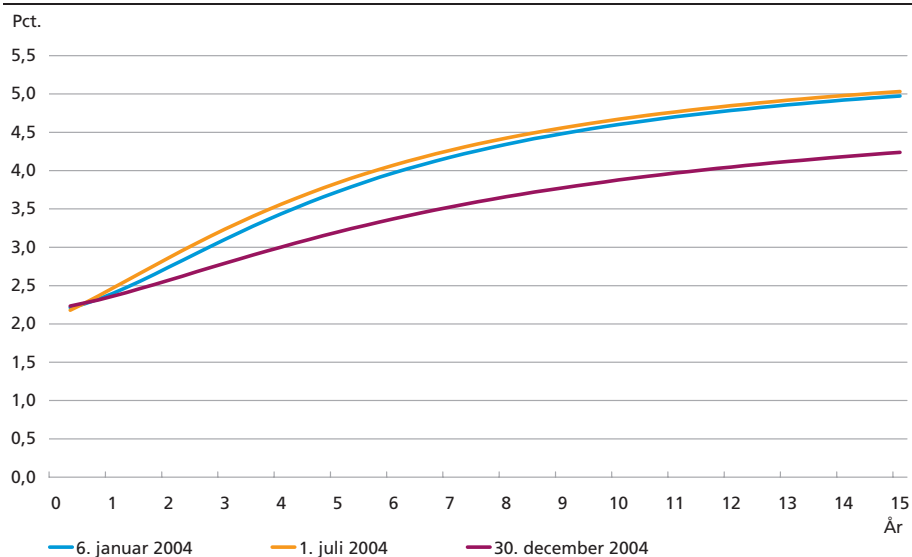


Kilde: Danmarks Nationalbank.

Rentefaldet og den efterfølgende rentestigning i 1. halvår 2004 var jævnt fordelt over rentekurven. Rentekurven i begyndelsen af juli var dermed på niveau med rentekurven primo 2004, jf. figur 2.2.2. I 2. halvår faldt renterne primært i de længere løbetidssegmenter, mens renterne i det helt korte segment forblev stort set uændrede. Dermed blev rentekurven fladere.

DANSK STATSLIG NULKUPONRENTESTRUKTUR

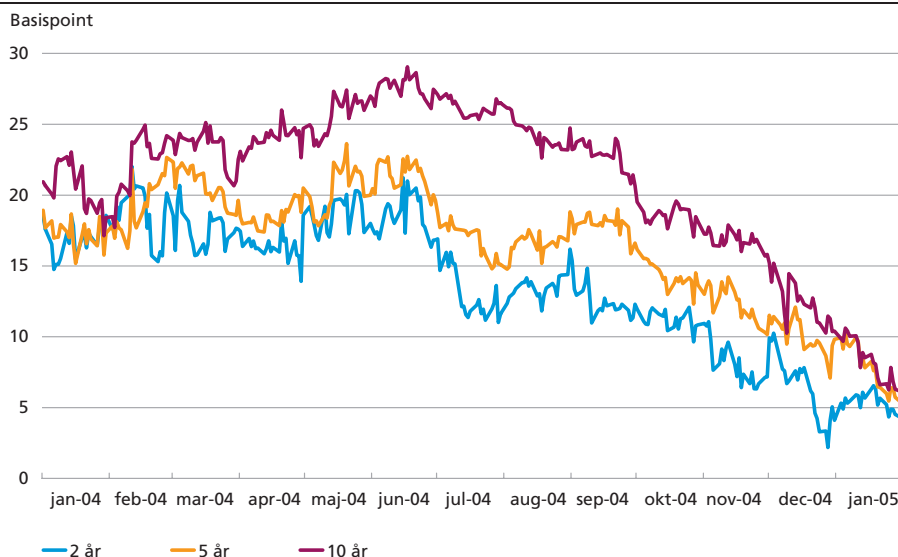
Figur 2.2.2



Kilde: Danmarks Nationalbank.

DANSK RENTESPÆND OVER FOR TYSKLAND FORDELT PÅ LØBETIDER, 2004-05

Figur 2.2.3



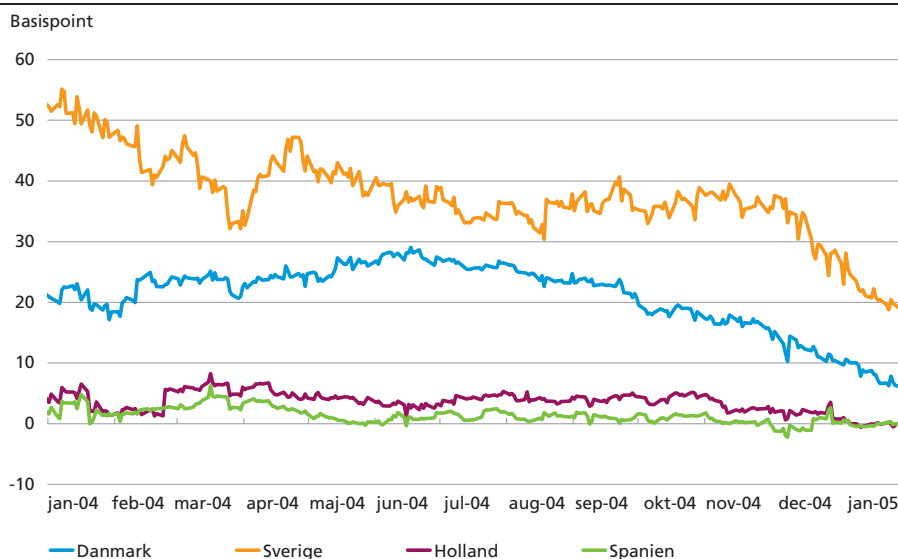
Anm.: Rentespænd er korrigerede for løbetidsforskelle inden for de enkelte segmenter.

Kilde: Bloomberg.

De 2- og 5-årige rentespænd over for Tyskland var stort set uændrede i 1. halvår 2004, jf. figur 2.2.3. I samme periode blev det 10-årige rentespænd udvidet med omtrent 10 basispoint. Herefter blev rentespændene til Tyskland i de tre løbetidssegmenter indsnævret, da styrken af ren-

10-ÅRIGE RENTESPÆND OVER FOR TYSKLAND, 2004-05

Figur 2.2.4

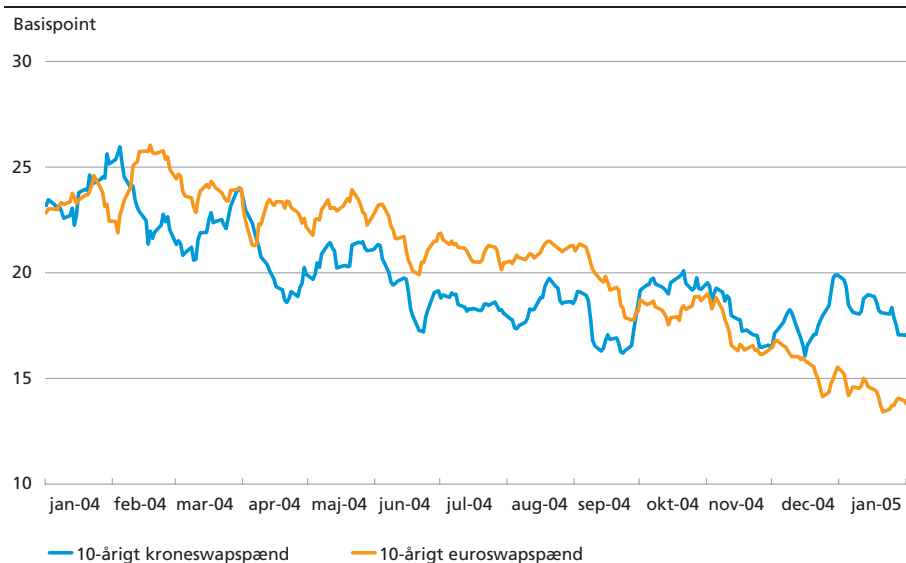


Anm.: Rentespænd er korrigerede for løbetidsforskelle.

Kilde: Bloomberg.

10-ÅRIGE KRONE- OG EUROSWARESPÆND, 2004-05

Figur 2.2.5



Anm.: 5-dages glidende gennemsnit.
Kilde: Bloomberg.

tefaldet var stærkere i Danmark end i Tyskland. Indsnævringen var kraftigst i det 10-årige segment, hvor spændet blev indsnævret med over 20 basispoint. For andre lande i euroområdet var det 10-årige rentespænd mellem 0 og 10 basispoint igennem hele 2004, jf. figur 2.2.4.

Det 10-årige swapspænd, der er forskellen mellem swaprenten og den effektive rente på et statspapir med en tilsvarende løbetid, blev indsnævret i 1. halvår 2004 i både Danmark og euroområdet, jf. figur 2.2.5. Euroswapspændet blev yderligere indsnævret i 2. halvår og var i begyndelsen af 2005 lavere end kroneswapspændet.

STRATEGI OG LÅNEBEHOV I 2004

2.3

Der blev i 2004 solgt indenlandske statspapirer for 92,6 mia.kr., jf. tabel 2.3.1. Statens indenlandske lånebehov var 64,6 mia.kr.¹ Dermed var der et overskydende salg af statspapirer på 28,0 mia.kr., hvilket skyldes større indtægter for staten i slutningen af året end forventet. Det overskydende salg nedbringer lånebehovet i 2005.

Hvert år fastlægges mål – strategiske benchmarks – for renteeksponering og likviditet på baggrund af markedsforhold, lånebehov og en ana-

¹ Opgørelsen af statens lånebehov beskrives nærmere i boks 2.2.

STATENS LÅNEBEHOV I 2004			Tabel 2.3.1
Mia.kr.	Indenlandsk	Udenlandsk	I alt
Nettofinansieringsbehov ¹	-26,7	0,5	-26,2
Afdrag på gæld ²	102,5	16,1	118,5
Betalinger fra staten i valutaswaps	0,5	-	0,5
DSPs nettoobligationskøb	-1,3	•	-1,3
Bruttofinansieringsbehov	75,0	16,6	91,5
Planlagt reduktion af statens konto ³	10,4	0,5	10,9
Betalinger til staten i valutaswaps	-	0,5	0,5
Lånebehov	64,6	15,6	80,2
Salg af statspapirer ⁴	92,6	15,6	108,2

Anm.: Opgørelsen af det indenlandske og udenlandske lånebehov følger opdelingen i boks 2.2.

¹ Baseret på Nationalbankens tal ultimo året. Tallene kan afvige fra regnskabstallene. Det udenlandske nettofinansieringsbehov udgøres alene af genudlån i dollar til Danmarks Skibskreditfond.

² Herunder opkøb i papirer med udløb i efterfølgende år.

³ Det var planlagt at reducere indeståendet på statens konto fra 40,9 mia.kr. ultimo 2003 til 30,0 mia.kr. ultimo 2004. Ultimo 2004 var det faktiske indestående på statens konto 58,0 mia.kr. som følge af større indtægter i slutningen af året end forventet.

⁴ Statsobligationer og nettosalg af skattekammerbeviser. Det udenlandske salg udgøres af et eurolån.

lyse af trade-off'et mellem omkostninger og risiko. De strategiske benchmarks for 2004 er opstillet i boks 2.1. Udviklingen i markedsf forhold og lånebehov i 2004 gav ikke anledning til at fravige de strategiske benchmarks, jf. afsnit 2.4 om låntagning.

STRATEGISKE BENCHMARKS FOR 2004	Boks 2.1
Renteeksponering: • Macauley-varighed på 3 år $\pm$ 0,5 år. • Den daglige styring af varigheden tager udgangspunkt i en varighed beregnet med fast diskonteringsrente og et indestående på statens konto på 30 mia.kr. Sigtebåndet for denne varighed er 3 år $\pm$ 0,25 år.	
Likviditet: • 40 pct. af lånebehovet finansieres i det 10-årige segment. Det endelige udestående i de 10-årige papirer opbygges til et minimum på 60 mia.kr. • 20 pct. af lånebehovet finansieres i det 5-årige segment. Det endelige udestående i de 5-årige papirer opbygges til et minimum på 35 mia.kr. • 40 pct. af lånebehovet finansieres i det 2-årige segment. Det endelige udestående i de 2-årige papirer opbygges til et minimum på 35 mia.kr. • Nettofinansieringsbidrag på nul fra skattekammerbevisprogrammet. • Finansiering af det udenlandske lånebehov via et 5-årigt eurolån.	

Statspapisalget tilrettelægges efter de skøn for statens finanser, der offentliggøres i Finansministeriets budgetoversigter. Det indenlandske lånebehov dækkes ved salg af statsobligationer og nettosalg af skatkammerbeviser. Det udenlandske lånebehov dækkes ved optagelse af lån i euro.

Det indenlandske lånebehov opgøres som:

- Statens DAU-saldo
- + Indenlandske genudlån (netto for indfrielse)
- + Beholdningsbevægelser og periodiseringer
- = *Indenlandsk nettofinansieringsbehov*
- + Afdrag på indenlandsk gæld, herunder opkøb
- + Kronebetalinger fra staten i valutaswaps
- + Den Sociale Pensionsfonds nettoobligationskøb
- + Højteknologifondens nettoobligationskøb¹
- + Finansieringsfondens nettoobligationskøb¹
- = *Indenlandsk bruttofinansieringsbehov*
- Reduktion i indestående på statens konto til finansiering af indenlandsk bruttofinansieringsbehov
- Kronebetalinger til staten i valutaswaps
- = *Indenlandsk lånebehov.*

Det udenlandske lånebehov opgøres som:

- + Udenlandske genudlån (netto for indfrielse)
- = *Udenlandsk nettofinansieringsbehov*
- + Afdrag på udenlandsk gæld, herunder opkøb
- + Valutabetalinger fra staten i valutaswaps
- = *Udenlandsk bruttofinansieringsbehov*
- Reduktion i indestående på statens konto til finansiering af udenlandsk bruttofinansieringsbehov
- Valutabetalinger til staten i valutaswaps
- = *Udenlandsk lånebehov.*

Statens valutaswaps mellem kroner og fremmed valuta ændrer ikke årets samlede lånebehov, men alene fordelingen mellem det indenlandske og udenlandske lånebehov. Ved indgåelse af en valutaswap, hvor staten fx betaler euro og modtager kroner, øger eurobetalingerne fra staten det udenlandske lånebehov, mens kronebetalingerne til staten reducerer det indenlandske lånebehov tilsvarende. I efterfølgende betalingsudvekslinger, hvor staten betaler kroner og modtager euro, vil det indenlandske lånebehov øges, og det udenlandske lånebehov reduceres tilsvarende.

Det udenlandske lånebehov er alene i euro. I forbindelse med statens genudlån i dollar til Danmarks Skibskreditfond (DSF) indgår staten valutaswaps mellem kroner og dollar. Dollarbetalingerne i valutaswappene svarer til dollarbetalingerne i genudlånet. For en detaljeret gennemgang af genudlån til DSF henvises til *Statens låntagning og gæld 2003*, kapitel 10.

¹ Højteknologifonden og Finansieringsfonden til øgede uddelinger fra Danmarks Grundforskningsfond (Finansieringsfonden) er oprettet i 2005, jf. kapitel 4.

LÅNEVIFTEPAPIRER I 2004

Tabel 2.4.1

	Forrige lånevifte- papir	Nyt lånevifte- papir	Åbning af nyt låneviftepapir	Skift af benchmark
2-årige segment	4 pct. st. lån 2005	3 pct. st. lån 2006	13. januar	1. juli
5-årige segment	4 pct. st. lån 2008	4 pct. st. lån 2010	20. april	1. oktober
10-årige segment	5 pct. st. lån 2013	4 pct. st. lån 2015	12. februar	1. juli

LÅNTAGNING I 2004

2.4

Indenlandsk låntagning

I 1. halvår 2004 blev hele låneviften udskiftet, jf. tabel 2.4.1. Den samlede udstedelse i 2004 var fordelt med 40 pct. i det 2-årige, 20 pct. i det 5-årige og 40 pct. i det 10-årige løbetidssegment, jf. tabel 2.4.2. Størstedelen af årets udstedelser blev foretaget i 1. halvår, jf. figur 2.4.1. En hurtig opbygning af nye serier er hensigtsmæssig, da likviditeten i de enkelte papirer typisk forbedres i takt med den udestående mængde. Desuden træder primary dealernes forpligtelse til at stille priser i danske statspapirer i kraft ved et udestående på 5 mia.kr. De nye låneviftepapirer overtog benchmarkstatus omtrent et halvt år efter åbning.

Forsikrings- og pensionssektoren øgede sin ejerandel af det 10-årige benchmarkpapir igennem 2. halvår 2004 for at opnå længere varighed.

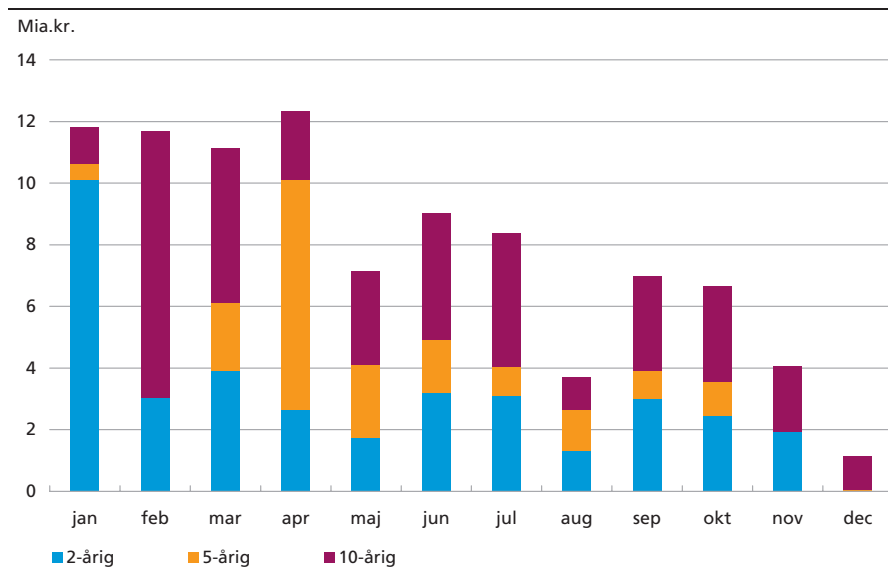
INDENLANDSKE STATSLÅN I 2004

Tabel 2.4.2

Mio.kr.	Emission			Nominelt udestående ultimo 2004
	Nominelt	Kursværdi	Kurstab	
4 pct. stående lån 2015	37.580	36.061	1.519	37.580
5 pct. stående lån 2013	1.380	1.447	-67	79.325
4 pct. stående lån 2010	15.760	15.839	-79	15.760
4 pct. stående lån 2008	2.740	2.833	-93	44.094
3 pct. stående lån 2006	36.540	36.674	-134	36.540
Stående lån i alt	94.000	92.853	1.147	
Skatkammerbevis 2005 IV	11.159	10.904	255	11.159
Skatkammerbevis 2005 III	17.600	17.239	361	17.600
Skatkammerbevis 2005 II	16.988	16.688	300	16.988
Skatkammerbevis 2005 I	22.855	22.481	374	22.855
Skatkammerbevis 2004 IV	10.726	10.584	142	
Skatkammerbevis 2004 III	5.733	5.675	58	
Skatkammerbevis 2004 II	2.538	2.521	17	
Skatkammerbeviser i alt	87.599	86.094	1.505	
Indfrielse	86.344	86.344		
Skatkammerbeviser, netto	1.255	-250	1.505	
Statspapirsalg i alt	95.255	92.603	2.652	

UDSTEDELSER AF STATSPAPIRER I 2004 FORDELT PÅ LØBETIDSSEGMENTER

Figur 2.4.1



Det medvirkede til at reducere det 10-årige rentespænd over for Tyskland. Samtidig reducerede udlandet sin ejerandel i det 10-årige segment.

I 2004 blev der solgt skatkammerbeviser for 86,1 mia.kr. til kursværdi, jf. tabel 2.4.2. Der blev indfriet skatkammerbeviser for 86,3 mia.kr. Nettofinansieringsbidraget fra skatkammerbevisprogrammet var dermed stort set nul. Budmængde og acceptprocenter ved de afholdte skatkammerbevisauktioner i 2004 fremgår af figur 2.4.2. For året som helhed var budmængde og acceptprocenter på niveau med 2003. De tre største markedsdeltagere ved skatkammerbevisauktionerne aftog gennemsnitligt 80 pct. af den tildelte mængde svarende til niveauet i 2003.

Udenlandsk låntagning

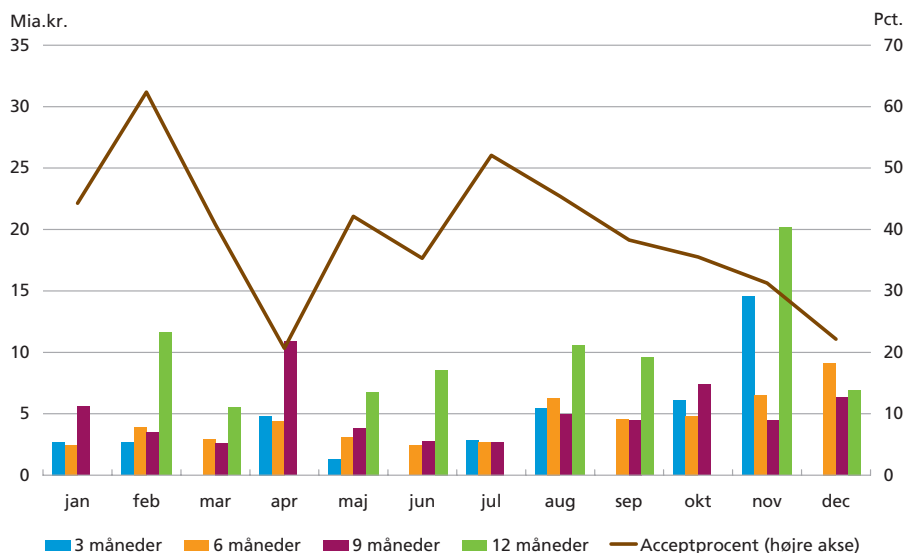
Staten udstedte i 2004 et eurolån på 2,1 mia.euro (15,6 mia.kr.) til kursværdi med udløb i oktober 2009, jf. boks 2.3. Udstedelsen blev gennemført som et syndikeret eurolån, hvor en kreds af banker formidlede lånet til investorerne.

Lånet blev lanceret i et forholdsvis roligt marked i en uge uden konkurrerende udstedelser i det 5-årige løbetidssegment. Da opbygningen af ordrebogen forløb over et døgn, fik investorer i alle tidszoner mulighed for at lægge ordrer ind. Ordrebogen blev opbygget forholdsvis jævnt over perioden, og der blev indsamlet bud for 3,7 mia.euro.

Buddene var karakteriseret ved en diversificeret fordeling på investortyper, der primært omfattede kapitalforvaltere, banker, centralbanker samt forsikringsselskaber og pensionskasser. Ordrene fordelte sig på

BUDMÆNGDER OG ACCEPTPROCENTER VED SKATKAMMERBEVIS-AUKTIONER I 2004

Figur 2.4.2



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.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

omkring 125 forskellige investorer, og der blev opnået en bred geografisk fordeling med bl.a. stor afsætning i Asien, jf. figur 2.4.3.

Lånet blev prisfastsat til den initialt udmeldte pris svarende til den tyske 5-årige benchmarkobligation plus 15 basispoint. Niveauet svarede til en rente på omkring 3 basispoint over eurobenchmarkkurven, hvilket

5-ÅRIGT EUROLÅN I 2004

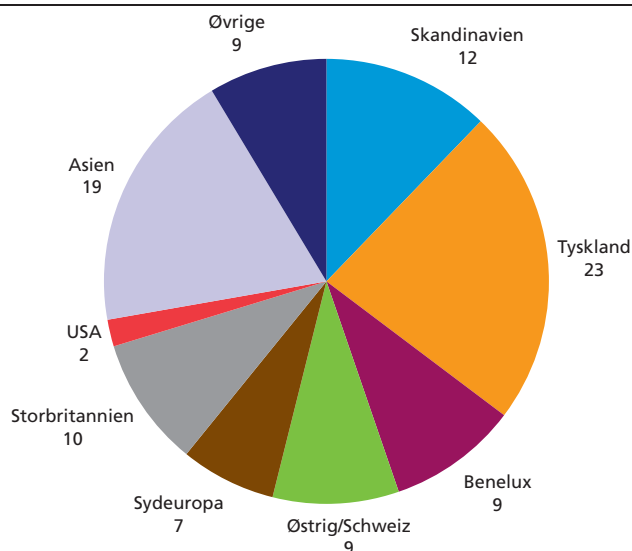
Boks 2.3

Karakteristika for Kingdom of Denmark, Eurolån 3,125 pct. 2009:

- Udstedelsesdato: 23. marts 2004
- Udløbsdato: 15. oktober 2009
- Størrelse: 2,1 mia.euro (15,6 mia.kr.)
- Modtagne bud: 3,7 mia.euro
- Rating: AAA/Aaa
- Fee: 0,10 pct.
- Lovvalg og jurisdiktion: Dansk
- Notering: Københavns Fondsbørs
- Registrering: Værdipapircentralen
- Lead manager: ABN Amro, Barclays og Nordea
- Senior co-lead manager: Danske Bank
- Co-lead manager: CSFB, Deutsche Bank, Dresdner Bank, JP Morgan og Morgan Stanley.

TILDELING AF EUROLÅN, GEOGRAFISK FORDELING, PCT.

Figur 2.4.3

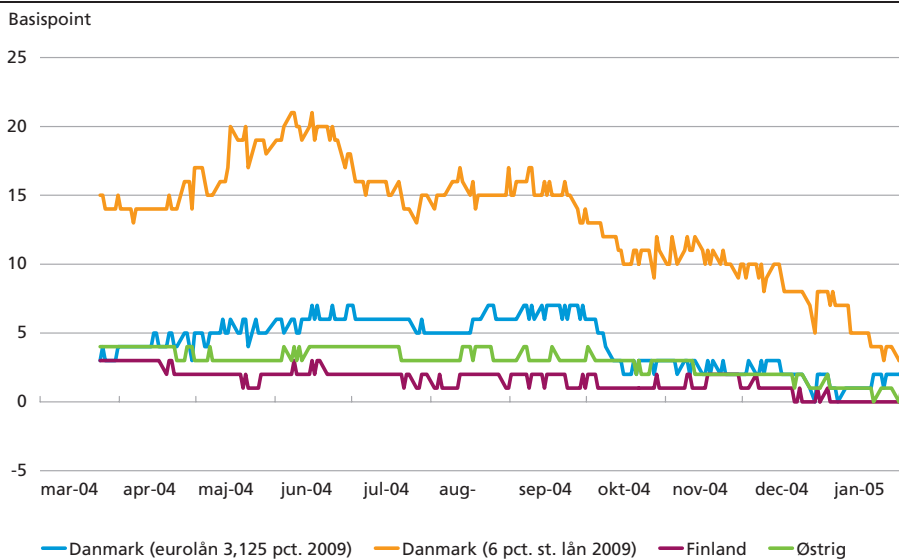


Kilde: Danmarks Nationalbank.

var på niveau med andre højtratede europæiske udstedelser, jf. figur 2.4.4. Spændet blev udvidet i løbet af sommeren 2004, men i slutningen af året blev eurolånet igen handlet omkring 3 basispoint fra eurobenchmarkkurven.

RENTESPÆND TIL EUROBENCHMARKKURVEN, 2004-05

Figur 2.4.4

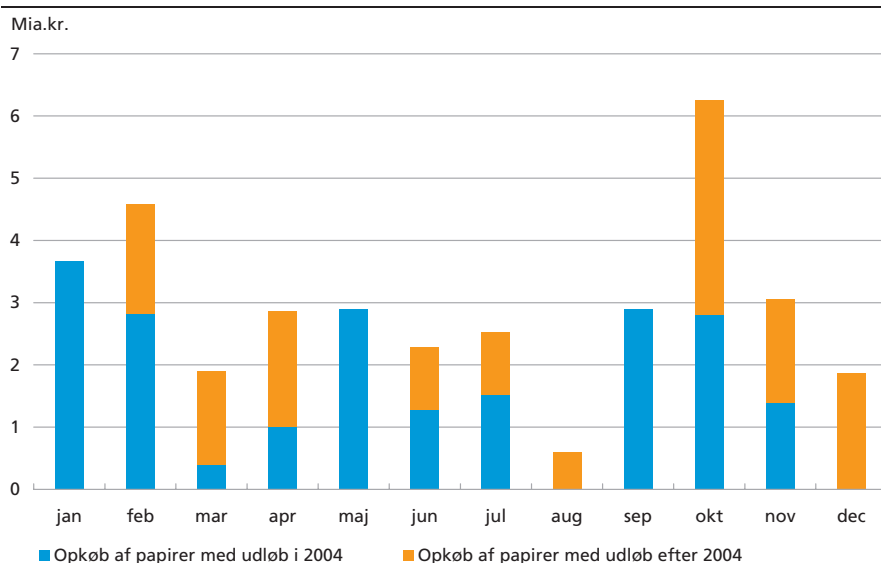


Anm.: Rentespænd er korrigerede for løbetidsforskelle.

Kilde: Bloomberg.

STATENS OPKØB AF STATSPAPIRER I 2004

Figur 2.4.5



Opkøb

Staten køber op i statspapirer før udløb. Opkøb af papirer med forfald inden for året påvirker ikke årets lånebehov, men anvendes til at udjævne indeståendet på statens konto i løbet af året. Opkøb af statspapirer med forfald i efterfølgende år anvendes til renterisikostyring, udjævning af statens afdragsprofil og til at opretholde en likvid lånevirke, jf. kapitel 6. Staten køber kun op, hvis det er fordelagtigt ud fra en samlet statsgældspolitisk betragtning. Opkøbte obligationer annulleres normalt umiddelbart efter opkøb. I 2004 blev størstedelen af opkøb i papirer med forfald efter 2004 foretaget i 2. halvår, jf. figur 2.4.5.

Hovedparten af opkøb i papirer med udløb efter 2004 blev foretaget i 8 pct. stående lån 2006, jf. tabel 2.4.3. Opkøb i dette papir fremrykker

OPKØB AF INDENLANDSKE STATSPAPIRER I 2004

Tabel 2.4.3

Mio.kr.	Opkøb		Nominelt udestående ultimo 2004
	Nominelt	Kursværdi	
4 pct. stående lån 2004	12.778	12.884	
7 pct. stående lån 2004	7.900	8.073	
Opkøb med udløb i 2004, i alt	20.678	20.957	
5 pct. stående lån 2005	3.760	3.849	53.571
8 pct. stående lån 2006	10.440	11.368	46.896
6 pct. stående lån 2009	500	553	66.146
3,5 pct. dansk statslån, uamortisabelt	4	3	41
Opkøb med udløb efter 2004, i alt	14.704	15.774	
Opkøb i alt	35.382	36.731	

STATENS OPKØB, 2000-04, KURSVÆRDI				Tabel 2.4.4	
Mia.kr.	2000	2001	2002	2003	2004
Udløb inden for året	31,5	19,5	11,4	14,7	21,0
Udløb i efterfølgende år	17,8	20,1	27,5	26,4	15,8
Opkøb i alt	49,3	39,7	38,9	41,1	36,7

en del af det indenlandske lånebehov fra 2006, hvor der forfalder forholdsvis store afdrag på statsgælden. Omfanget af opkøb i 2004 af papirer med udløb i efterfølgende år var mindre end i de foregående år, jf. tabel 2.4.4. Ud over statens opkøb købte Den Sociale Pensionsfond (DSP) statspapirer til sin egenbeholdning, jf. kapitel 4.

Renteswaps

Renteswaps anvendes til at styre renterisikoen på statsgælden. Derved kan udstedelsespolitikken, som primært rettes mod opbygning af likvide obligationsserier, adskilles fra styringen af renterisikoen. Swapomfanget fastlægges i overensstemmelse med sigtebåndet for varigheden og statens udstedelser. Renterisikoen øges fx ved indgåelse af renteswaps, hvor der betales variabel rente og modtages fast rente. Eksempelvis vil udstedelse i længere løbetidssegmenter kræve større brug af denne type renteswaps for at holde statsgældens varighed uændret.

Staten kan indgå renteswaps på krone- og euromarkedene. I 2004 indgik staten alene renteswaps i kroner for 16,1 mia.kr., jf. tabel 2.4.5. Transaktionerne var fordelt på 15 forskellige swapmodparter. Renteswaps indgået i 2004 bidrog isoleret set til en reduktion af varigheden på 0,2 år.

Værdipapirudlån

Statens værdipapirudlånsordning bidrager til at understøtte likviditeten i danske statspapirer. Ordningen sikrer, at primary dealerne kan låne danske statspapirer i tilfælde af knaphed i markedet. Det understøtter

STATENS TRANSAKTIONER I RENTESWAPS, 2004				Tabel 2.4.5	
Mia.kr.	5-årige	7-årige	10-årige	I alt	
1. kvartal	0	0	0,5	0,5	
2. kvartal	1,7	0	1,4	3,1	
3. kvartal	3,2	0	3,2	6,4	
4. kvartal	0	2,7	3,4	6,1	
Renteswaps i alt	4,9	2,7	8,5	16,1	

Anm.: Tabellen angiver størrelsen af referencehovedstolene for de indgåede renteswaps.

UDLÅN I STATENS VÆRDIPAPIRUDLÅNSORDNING I 2004

Tabel 2.4.6

Mia.kr.

Skatkammerbevis 2005 II	0,1
3 pct. stående lån 2006	17,6
4 pct. stående lån 2008	1,8
4 pct. stående lån 2010	4,2
5 pct. stående lån 2013	0,4
4 pct. stående lån 2015	12,9
Udlån i alt	36,9

primary dealernes forpligtelse til løbende at stille handlebare bud- og udbudspriser i danske statspapirer.

Primary dealerne har adgang til at benytte statens og DSPs værdipapirudlånsordninger. Værdipapirer i udlånsordningerne kan lånes i 1-5 arbejdsdage. Statens udlånsordning omfatter lånevifte- og benchmark-papirer. Værdipapirudlån i andre statspapirer kan ske via DSPs værdipapirudlånsordning, jf. kapitel 4. For skatkammerbeviser har alle modparter ved skatkammerbevisauktionerne adgang til udlånsordningen.

I 2004 var omfanget af udlån i statens værdipapirudlånsordning 36,9 mia.kr., jf. tabel 2.4.6. Det var betydeligt mere end i 2003, hvilket bl.a. skyldes, at der var knaphed i det private marked for værdipapirudlån mellem jul og nytår. I den uge blev knap 50 pct. af årets genudlån gennemført. Vilkår for statens værdipapirudlånsordning findes i bilagsdelen bagerst i publikationen.

STATENS KONTO

2.5

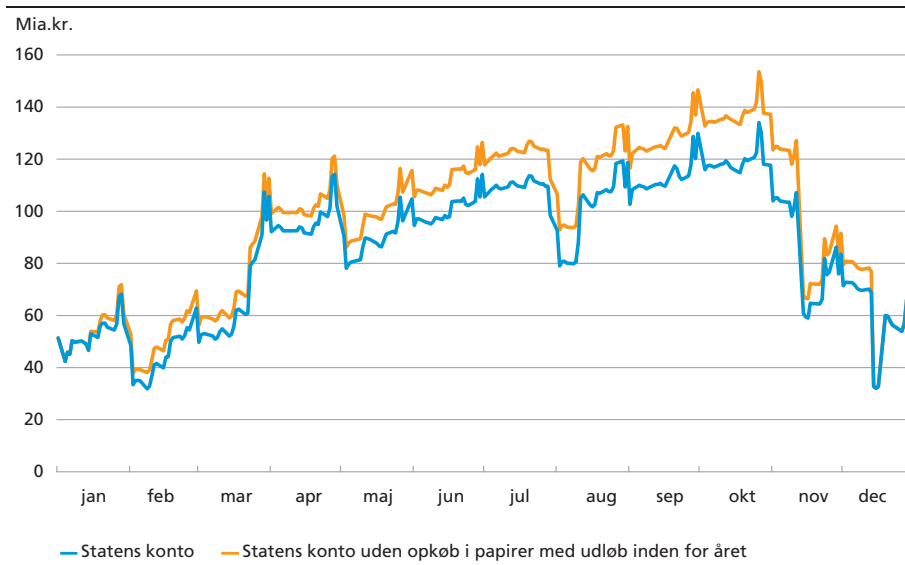
Staten har en konto i Nationalbanken. På kontoen anbringes statens likvide beholdninger, og statens store betalinger afvikles herfra. Indskud på statens konto i Nationalbanken forrentes med diskontoen.

Der er normalt tidsforskydninger mellem statens løbende ind- og udbetalinger samt lånoptagelse til dækning af statens lånebehov. Det betyder, at saldoen på statens konto varierer gennem året, jf. figur 2.5.1. Opkøb i papirer med udløb inden for året bidrager til at udjævne indeståendet på statens konto.

EU-traktaten forbyder overtræk af statens konto i Nationalbanken. Statens låntagning og opkøb tilrettelægges, så der altid er et tilstrækkeligt indestående på statens konto. Ved udsigten til et midlertidigt lavt indestående kan staten optage helt korte lån på de internationale pengemarkeder i form af Commercial Paper (CP'er). CP'er er kortfristede papirer, som hurtigt kan udstedes gennem banker, med hvilke der er etableret et CP-låneprogram.

INDESTÅENDE PÅ STATENS KONTO I 2004

Figur 2.5.1



Staten har to CP-låneprogrammer vendt mod henholdsvis euromarkedet og det amerikanske marked. Det er muligt at udstede i flere valutaer via det europæiske låneprogram, mens udstedelser via det amerikanske program alene kan foretages i dollar. Det maksimale udestående for hvert af programmerne er 6 mia.dollar. CP-udstedelser i andre valutaer end euro kombineres med valutaterminsforretninger, så sluteksponeringen bliver i euro. Idet staten veksler udenlandsk valuta til kroner i Nationalbanken, kan CP'er yderligere benyttes til hurtigt at øge valutareserven.

STRATEGI OG LÅNEBEHOV I 2005

2.6

Det indenlandske bruttofinansierungsbehov i 2005 er skønnet til 74,2 mia.kr., jf. tabel 2.6.1. Overførsel af statens oversalg af statspapirer i 2004 til 2005 nedbringer lånebehovet med 28,0 mia.kr. Finansierungsbidraget fra valutaswaps forventes at udgøre 6,5 mia.kr. Der er i 2005 til og med valør 4. februar 2005 købt op for 2,6 mia.kr. til kursværdi i papirer med udløb efter 2005. Det indenlandske lånebehov i 2005, der dækkes ved udstedelse af indenlandske statspapirer, bliver dermed 42,3 mia.kr. I takt med yderligere opkøb i papirer med udløb i efterfølgende år vil det indenlandske lånebehov blive øget.

De senere års budgetoverskud har reduceret statens behov for salg af indenlandske statspapirer. Statsgældsforvaltningen vil i lyset heraf i højere grad genbruge tidligere låneviftepapirer for fortsat at sikre likvide statspapirer i de 2-, 5- og 10-årige løbetidssegmenter. Genbrug af stats-

STATENS INDENLANDSKE LÅNEBEHOV I 2005

Tabel 2.6.1

Mia.kr.

Indenlandsk nettofinansieringsbehov, jf. <i>Budgetoversigt 3</i> , 2004	-20,9
Afdrag på den indenlandske gæld ¹	89,1
Kronebetalinger fra staten i valutaswaps ²	2,3
DSPs nettoobligationskøb	-0,3
Højteknologifondens nettoobligationskøb	3,0
Finansieringsfondens nettoobligationskøb	1,0
Indenlandsk bruttofinansieringsbehov	74,2
Kronebetalinger til staten i valutaswaps ³	6,5
Overførsel af oversalg fra 2004	28,0
Opkøb af statspapirer i 2005 med udløb i efterfølgende år, kursværdi ⁴	2,6
Indenlandsk lånebehov	42,3

¹ Inkl. yderligere opkøb i 2005-papirer i 2004 i forhold til *Budgetoversigt 3*.² Nettogenudlån i dollar til Danmarks Skibskreditfond.³ Heraf 0,1 mia.kr. som følge af afdrag i dollar fra genudlån til Danmarks Skibskreditfond.⁴ Til og med valør 4. februar 2005.

papirer planlægges anvendt i det omfang, papirerne har markedskonforme kuponrenter.

Der udstedes fortsat i de nuværende låneviftepapirer i 2005. Udstedelse i det nuværende 2-årige låneviftepapir ophører mod slutningen af 1. halvår 2005. Det forventes at blive afløst af 4 pct. stående lån 2008. For at understøtte likviditeten og handel på elektroniske handelsplatforme er det hensigten at opbygge udeståendet i de 2- og 5-årige låneviftepapirer til minimum 35 mia.kr. og udeståendet i det 10-årige låneviftepapir til minimum 60 mia.kr. Udestående i det 2-årige låneviftepapir samt 4 pct. stående lån 2008 overstiger allerede 35 mia.kr. Det er planen at udstede for minimum 20 mia.kr. i det 2-årige løbetidssegment i 2005, jf. boks 2.4. Nettofinansieringsbidraget fra skatkammerbevisprogrammet forventes at være nul i 2005.

Strategien for den udenlandske låntagning har siden 2002 været at udstede et større eurolån i det 5-årige løbetidssegment hvert år. Med en udenlandsk gæld på 84 mia.kr. vil lånestrategien indebære gennemsnitlige årlige afdrag på omkring 17 mia.kr.

I de kommende år er afdragsprofilen på den udenlandske gæld ikke jævn, jf. figur 2.6.1. Som instrument til at udjævne den udenlandske afdragsprofil anvendes valutaswaps. I 2005 indgås valutaswaps fra euro til kroner for op til 6,4 mia.kr. afhængigt af den endelige udstedelsesstørrelse for eurolånet, jf. tabel 2.6.2. Valutaswaps fra euro til kroner øger det udenlandske lånebehov, i det år swappen indgås, jf. boks 2.2. I det år swappen udløber, reduceres de udenlandske afdrag. Den udenlandske låntagning i 2005 foretages gennem et 5-årigt syndi-

Renteeksponering:

- Macauley-varighed på 3 år $\pm$ 0,5 år.
- Den daglige styring af varigheden tager udgangspunkt i en varighed beregnet med fast diskonteringsrente og et indestående på statens konto på 30 mia.kr. Sigtebåndet for denne varighed er 3 år $\pm$ 0,25 år.

Likviditet:

- I det 2-årige løbetidssegment udstedes minimum 20 mia.kr.
- Det endelige udestående i 4 pct. stående lån 2010 opbygges til et minimum på 35 mia.kr.
- Det endelige udestående i 4 pct. stående lån 2015 opbygges til et minimum på 60 mia.kr.
- Nettofinansieringsbidrag på nul fra skatkammerbevisprogrammet.
- Udenlandsk låntagning foretages gennem et 5-årigt eurolån på 1,5-2 mia.euro.

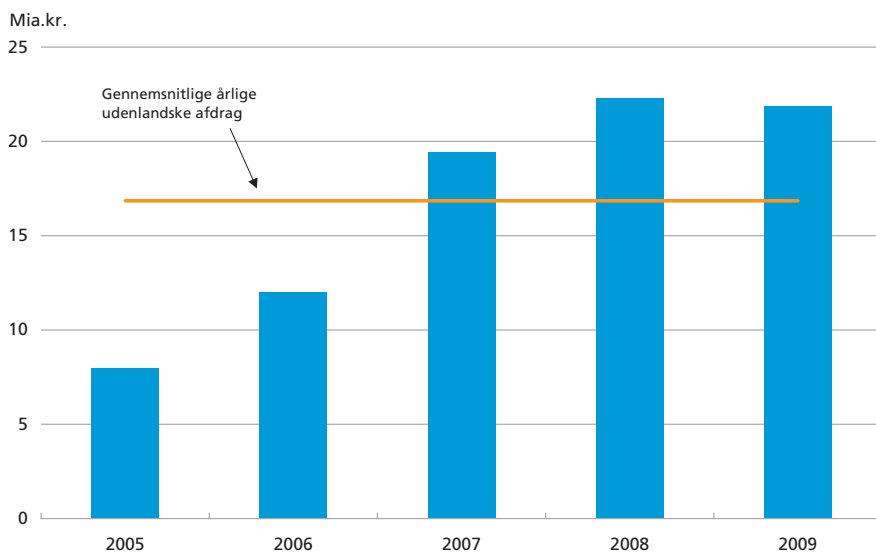
keret eurolån på 1,5-2 mia.euro. Udstedelsen planlægges at finde sted i 1. halvår 2005.

I 2005 styres gældsporteføljens renterisiko fortsat ved et bånd for varigheden. I den daglige forvaltning benyttes et sigtebånd på 3 år $\pm$ 0,25 år for varigheden beregnet med fast rente og et indestående på statens konto på 30 mia.kr., jf. kapitel 6.

I 2005 kan staten købe op i alle statspapirer, der ikke indgår i låneviften eller har benchmarkstatus, bortset fra 4 pct. stående lån 2008 og

AFDRAGSPROFIL FOR UDENLANDSK STATSGÆLD, ULTIMO 2004

Figur 2.6.1



STATENS UDENLANDSKE LÅNEBEHOV I 2005		Tabel 2.6.2
Mia.kr.		
Udenlandsk nettofinansieringsbehov, jf. <i>Budgetoversigt 3, 2004</i> ¹		2,3
Afdrag på udenlandsk gæld ²		8,5
Valutabetalinger fra staten i valutaswaps ³		6,5
Udenlandsk bruttofinansieringsbehov		17,2
Valutabetalinger til staten i valutaswaps ⁴		2,3
Udenlandsk lånebehov		14,9

¹ Nettogenudlån i dollar til Danmarks Skibskreditfond.

² Inkl. opkøb i papirer med udløb i efterfølgende år.

³ Heraf 0,1 mia.kr. som følge af afdrag i dollar fra genudlån til Danmarks Skibskreditfond.

⁴ Relaterer sig til genudlån i dollar til Danmarks Skibskreditfond.

7 pct. stående lån 2024. DSP har relativt store beholdninger af statspapirer med udløb i 2006 og 2007, og en del af statens opkøb planlægges foretaget herfra. Statens opkøb i markedet forventes at være på niveau med tidligere år. Opkøbsviften pr. januar 2005 fremgår af meddelelsen fra december 2004 om strategien for statsgældspolitikken i 2005. Meddelelsen er genoptrykt i bilagsdelen bagerst i publikationen.

KAPITEL 3

Markedsindretning for handel med danske statspapirer

SAMMENFATNING**3.1**

Danske statsobligationer handles på en række elektroniske handelsplatforme, hvor banker stiller handlebare bud- og udbudspriser. Elektroniske platforme kombineret med prisstillerordninger bidrager til transparens, likviditet og en effektiv prisdannelse. Indretningen af det danske statsobligationsmarked er vigtig for Statsgældsforvaltningens brug af tapsalg, hvor obligationer udstedes direkte i det sekundære marked til gældende markedspriser.¹

Statsgældsforvaltningen har en primary dealer-ordning med 14 banker. Ordningen har fungeret siden november 2003 og indebærer, at danske statsobligationer udstedes til primary dealere, der forpligter sig til løbende at stille handlebare bud- og udbudspriser inden for fastlagte spænd og for fastlagte beløb.²

Udstedelsen af statsobligationer og primary dealernes løbende prisstillelse foregår efter aftale med primary dealerne på den elektroniske interdealer-handelsplatform, MTS Denmark (MTSDk). Forskellige tiltag understøtter handlen i danske statsobligationer på MTSDk. Fx medfører den løbende prisstillelse, at der i stort set hele platformens åbningstid kan indgås handler til gældende markedspriser. Derudover sikrer automatiseret (straight-through-processing) afvikling af MTSDk-handler i såvel Euroclear som Værdipapircentralen (og senere også i Clearstream) et lavt niveau for operationelle risici og handelsomkostninger relateret til afvikling.

Medio 2005 bliver et nyt tidssvarende auktionssystem taget i brug til udstedelse af skatkammerbeviser, samtidig med at der indføres elektronisk market making i skatkammerbeviser på MTSDk. Tiltagene vil bidrage til transparens og udvide deltagerkredsen i skatkammerbevismarkedet.

¹ I kapitel 8 redegøres for udstedelsen af danske statsobligationer.

² For en detaljeret beskrivelse af indførelsen af primary dealer-ordningen for danske statsobligationer henvises til *Statens låntagning og gæld*, 2003, kapitel 9. For en beskrivelse af markedsimplikationerne af indførelsen af primary dealer-ordningen henvises til Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2004, Likviditet og gennemsigthed i det danske statsobligationsmarked.

PRIMARY DEALER-ORDNINGEN FOR DANSKE STATSOBLIGATIONER 3.2

Kredsen af primary dealere blev pr. 1. januar 2005 udvidet med Dresdner Bank og omfatter dermed 14 danske og internationale primary dealere. Primary dealer-status tildeles på baggrund af forventninger om, at de pågældende banker kan indgå i et længerevarende samarbejde om at handle og udbrede danske statsobligationer til en bredere investorkreds.

Primary dealernes centrale forpligtelse er løbende at stille bud- og udbudspriser i statens stående lån med en restløbetid over 13 måneder inden for fastlagte spænd og for fastlagte beløb (market making). Den væsentligste rettighed er retten til at aftage statsobligationer ved udstedelse og være modpart til Statsgældsforvaltningens opkøbstransaktioner. I boks 3.1 er primary dealernes rettigheder og forpligtelser nærmere beskrevet.

Primary dealernes market making tilvejebringer førhandelsinformation om de gældende markedspriser på danske statsobligationer i interdealer-markedet. Tidligere var det i højere grad nødvendigt at vurdere prisniveauet på basis af efterhandelsinformation. Boks 3.2 indeholder en beskrivelse af før- og efterhandelsinformation.

For andre aktører er førhandelsinformationen fra MTSDk tilgængelig i realtid mod betaling via internationale nyhedsbureauer.¹ Gennemsigtheden i engrosmarkedet bidrager til, at handel i danske statsobligationer på andre handelsplatforme og via telefonmarkedet understøttes.

MTS Denmark

MTS Denmark (MTSDk) er en interdealer-handelsplatform, hvor primary dealerne foretager market making og handler med danske statsobligationer. Andre banker har også mulighed for at blive tilknyttet platformen og handle statsobligationerne. Herudover er MTSDk det markedssegment, hvor Statsgældsforvaltningen efter aftale med primary dealerne udsteder og opkøber statsobligationer. I boks 3.3 er MTSDks deltagerkreds og selskabsstruktur beskrevet.

Handel på MTSDk understøttes af primary dealernes market making-forpligtelse, der sikrer, at det i langt størstedelen af handelsdagen er muligt at indgå handel med danske statsobligationer til gældende markedspriser.

¹ Førhandelsinformationen er tilgængelig uden betaling med 15 minutters forsinkelse på MTSDks websted, www.mtsdenmark.com.

PRIMARY DEALERES RETTIGHEDER OG FORPLIGTELSESR

Boks 3.1

Statsgældsforvaltningen har indgået kontrakt med 14 primary dealere: ABN Amro, Barclays, Danske Bank, Deutsche Bank, Dresdner Bank, Fionia Bank, HSH Nordbank, JP Morgan, Morgan Stanley, Nordea, Nykredit, Skandinaviska Enskilda Banken, Svenska Handelsbanken og Sydbank. Primary dealer-kontrakten kan findes på Nationalbankens websted (se www.nationalbanken.dk, Statsgæld, Indenlandsk låntagning og Udstedelse af og handel med statspapirer).

Primary dealer-ordningen er forbundet med en række rettigheder og forpligtelser, der overordnet svarer til tilsvarende ordninger i andre EU-lande. Primary dealernes væsentligste rettigheder omfatter retten til:

- at bære titlen "Primary dealer i danske statsobligationer"
- at være modpart i Statsgældsforvaltningens udstedelses- og opkøbstransaktioner
- at benytte statens og Den Sociale Pensionsfonds værdipapirudlånsordninger.

Primary dealernes væsentligste forpligtelser omfatter:

- at stille priser minimum fem timer dagligt i statens stående lån denomineret i kroner med en restløbetid over 13 måneder inden for fastlagte spænd og for fastlagte beløb, jf. nedenstående tabel
- at være aktive modparter til Statsgældsforvaltningens aktiviteter
- at arbejde for at udbrede kendskabet til danske statsobligationer
- at understøtte et velfungerende marked for danske statsobligationer.

MARKET MAKING-FORPLIGTELSESR I FORSKELLIGE LØBETIDSSEGMENTER

	Benchmark- og låneviftepapirer			Andre statsobligationer ²		
	2-årigt	5-årigt	10-årigt	2-årigt	5-årigt	10-årigt
Maksimalt spænd, ticks ¹	3	5	7	5	8	10
Minimum beløb, mio.kr.	80	40	40	60	20	20

Anm.: Alle primary dealere skal foretage market making i statens benchmark- og låneviftepapirer. Market making i de resterende statsobligationer går på skift mellem primary dealerne, så der altid er minimum fem market makere i papirerne omfattet af primary dealer-ordningen. I praksis foretager de fleste primary dealere market making i alle statsobligationerne omfattet af primary dealer-ordningen.

¹ Hundredele kurspoint.

² For market making i 7 pct. stående lån 2024 er det maksimale spænd 20 ticks og minimumsbeløbet 10 mio.kr.

Yderligere sker afviklingen af handler udført på MTSDk via en automatiseret afviklingsfacilitet, som sikrer et lavt niveau for operationelle risici og handelsomkostninger relateret til afvikling. Afviklingsfaciliteten på MTSDk er baseret på central clearinginstruktion og straight-through-processing (STP). Dette er ensbetydende med, at handelssystemet ved indgåelse af en handel automatisk afsender meddelelser til den/de relevante clearingcentral/-er. Fra begyndelsen af 2005 har deltagerne på MTSDk kunnet vælge Euroclear eller Værdipapircentralen (VP) som clearingcentral, hvor automatisk afvikling tidligere alene foregik i VP. Sene- re i 2005 vil det også blive muligt at vælge Clearstream som clearingcen- tral.

Ved *førhandelsinformation* forstås markedsinformation, der er tilgængelig op til det tidspunkt, hvor en handel indgås. Der er typisk tale om information om priser og ordrestørrelser, der kan købes og sælges til i markedet. Førhandelsinformation giver markedsdeltagerne mulighed for løbende at observere udviklingen i markedet og for at foretage konkrete transaktioner til på forhånd kendte priser og mængder.

Med *efterhandelsinformation* menes markedsinformation, der er tilgængelig efter handelstidspunktet. Det kan være information om enkelthandler eller aggregeret information om hver handlers eller et markeds samlede aktivitet i en given periode. Information om enkelthandler kan bl.a. omfatte pris, mængde, tidspunkt for handlers indgåelse samt identifikation af køber og sælger.

¹ For en nærmere beskrivelse af gennemsigtighed på kapitalmarkeder henvises til Danmarks Nationalbank, *Kvar-
talsoversigt*, 4. kvartal 2004, Gennemsigtighed på kapitalmarkeder.

De banker, der benytter Euroclear eller Clearstream som depotinstitution, kan med de nye muligheder for valg af clearingcentral tilslutte sig MTSDK uden at skulle foretage ændringer i deres interne afviklingsprocedurer. Tidligere måtte disse banker melde sig som deltagere på VP – enten direkte eller via en af de banker, som i forvejen var på VP – og løbende overføre værdipapirer fra deres konti i Euroclear eller Clearstream til konti i VP for at sikre afvikling af handler på MTSDK.

Skatkammerbevisprogrammet

Skatkammerbevismarkedet er på flere punkter indrettet anderledes end markedet for statsobligationer. Fx sker udstedelse af skatkammerbeviser alene ved månedlige auktioner.

Statsgældsforvaltningen vil i 2005 gennemføre en række tiltag på det primære og sekundære marked for skatkammerbeviser med det formål at styrke transparensen, likviditeten og prisdannelsen på skatkammerbevismarkedet samt udvide deltagerkredsen.

På det primære marked vil en ny tidssvarende auktionsfacilitet, der er en integreret del af den elektroniske handelsplatform på MTSDK, blive taget i brug. Den potentielle deltagerkreds ved skatkammerbevisauktionerne vil med den nye auktionsfacilitet blive væsentligt bredere end i dag, hvor auktionerne er domineret af et lille antal banker. På skatkammerbevisauktionerne i 2004 aftog de tre største markedsdeltagere 80 pct. af den udstedte mængde.

Den nye auktionsfacilitet medfører også, at det tidsmæssige forløb af en auktion kan reduceres fra de nuværende 30 minutter til højst 15 minutter. Herved formindskes den markedsrisiko, som byderne på auktionen er udsat for i tidsrummet fra indgivelsen af bud, og indtil resultatet af auktionen offentliggøres.

Deltagerkreds

MTSDk er en interdealer-platform, hvor primært primary dealerne handler med danske statsobligationer. MTSDk er endvidere det markedssegment, hvor Statsgældsforvaltningen foretager udstedelses- og opkøbstransaktioner samt køb af statsobligationer på vegne af tre statslige fonde (Den Sociale Pensionsfond, Højteknologifonden og Finansieringsfonden til øgede uddelinger fra Danmarks Grundforskningsfond).

Der er introduceret en række ordninger, som tilskynder andre banker til også at blive tilknyttet MTSDk, med henblik på at understøtte likviditeten i danske statsobligationer. En bank kan blive tilknyttet platformen som *market taker*. En *market taker* kan handle på priser stillet af primary dealere, men har ikke selv mulighed for at stille priser. Merrill Lynch Bank er *market taker* på MTSDk.

Pure domestic players er *market takers*, der gratis kan tilknyttes MTSDk. For at en bank kan blive tilknyttet MTSDk som en *pure domestic player*, må banken være *market maker* i maksimalt ét af de øvrige europæiske MTS-segmenter for handel med statsobligationer. Der er p.t. ingen *pure domestic players* på MTSDk.

På MTSDk er der yderligere etableret en *single market specialist*-ordning. En *single market specialist* kan blive tilknyttet særlige undersegmenter på MTSDk som *market maker*. I 2004 blev der oprettet et undersegment på MTSDk, hvor statens to eurolån med udløb i 2008 og 2009 handles. Hovedparten af primary dealerne og en enkelt *single market specialist* i eurolån (Merrill Lynch Bank) fungerer som *market maker* i papirerne. I 2005 etableres en *single market specialist*-ordning i skatkammerbeviser for at supplere primary dealernes aktivitet, jf. afsnittet om skatkammerbevisprogrammet.

Selskabsstruktur

MTSDk er et markedssegment på MTSAM, der er et belgisk registreret selskab. Markedsindretningen af MTSDk forvaltes separat fra MTSAM af en primary dealer komite med deltagelse af den danske statsgældsforvaltning, primary dealerne, MTSAM og MTS S.p.A. Sidstnævnte er det selskab, der ejer rettighederne til den benyttede elektroniske handelsplatform, Telematico. De fleste statsgældsforvaltninger i EU benytter sig af Telematico-platformen i forbindelse med etablerede elektroniske *market maker*-ordninger.

På det sekundære marked etableres en elektronisk *market maker*-ordning i skatkammerbeviser. Ordningen indebærer, at skatkammerbeviserne udstedes til ordningens deltagere, der forpligter sig til løbende at stille handlebare bud- og udbudspriser i skatkammerbeviser inden for fastlagte spænd og for fastlagte beløb.

Udstedelsen af skatkammerbeviser og *market makers* løbende prisstillelse vil foregå på MTSDk, hvor der oprettes et særligt undersegment for udstedelse og handel med skatkammerbeviser. *Market maker*-ordningen i skatkammerbeviser er åben for primary dealerne i statsobligationer og for *single market specialists* i skatkammerbeviser.

En market maker-ordning i skatkammerbeviser vil bidrage til et mere gennemsigtigt marked for handel med skatkammerbeviser. En række banker har i dag en interdealer-prisstillersordning i skatkammerbeviser, men ordningen er ikke forbundet med løbende prisstillelse. I stedet er der tale om en "quote-on-request"-ordning, hvor der kun stilles bindende priser, hvis en deltager beder en eller flere prisstillere om en pris. Denne pris bliver alene oplyst til deltageren, der har rettet henvendelsen.

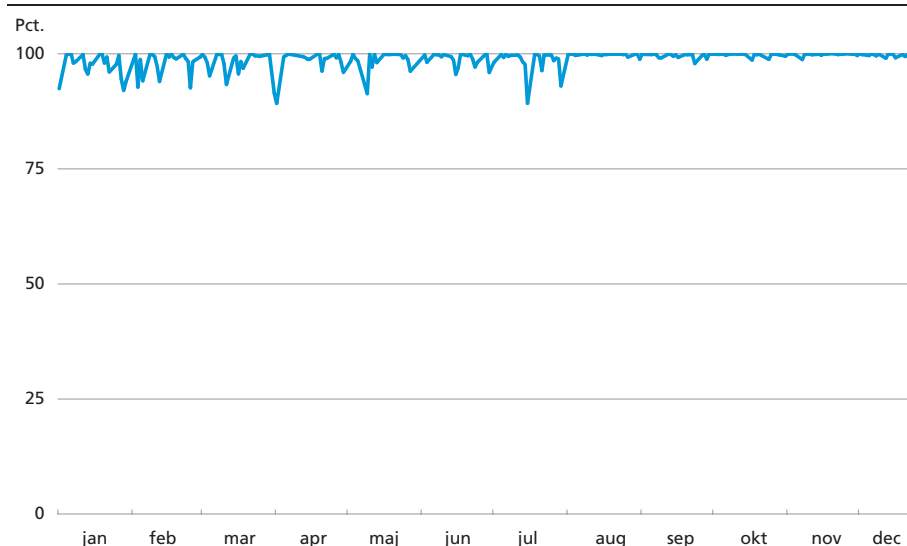
Prisstillelse og handel på MTSDk i 2004

Statsgældsforvaltningen evaluerer primary dealerne på baggrund af en generel vurdering af primary dealernes overholdelse af deres forpligtelser og arbejde i bredere forstand for at sikre et velfungerende statsobligationsmarked. I evalueringen anvendes ikke snævre aritmetiske kriterier med henblik på rangordning af primary dealerne. Brug af snævre kriterier ville kunne give primary dealerne forkerte incitamenter, fx til at arrangere salg og tilbagekøb af papirer alene med det formål at øge omsætningen.

Primary dealernes centrale forpligtelse vedrører løbende prisstillelse inden for fastlagte spænd og for fastlagte beløb. Ordredækningen – dvs. det tidsrum, hvor der er priser i systemet – har igennem 2004 været tilfredsstillende, jf. figur 3.2.1. Det er i langt størstedelen af åbnings-

ORDREDÆKNING I DANSKE STATSOBLIGATIONER PÅ MTSDk I 2004

Figur 3.2.1

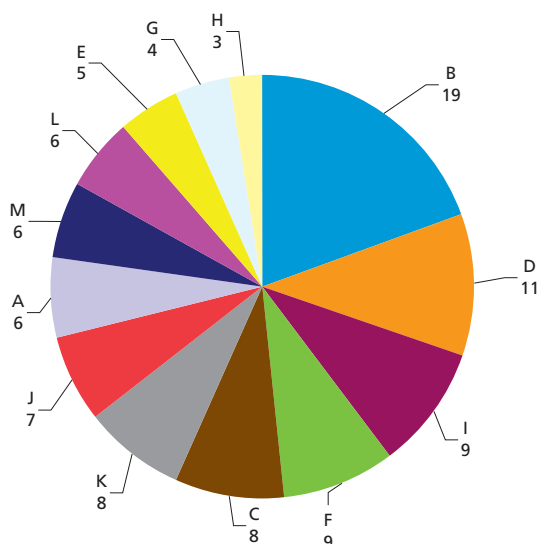


Anm.: Den samlede ordredækning er beregnet som et simpelt gennemsnit af alle papirer omfattet af primary dealerordningen. En ordredækning på 100 pct. er ensbetydende med, at der i *hele* tidsrummet 9.00-16.30 er bud- og udbudspriser, som overholder kriterierne vedrørende spænd og beløb, i *alle* papirer omfattet af ordningen.

Kilde: MTS Danmark.

PRIMARY DEALERES ANDEL AF OMSÆTNINGEN I DANSKE STATS-
OBLIGATIONER PÅ MTSDk I 2004, PCT.

Figur 3.2.2



Anm.: Primary dealerne er anonymiseret. Primary dealers omsætning af statens eurolån på MTSDk samt udstedelses- og opkøbstransaktioner på MTSDk indgår ikke i figurens talgrundlag.
Kilde: MTS Denmark.

tiden muligt at handle danske statsobligationer på MTSDk til gældende markedspriser.

Primary dealerne andel af omsætningen på MTSDk giver en indikation af graden af koncentration på engrosmarkedet for danske statsobligationer. De seks største markedsdeltagere stod for 65 pct. af den samlede omsætning på MTSDk i 2004, jf. figur 3.2.2.

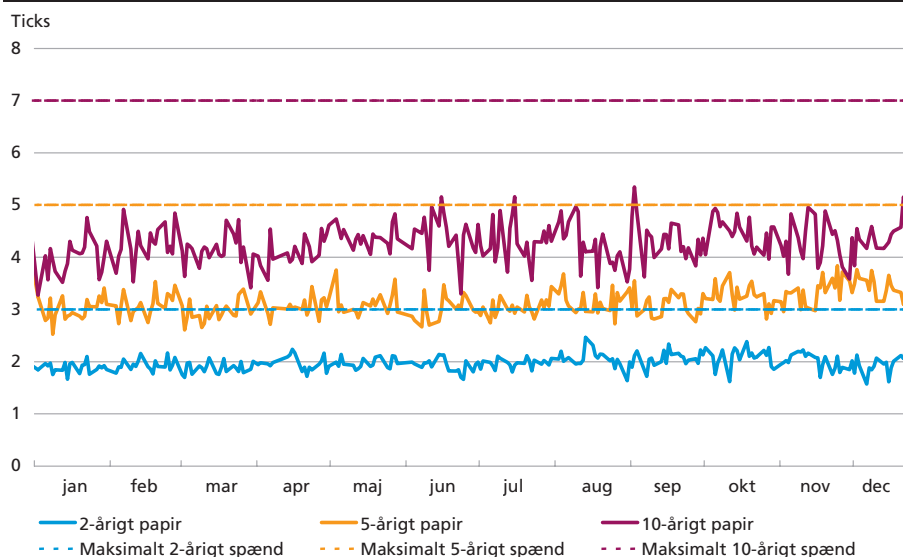
Udstedelsen af statsobligationer til primary dealerne fordeler sig på stort set tilsvarende vis. I 2004 aftog de seks største markedsdeltagere omkring 70 pct. af emissionen af statsobligationer. I forhold til situationen før etableringen af primary dealer-ordningen er der tale om et mindre koncentreret statsobligationsmarked. I 2001 aftog de seks største markedsdeltagere omkring 95 pct. af emissionen af statsobligationer.

Spændet mellem bedste bud- og udbudspris afspejler omkostningen ved at købe et værdipapir og samtidig sælge det. Jo mindre spænd, jo mindre vil omkostningen være, og des mere effektiv er prisdannelsen. Især likvide markeder er kendetegnet ved relativt små spænd.

Primary dealerne er forpligtet til at stille bud- og udbudspriser med et maksimalt spænd i benchmarkpapirer på 3, 5 og 7 ticks i henholdsvis det 2-, 5- og 10-årige løbetidssegment. Det maksimale spænd er stigende med løbetiden som følge af den større markedsrisiko forbundet med papirer med længere løbetid.

SPÆND MELLEM BEDSTE BUD- OG UDBUDSPRIS I BENCHMARKPAPIRER PÅ MTSDK I 2004

Figur 3.2.3



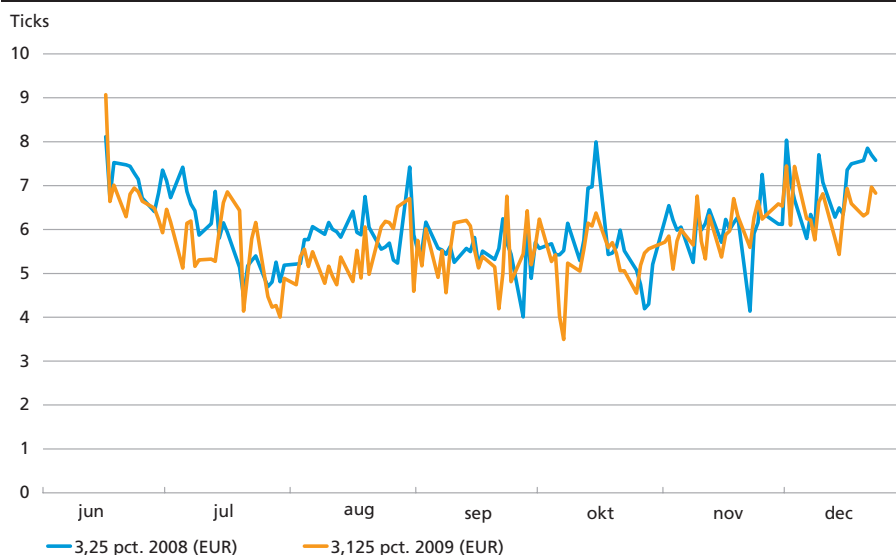
Anm.: Spændet er beregnet som et tidsvægtet gennemsnit mellem bedste bud- og udbudspris. 4 pct. 2005 og 5 pct. 2013 er henholdsvis 2-årigt og 10-årigt papir benchmarkpapir indtil 30. juni. Fra 1. juli er 3 pct. 2006 og 4 pct. 2015 henholdsvis 2- og 10-årigt benchmarkpapir. 4 pct. 2008 er 5-årigt benchmarkpapir indtil 30. september. Fra 1. oktober er 4 pct. 2010 5-årigt benchmarkpapir.

Kilde: MTS Denmark.

Spændet i benchmarkpapirerne på MTSDk har igennem hele 2004 været på omkring 2, 3 og godt 4 ticks i de respektive løbetidssegmenter, dvs. mindre end primary dealernes forpligtelse, jf. figur 3.2.3. En årsag til dette er modsatrettede handelsinteresser i markedet kombineret med konkurrence mellem primary dealere. Således vil en primary dealer, der ønsker at købe (sælge) en statsobligation, hæve budprisen (sænke udbudsprisen) for at få den bedste budpris (udbudspris) i markedet og derved øge mulighederne for, at en handel indgås. Dette er ensbetydende med, at spændet mellem den bedste bud- og udbudspris indsnævres.

Statens to eurolån er handlet på MTSDk siden juni 2004. En kreds af market makere bestående af hovedparten af primary dealerne og en single market specialist i eurolån har forpligtet sig til løbende at stille bud- og udbudspriser med et maksimalt spænd på 10 ticks. Set over hele perioden med market making har kursforskellen gennemsnitligt ligget på omkring 6 ticks, jf. figur 3.2.4.

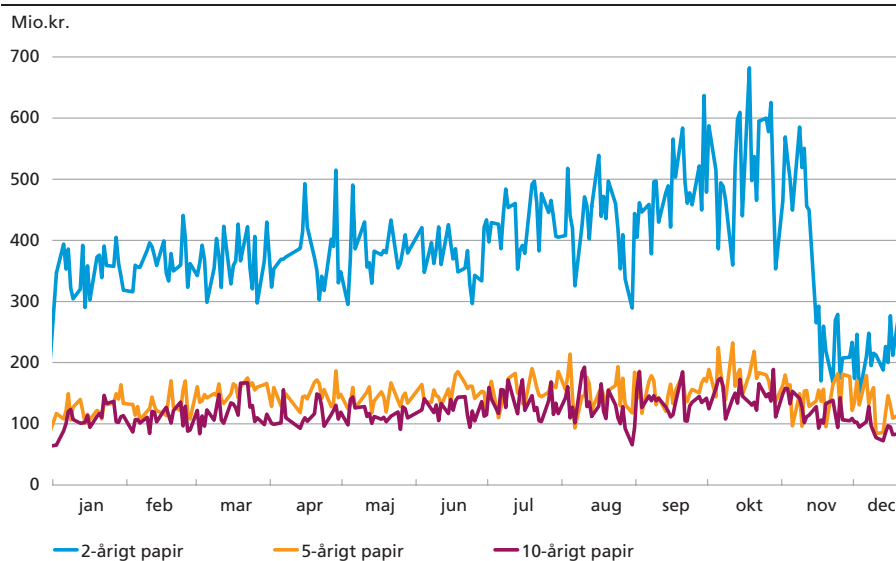
Dybden i markedet giver, ligesom spændet, en indikation af markedets likviditet. Dybden beregnes her som det tidsvægtede gennemsnit af den mængde obligationer, der er indlagt på den bedste bud- og udbudspris.

SPÆND MELLEM BEDSTE BUD- OG UDBUDSPRIS I EUROLÅN PÅ MTSDk I 2004 Figur 3.2.4

Anm.: Spændet er beregnet som et tidsvægtet gennemsnit mellem bedste bud- og udbudspris.
Kilde: MTS Denmark.

DYBDE PÅ BEDSTE PRISER I BENCHMARKPAPIRER PÅ MTSDk I 2004

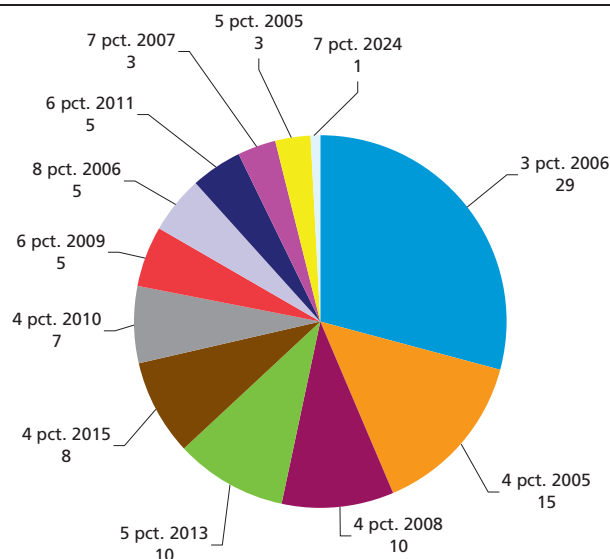
Figur 3.2.5



Anm.: Dybden er udregnet som et tidsvægtet gennemsnit af handlebare mængder på bedste bud- og udbudspris.
Benchmarkpapirerne igennem 2004 fremgår af anmærkningerne til figur 3.2.3.
Kilde: MTS Denmark.

STATSOBLIGATIONERNES OMSÆTNINGSANDELE PÅ MTSDK I 2004, PCT.

Figur 3.2.6



Anm.: Omsætningsandelene vedrører statsobligationerne omfattet af primary dealer-ordningen. Udstedelses- og opkøbstransaktioner på MTSDK indgår ikke i figurens talgrundlag.

Kilde: MTS Denmark.

Hver primary dealer er forpligtet til at stille en budpris, såvel som en udbudspris, i benchmarkpapirerne for minimum 80 mio.kr., 40 mio.kr. og 40 mio.kr. i henholdsvis det 2-, 5- og 10-årige løbetidssegment. Der skal stilles op for et større beløb i det korte løbetidssegment som følge af den mindre markedsrisiko forbundet hermed.

Den mindre markedsrisiko i kortere løbetidssegmenter kan være forklaringen på, at dybden i det 2-årige benchmarkpapir igennem det meste af 2004 har ligget på et relativt højt niveau, jf. figur 3.2.5. En anden årsag kan være, at der i 2004 – i lyset af det lave renteniveau og forventninger om rentestigninger – har været særlig interesse for at handle papirer med kortere løbetid. Godt halvdelen af omsætningen på MTSDK i 2004 har været i papirer med udløb i 2005 eller 2006, jf. figur 3.2.6, selv om udeståendet i disse papirer ved årets udgang blot udgjorde knap en tredjedel af det samlede udestående i statens stående lån.

PRISSTILLERORDNINGEN PÅ KØBENHAVNS FONDSBØRS

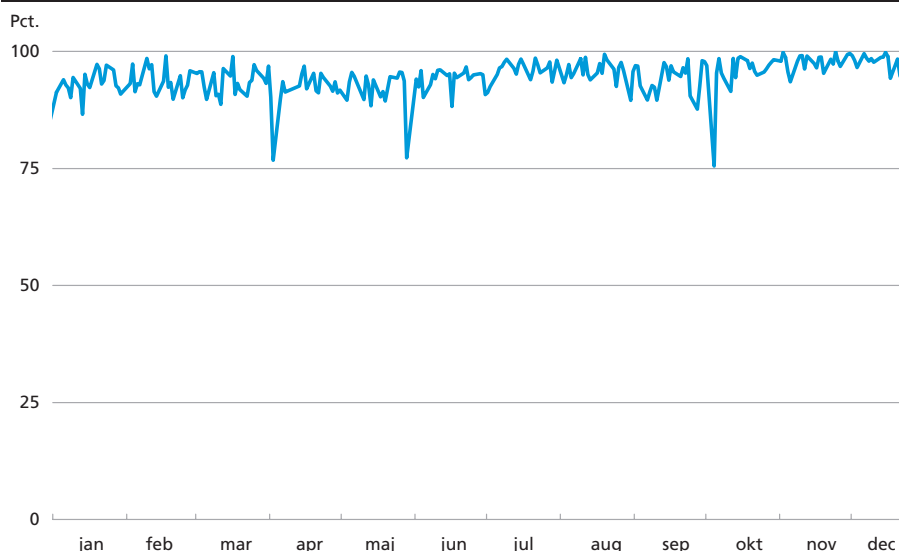
3.3

Statsgældsforvaltningen har en prisstillerordning med seks banker (marked makers), der forpligter sig til løbende at stille priser i danske statsobligationer på Københavns Fondsbørs.¹ Hensigten med pristiller-

¹ De seks banker er: Danske Bank, Fionia Bank, Jyske Bank, Nordea, Nykredit og Sydbank.

ORDREDÆKNING I DANSKE STATSOBLIGATIONER PÅ KØBENHAVNS FONDSBØRS I 2004

Figur 3.3.1



Anm.: Den samlede ordredækning er udregnet som et simpelt dagligt gennemsnit af ordredækningen i de omfattede papirer i tidsrummet 8.30-17.00.

Kilde: Københavns Fondsbørs.

ordningen er at give mindre investorer adgang til et transparent statsobligationsmarked.

Market makerne forpligter sig til at stille bud- og udbudspriser inden for fastlagte spænd og for fastlagte beløb i 95 pct. af tidsrummet 9.00-16.30. Ordningen omfatter statens stående lån denomineret i kroner med en restløbetid over 13 måneder, og prisstillelsen foregår på Københavns Fondsbørs' elektroniske handelsplatform, Saxess. Market makerenes løbende prisstillelse har betydet, at ordredækningen på Københavns Fondsbørs i tidsrummet 8.30-17.00 generelt lå på et højt niveau igennem 2004, jf. figur 3.3.1.

Medlemmer af Københavns Fondsbørs' obligationsdelmarked har adgang til at handle med market makerne eller selv indlægge bud- og udbudspriser. Derudover har andre investorer – via deres bankforbindelse – også mulighed for at indlægge egne ordrer direkte i handelssystemet. En ordre fra en investor vil indsnævre spændet mellem bedste bud- og udbudspris, hvis ordren er på 1.000 kr. eller derover, samt hvis prisen er bedre end de eksisterende bedste bud-/udbudspriser i handelssystemet.

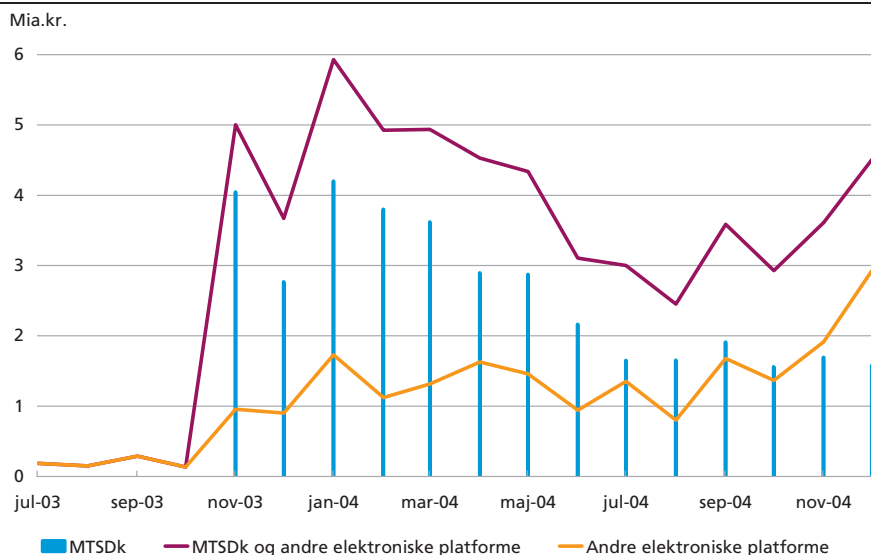
HANDEL MED DANSKE STATSOBLIGATIONER

3.4

Danske statsobligationer handles på en række elektroniske handelsplatforme, hvor flere handlere stiller bindende priser, som platformens med-

GENNEMSNITLIG DAGLIG OMSÆTNING I DANSKE STATSOBLIGATIONER PÅ ELEKTRONISKE HANDELSPLATFORME

Figur 3.4.1



Anm.: Statsobligationerne omfatter alle stående lån denomineret i kroner. Udstedelses- og opkøbstransaktioner på Københavns Fondsbørs (før november 2003) og MTSDk indgår ikke i figurens talgrundlag.

Kilde: MTSDk, Københavns Fondsbørs, TradeWeb, ICAP/BrokerTec (omsætning i 2004) og BondVision.

lemmer kan handle til (multidealer-platforme). Udover den elektroniske handel på interdealer-markedet er danske statsobligationer i 2004 eksempelvis omsat på elektroniske "dealer-to-customer"-handelsplatforme som BloombergBondTrader, BondVision og TradeWeb. Prisstillerordninger på dealer-to-customer-platforme er normalt quote-on-request-ordninger og ikke forbundet med løbende pristillelse.

Både market making og quote-on-request-ordninger bidrager til øget gennemsigtighed om prisdannelsen for den enkelte investor. Fx sikrer market making på MTSDk, at investorer har bedre adgang til information om gældende markedspriser i engrosmarkedet. Quote-on-request-ordningerne på dealer-to-customer-handelsplatforme øger investorenes mulighed for at indgå handel til konkurrencedygtige priser.

Den samlede elektroniske handel i danske statsobligationer er vokset betydeligt i forhold til situationen før november 2003, hvor handel i danske statsobligationer blev introduceret på MTSDk og flere elektroniske dealer-to-customer-handelsplatforme, jf. figur 3.4.1.

KAPITEL 4

Den Sociale Pensionsfond, Højteknologifonden og Finansieringsfonden

SAMMENFATNING**4.1**

Nationalbanken forvalter som agent for Finansministeriet på statsgældsområdet midlerne i Den Sociale Pensionsfond (DSP), og – fra 2005 – to nyoprettede fonde: Højteknologifonden og Finansieringsfonden til øgede uddelinger fra Danmarks Grundforskningsfond (Finansieringsfonden). Fondenes aktiver modregnes i statsgælden.

DSP blev oprettet ved lov i 1970. Indbetalinger til fonden ophørte i 1982. Midlerne investeres primært i danske statsobligationer. Der tilstræbes en god forrentning af DSPs aktiver under hensyntagen til de samlede statsfinansielle konsekvenser af DSPs dispositioner. Hvert år overføres et beløb på finansloven fra DSP til Socialministeriet. I 2004 overførtes 8,4 mia.kr.

Lov om Højteknologifonden blev vedtaget i december 2004, mens Finansieringsfonden er oprettet med hjemmel i finansloven for 2005. I 2005 indskydes henholdsvis 3 mia.kr. og 1 mia.kr. i fondene. Midlerne placeres i danske statsobligationer. I placeringen af fondenes kapital tilstræbes et højt afkast under hensyntagen til en rimelig risiko. Efterfølgende opbygning af kapital og udbetalinger fra fondene fastsættes på de årlige finanslove.

DSP**4.2**

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 ophørte. Fonden blev videreført som en del af statens aktiver. Der fastsættes hvert år et beløb på finansloven, som overføres fra fonden til Socialministeriet til dækning af pensionsforbedringer.

DSPs midler placeres i børsnoterede obligationer, primært statsobligationer. Der investeres ikke i statens låneviftepapirer eller i papirer med benchmarkstatus. Principperne for forvaltningen af fondens midler er nærmere beskrevet i boks 4.1.

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

Principperne for placeringen af DSPs midler er nærmere fastsat i et reglement¹, 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 fonden. DSPs grundkapital kan anvendes til finansiering af pensionsforbedringer, hvis udgifterne til pensionsforbedringer overstiger DSPs renteindtægter.

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

¹ Reglementet findes på www.nationalbanken.dk.

I 2004 var DSPs renteindtægter på 8,3 mia.kr., jf. tabel 4.2.1. DSP overførte 8,4 mia.kr. til Socialministeriet til finansiering af pensionsforbedringer, mens pensionsafkastskatten udgjorde 1,5 mia.kr. Der blev udtrukket og solgt obligationer fra DSPs beholdning for i alt 15,7 mia.kr. til markedsværdi, hvoraf salg af 8 pct. stående lån 2006 til staten udgjorde 8,3 mia.kr. og salg af 7 pct. stående lån 2004 1,3 mia.kr.

DSP købte samlet for 14,3 mia.kr. til markedsværdi i 2004. Heraf udgjorde køb af 4 pct. stående lån 2008 0,6 mia.kr., 5 pct. stående lån 2013 6,1 mia.kr., 6 pct. stående lån 2009 1,0 mia.kr., 6 pct. stående lån 2011 6,5 mia.kr. og 7 pct. stående lån 2024 0,1 mia.kr.

Ved udgangen af 2004 udgjorde DSPs beholdning af obligationer 136,9 mia.kr. til nominel værdi og 151,8 mia.kr. til kursværdi, jf. tabel 4.2.2. Den nominelle beholdning er faldet knap 2 mia.kr. fra 2003 til 2004, mens kursværdien af beholdningen er faldet med godt 0,5 mia.kr.

I takt med at realkreditobligationer udtrækkes eller udløber, og provenuet geninvesteres i statsobligationer, udgør sidstnævnte en stadig større andel af den samlede obligationsbeholdning. Ultimo 2004 udgjorde beholdningen af statsobligationer 88,3 pct., jf. tabel 4.2.3. DSP ejer en relativt stor andel af det samlede udestående i flere statspapirsier. Resten af beholdningen består langt overvejende af realkreditobligationer og indeksobligationer.

DSPs nominelle beholdning af statspapirer ultimo måneden offentliggøres 1. bankdag i efterfølgende måned på Nationalbankens websted, www.nationalbanken.dk, under Statsgæld.

DSPs INDTÆGTER OG UDGIFTER Tabel 4.2.1

Mia.kr.	2003	2004
<i>Indtægter</i>		
Renter mv.	9,6	8,3
<i>Udgifter</i>		
Overførsel til Socialministeriet	8,1	8,4
Pensionsafkast	1,3	1,5
Netto	0,1	-1,5

Anm.: Tal for 2003 er statsregnskabstal, mens tal for 2004 er foreløbige tal for statens bogføring.

DSPs OBLIGATIONSBEHOLDNING, 1999-2004 Tabel 4.2.2

Mia.kr.	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Nominel værdi	141,6	139,6	141,1	141,4	138,7	136,9
Kursværdi	150,7	149,1	150,5	155,0	152,4	151,8

Anm.: Beholdningen er opgjort ultimo året. I opgørelsen af nominel værdi indgår indeksobligationer til indekseret værdi. Kursværdien er beregnet på baggrund af de officielle børskurser ultimo 2004 i overensstemmelse med regnskabspraksis for statsregnskabet.

DSPs OBLIGATIONSBEHOLDNING FORDELT PÅ OBLIGATIONSTYPER, ULTIMO 2004 Tabel 4.2.3

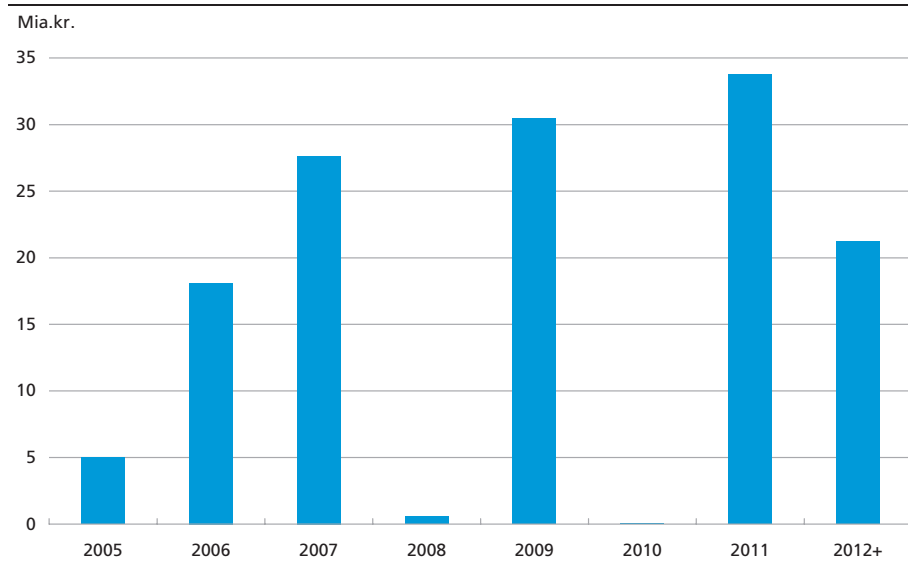
Nominel værdi	Mia.kr.	Pct.	Pct. af samlede udestående i statspapiret
5 pct. stående lån 2005	5,0	3,6	9,2
8 pct. stående lån 2006	18,1	13,2	39,1
7 pct. stående lån 2007	27,6	20,2	53,0
4 pct. stående lån 2008	0,6	0,4	1,4
6 pct. stående lån 2009	30,1	22,0	45,5
6 pct. stående lån 2011	33,4	24,4	55,2
5 pct. stående lån 2013	5,6	4,1	7,1
7 pct. stående lån 2024	0,5	0,3	1,8
Statsobligationer i alt	120,8	88,3	
Realkreditobligationer mv. ¹	8,7	6,3	
Indeksobligationer ²	7,4	5,4	
I alt	136,9	100,0	

¹ Realkreditobligationer mv. omfatter ud over realkreditobligationer kommune- og fiskeribankobligationer, som ikke er indeksobligationer.

² Indekseret værdi.

DSPs OBLIGATIONSBEHOLDNING FORDELT PÅ UDLØBSÅR, ULTIMO 2004,
NOMINEL VÆRDI

Figur 4.2.1



I forvaltningen af midlerne tilstræbes en udjævning af placeringsbehovet, særligt i de nærmeste år. Salg til staten i 2005 af de relativt store beholdninger med udløb i 2006 og 2007 kan bidrage til at udjævne placeringsbehovet, jf. figur 4.2.1. Salget vil samtidig tilgodese et statsligt opkøbsbehov, jf. kapitel 2.

Varigheden på DSPs obligationsbeholdning var 4,1 år ved udgangen af 2004, jf. tabel 4.2.4. Der var et svagt fald i varigheden gennem størsteparten af året. Varigheden på DSPs obligationsbeholdning indgår i styringen af statsgældens samlede varighed.

VARIGHED PÅ DSPs OBLIGATIONSBEHOLDNING

Tabel 4.2.4

År	Ultimo 2003	Ultimo 2004
Statsobligationer	4,2	4,0
Realkreditobligationer mv.	1,1	0,2
Indeksobligationer	10,0	10,2
Samlet beholdning	4,2	4,1

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

UDLÅN I DSPs VÆRDIPAPIRUDLÅNSORDNING, 2004 Tabel 4.3.1

Mia.kr.

5 pct. stående lån 2005	0,2
8 pct. stående lån 2006	0,3
7 pct. stående lån 2007	2,9
4 pct. stående lån 2008	0,4
6 pct. stående lån 2009	1,0
6 pct. stående lån 2011	4,6
7 pct. stående lån 2024	1,0
I alt	10,4

DSPs VÆRDIPAPIRUDLÅNSORDNING**4.3**

DSPs værdipapirudlånsordning omfatter statspapirer af typen stående lån og har til formål at understøtte likviditeten i statspapirer uden for låneviften. Udlån sker til primary dealere i danske statspapirer mod betaling af et gebyr til DSP og mod sikkerhed i andre statspapirer. Det var primært 7 pct. stående lån 2007 og 6 pct. stående lån 2011, der blev udlånt i 2004, jf. tabel 4.3.1.

Gebyrindtægterne fra ordningen udgjorde i 2004 0,3 mio.kr. Nærmere vilkår for DSPs værdipapirudlånsordning fremgår af bilagsdelen bagerst i publikationen.

HØJTEKNOLOGIFONDEN**4.4**

Lov om Højteknologifonden¹ blev vedtaget i december 2004. Fondens formål er at styrke vækst og beskæftigelse ved at understøtte Danmarks videre udvikling som højteknologisk samfund, jf. Lov om Højteknologifonden §1 stk. 2. Fondens midler forvaltes ifølge aftale med Finansministeriet af Danmarks Nationalbank som agent for Finansministeriet på statsgældsområdet. Midlerne anbringes i danske statsobligationer. I placeringen af fondens kapital tilstræbes et højt afkast under hensyntagen til en rimelig risiko.

Opbygningen af kapital i fonden fastsættes på de årlige finanslove. I bemærkningerne til loven fremgår, at der tilstræbes en opbygning af fondens grundkapital til mindst 16 mia.kr. frem mod 2012. Som fastsat på finansloven for 2005 indskydes 3 mia.kr. i 2005.

Hvert år overføres fra Højteknologifonden til Ministeriet for Viden- skab, Teknologi og Udvikling det beløb, som er vedtaget på finansloven. I 2005 overføres 100 mio.kr.

¹ Lov nr. 1459 af 22/12/2004.

Finansieringsfonden er oprettet med hjemmel i finansloven for 2005. Midlerne placeres i danske statsobligationer og forvaltes af Danmarks Nationalbank som agent for Finansministeriet på statsgældsområdet. I placeringen af fondens kapital tilstræbes et højt afkast under hensyntagen til en rimelig risiko.

Som fastsat på finansloven for 2005 indskydes i 2005 1 mia.kr. i grundkapital i Finansieringsfonden. Hvert år overføres fra fonden til Ministeriet for Videnskab, Teknologi og Udvikling det beløb, som er vedtaget på finansloven. Der overføres 40 mio.kr. i 2005.

KAPITEL 5

Statslige lånegarantier og genudlån

SAMMENFATNING**5.1**

En række selskaber kan optage lån med statsgaranti eller optage lån direkte af staten via genudlån. Typisk er der tale om statslige selskaber, hvis opgaver og rammer for låntagning er fastlagt ved lov eller aktstykke. Derudover har Danmarks Skibskreditfond (DSF) adgang til en genudlånsordning.

Størstedelen af statsgarantierne er udstedt gennem Statsgældsforvaltningen. Ved udgangen af 2004 udgjorde statsgarantierne 82,4 mia.kr. Genudlån udgjorde ved udgangen af 2004 19,1 mia.kr.

RAMMER FOR STATSLIGE LÅNEGARANTIER OG GENUDLÅN**5.2**

Statslige lånegarantier og genudlån understøtter finansieringen af bestemte projekter. Hovedparten af de statslige lånegarantier og genudlån er udstedt til statsejede selskaber, som er engageret i store infrastrukturprojekter.

En statsgaranti er ensbetydende med, at staten garanterer for selskabets låntagning inden for en fastsat beløbsramme. Garantien reducerer private långiveres risiko forbundet med ydelsen af lån til den statsgaranterede enhed og reducerer derved også enhedens låneomkostninger.

Hovedparten af statens genudlån er en præcis afspejling af lån i eksisterende statspapirer, dvs. at genudlånenes kuponrente, rentetermin og afdragstidspunkt modsvarer bagvedliggende statspapirers karakteristika. Optagelseskursen fastsættes på baggrund af gældende markedsf forhold. Viften af statspapirer, der kan ydes genudlån i (genudlånsviften), fastlægges af Statsgældsforvaltningen. Normalt kan genudlån foretages i alle statsobligationer af typen stående lån i løbetidssegmenterne mellem 2 og 10 år.

Uanset om et selskab låner med statsgaranti eller optager genudlån, eksponeres staten i samme omfang over for selskabets betalingsevne. Internationalt er der kommet større fokus på, hvordan statslige garantier behandles, herunder budgetmæssigt. I kapitel 9 beskrives denne udvikling og den danske model for statsgarantier og genudlån nærmere.

RETNINGSLINJER FOR SELSKABERNES LÅNTAGNING

Boks 5.1

Retningslinjerne gælder for A/S Storebælt, A/S Øresund, Ørestadsselskabet I/S, Øresundsbron, DSB, Hypotekbanken og Danmarks Radio. Retningslinjerne for selskabernes låntagning er fastlagt i et aftalesæt bestående af tre elementer: En aftale mellem det relevante ministerium og Nationalbanken, en aftale mellem ministeriet og den enkelte enhed samt endelig en liste over acceptable låntyper. Denne liste udarbejdes og vedligeholdes af Statsgældsforvaltningen. For Øresundsbrons vedkommende er der tillige indgået en trepartsaftale mellem Øresundsbron, Riksgældskontoret og Statsgældsforvaltningen.

Listen over acceptable låntyper bygger på følgende kriterier:

- Transaktionerne skal være gængse, dvs. kendte og brugte i markedet af anerkendte låntagere.
- Transaktionerne skal være opbygget af simple elementer, som gør transaktionerne gennemskuelige.
- Der lægges vægt på, at styringen af kreditrisiko tager udgangspunkt i et rating-baseret limitsystem.
- Der indgås aftaler om ensidig sikkerhedsstillelse (CSA-aftaler) for at sikre, at kreditrisikoen på ethvert tidspunkt er mindst mulig. Fra juli 2005 kan swaps kun indgås med modparter, med hvem der er indgået CSA-aftaler.
- Låneporteføljens valutakurseksponering skal som udgangspunkt begrænses til euro, således at sluteksponeringen er i danske kroner eller euro (eller svenske kroner i Øresundsbrons tilfælde).

De statsgaranterede enheders bestyrelse og direktion er ansvarlige for enhedernes finansielle transaktioner, risikostyring mv. Staten fastlægger retningslinjer for de statsgaranterede enheders aktivitet på lånemarkederne. De finansielle risici, staten pådrager sig ved at garantere for låntagningen, kan principielt sidestilles med de risici, der stammer fra statens direkte låntagning i eget navn. Retningslinjerne skal derfor sikre, at de statsgaranterede enheder gennem deres låntagning mv. ikke påtager sig risici, som staten ikke vil påtage sig direkte. Fx skal enhedernes valutaeksponering normalt begrænses til euro. Retningslinjerne for selskabernes låntagning mv. er beskrevet i boks 5.1.

UDSTEDTE LÅNEGARANTIER

5.3

A/S Storebælt, A/S Øresund, Danmarks Radio, DSB, Hypotekbanken samt Øresundsbron kan modtage statslig garantistillelse inden for fastsatte beløbsrammer. Staten garanterer sammen med den svenske stat for Øresundsbrons låntagning mv. Øresundsbrons låntagning er underlagt retningslinjer fra den svenske og danske stat, der svarer til retningslinjerne for de andre statsgaranterede enheder. Ved udgangen af 2004

STATSLIGE GARANTIER VEDRØRENDE LÅN		Tabel 5.3.1
Mia.kr.		Ultimo 2004
Hypotekbanken		2,7
A/S Storebælt		37,9
A/S Øresund		6,6
Øresundsbron		22,5
DSB og DSB S-tog A/S		10,1
Danmarks Radio		2,5
I alt		82,4

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

har de pågældende enheder udstedt gæld med statsgaranti for i alt 82,4 mia.kr., jf. tabel 5.3.1.

UDSTEDTE GENUDLÅN

5.4

A/S Storebælt, A/S Øresund og Ørestadsselskabet I/S kan optage statslige genudlån. Derudover har Danmarks Skibskreditfond adgang til en særlig genudlånsordning, jf. nedenfor. Ved udgangen af 2004 var det samlede udestående af genudlån 19,1 mia.kr., jf. tabel 5.4.1.

I 2005 har Energinet.dk, en ny offentlig virksomhed, fået adgang til genudlånsordningen. Energinet.dk har til formål at sikre en effektiv drift og udbygning af den overordnede infrastruktur på el- og gasområdet.¹ Der er endnu ikke ydet genudlån til Energinet.dk.

Genudlånsordning til Danmarks Skibskreditfond (DSF)

DSF fik i 2003 adgang til en særlig genudlånsordning i forbindelse med, at Folketinget vedtog indførelsen af en midlertidig driftsstøtte til skibsbygning på danske skibsværfter. Ordningen er omfattet af et aftalesystem, der svarer til det, som gælder for statsgaranterede enheder.

Et særligt element ved DSFs ordning er, at genudlånene ikke præcist afspejler lån i eksisterende statspapirer, men derimod ydes som fast forrentede serielån med en løbetid på op til 12 år. Renten på genudlånet fastsættes på baggrund af nulkuponrentekurven for statspapirer, som estimeres ud fra markedspriserne på eksisterende statspapirer. Genudlån kan ske i både kroner og dollar. DSF-genudlånsordningen er nærmere beskrevet i kapitel 10 i *Statens låntagning og gæld 2003*.

Mod slutningen af 2004 optog DSF sine to første genudlån på i alt 0,5 mia.kr., jf. tabel 5.4.1. I finansloven for 2005 budgetteres med genudlån til DSF for 2,3 mia.kr.

¹ Se www.energinet.dk for yderligere information.

GENUDLÅN, NOMINEL VÆRDI		Tabel 5.4.1
Mia.kr.		Ultimo 2004
A/S Storebælt		1,0
A/S Øresund		3,9
Ørestadsselskabet I/S ¹		13,6
Danmarks Skibskreditfond ²		0,5
I alt		19,1

¹ Ørestadsselskabet I/S er et interessentskab med staten som medejer. Selskabet kan låne direkte i statens navn.

² Genudlån udstedt til Danmarks Skibskreditfond er omregnet til kroner efter dollarkursen pr. 30. december 2004 (546,76 kroner pr. 100 US dollar).

De to genudlån optaget i 2004 var hver på 47,4 mio.dollar med halv-årige rente- og afdragsbetalinger frem til udløb i 2016. Staten indgik to valutaswaps fra kroner til dollar samtidig med DSFs optagelse af genudlånene. Over lånenes løbetid modsvarer DSFs dollarbetalinger i genudlånene (rente- og afdragsbetalinger) statens dollarbetalinger til swapmodparten.

KAPITEL 6

Risikostyring på statsgælden

SAMMENFATNING**6.1**

Statsgældsforvaltningen styrer renterisikoen, valutakursrisikoen, kreditrisikoen og den operationelle risiko på statsgælden.

Renterisikoen er risikoen for højere renteomkostninger på statens gæld som følge af renteutviklingen. Renterisikoen styres ved fastlæggelse af et strategisk benchmark for Macauley-varigheden på $3 \text{ år} \pm 0,5 \text{ år}$ og et smallere sigtebånd omkring varigheden på $3 \text{ år} \pm 0,25 \text{ år}$ beregnet med fast diskonteringsrente og fast indestående på statens konto. Til at understøtte fastlæggelsen af det strategiske benchmark for varigheden anvendes Cost-at-Risk-analyser af rentefixingen. Rentefixing er det beløb, hvorpå der skal fastsættes rente inden for ét år.

Valutakursrisikoen er risikoen for, at statens gæld øges som følge af en ændring i valutakurserne. Med henblik på at minimere valutakursrisikoen er den udenlandske gæld, der er optaget af hensyn til valuta-reserven, eksponeret i euro. En mindre del af statens gæld er i US dollar og afspejler udbetaling af genudlån i dollar til Danmarks Skibskreditfond. Staten eksponeres ikke over for udsving i dollarkursen som følge af genudlånene, idet statens passiv (dollargælden) matcher statens aktiv (genudlånene).

Kreditrisikoen er risikoen for at lide et finansielt tab som følge af en modparts misligholdelse af sine betalingsforpligtelser. Staten begrænser kreditrisikoen ved kun at indgå swaps med modparter med høj kreditværdighed, som har indgået aftale om ensidig sikkerhedsstillelse.

Operationel risiko er risikoen for økonomiske tab som følge af fejl i interne processer, menneskelige fejl, systemfejl eller tab som følge af eksterne begivenheder. Operationel risiko begrænses bl.a. ved funktionsadskillelse i Statsgældsforvaltningen, brugen af standardiserede finansielle instrumenter samt klare og entydige forretningsgange.

RISIKOSTYRING**6.2**

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

styrer renterisikoen, valutakursrisikoen, kreditrisikoen og den operationelle risiko relateret til statsgælden.

Risikoen styres på statsgælden fratrullet genudlånsaktiver. Herved opnås en mere konsolideret risikostyring.

RENTERISIKO

6.3

Renterisikoen er risikoen for højere renteomkostninger på statens gæld som følge af renteudviklingen. Når renten låses fast i længere tid, vil det reducere variationen i de årlige renteomkostninger og dermed være forbundet med en lavere risiko. Omvendt vil det typisk give anledning til højere gennemsnitlige omkostninger at låse renten fast gennem længere tid, da renten normalt er stigende med løbetiden.

Varigheden bruges som mål i risikostyringen og er et udtryk for porteføljens gennemsnitlige rentebindingstid, jf. boks 6.1. Da varigheden ikke

VARIGHED

Boks 6.1

Gældens varighed opgøres som en Macauley-varighed (V_{Mac}), defineret 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 . For Den Sociale Pensionsfonds beholdning af konverterbare realkreditobligationer anvendes 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. Lang varighed reducerer variationen i de årlige renteomkostninger og er dermed forbundet med lav risiko i relation til statsgælden.

Variabel og fast diskonteringsrente: Varigheden kan opgøres med variabel og fast diskonteringsrente. Renteændringer påvirker vægtningen af de enkelte betalinger på porteføljen og dermed porteføljens varighed. Renteændringer påvirker imidlertid ikke tidspunktet for de faktiske betalinger og dermed heller ikke porteføljens risikoprofil. Ved at beregne varigheden på baggrund af en fast diskonteringsrente fjernes de udsving i varighedsmålet, der udelukkende er forårsaget af renteændringer. Ved beregningen af varighed med en fast diskonteringsrente beregnes både det enkelte papirs varighed og papirets vægt i den samlede statsgælds varighed ud fra den faste diskonteringsrente. I den daglige risikostyring af statsgælden styres efter et varighedsbånd, hvor varigheden er beregnet med fast diskonteringsrente og fast indestående på statens konto. Det faste indestående på statens konto sikrer, at der ikke styres efter dag-til-dag-udsving på statens konto.

RENTEFIXING

Boks 6.2

Rentefixingen opgjort på et givet tidspunkt er det beløb, der skal fastsættes ny rente på inden for ét år. Porteføljen på et givet tidspunkt påvirker rentefixingen via de afdrag, der forfalder inden for det kommende år, samt størrelsen af den variabelt forrentede gæld og swapporteføljen, hvorpå der fastsættes ny rente inden for et år. Ultimo 2004 udgjorde denne del af rentefixingen 290 mia.kr. I analyserne af rentefixingen tages højde for Finansministeriets forventninger til fremtidige budgetoverskud eller -underskud, som henholdsvis mindsker og øger rentefixingen, samt nye swaps og opkøb.

Det er alt andet lige ønsket at udjævne rentefixingen over tid for at udjævne renterisikoen. Hvert år analyseres niveauet for rentefixingen. Flere renteswaps fra fast til variabel rente øger rentefixingen og mindsker varigheden. Det reducerer de forventede renteomkostninger på bekostning af øget renterisiko. Rentefixingen analyseres absolut og relativt til BNP. Rentefixingen som andel af BNP er et mål for statens "reale" renteeksponering.

siger noget om den absolutte størrelse eller den tidsmæssige spredning på renteeksponeringen, suppleres varighedsmålet med rentefixingen. Rentefixing er det beløb, hvorpå der skal fastsættes rente inden for ét år, jf. boks 6.2. Rentefixingen bruges til at understøtte valget af varighed.

Styring af renterisiko

I den daglige styring af renterisikoen anvendes et strategisk benchmark for varigheden. Det strategiske benchmark for Macauley-varigheden er for 2005 fastsat til $3 \text{ år} \pm 0,5 \text{ år}$ og $3 \text{ år} \pm 0,25 \text{ år}$ for varigheden beregnet med en fast diskonteringsrente og fast indestående på statens konto. Dette er en fortsættelse af varighedsbåndene for 2004. Varighedsbånd og -udvikling i 2004 er vist i figur 6.3.1.

Instrumenter til styring af renterisiko

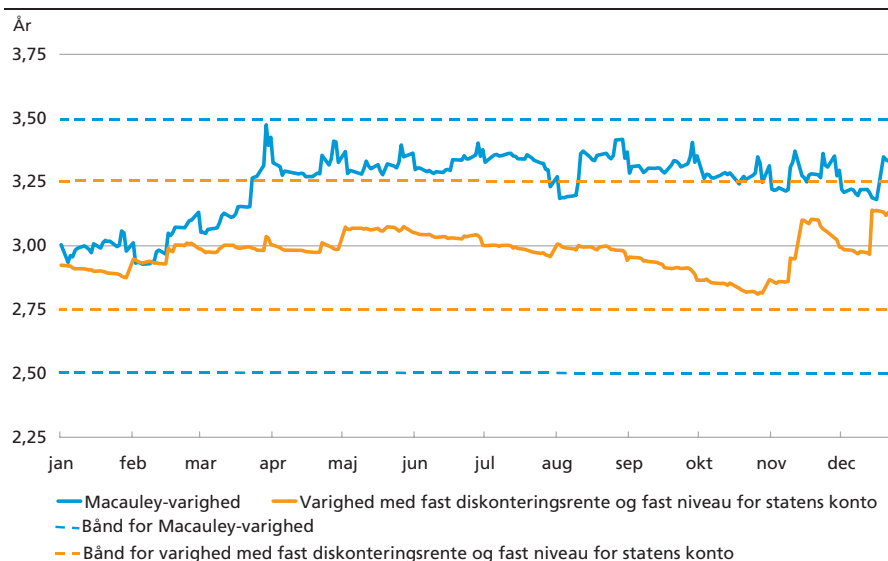
Renterisikoen påvirkes af udstedelses- og opkøbsstrategien samt ved indgåelse af renteswaps. Udstedelsesstrategien, som primært rettes mod opbygning af likvide obligationsserier, adskilles via renteswaps og opkøb fra renterisikostyringen. Opkøbene benyttes primært til at udjævne afdragsprofilen og til at opretholde en likvid lånevirke. Renteswaps benyttes til at flytte renteeksponering fra et løbetidssegment til et andet.

Cost-at-Risk-modellen (CaR-modellen)

CaR-modellen benyttes til at belyse trade-off'et mellem renteomkostninger og renterisiko på statens gæld. I CaR-modellen simuleres renteomkostningerne på statsgælden 10 år frem i tiden på baggrund af 2.500 forskellige rentescenarier. På baggrund af disse scenarier beregnes de forventede renteomkostninger og forskellige risikomål, jf. tabel 6.3.1.

VARIGHEDSBÅND OG -UDVIKLING I 2004

Figur 6.3.1



CaR-resultater for 2005-2014

Finansministeriets fremskrivning af statsfinanserne og renteudviklingen de næste 10 år er lagt ind som antagelser i CaR-modellen. Fremskrivningen viser overskud på statsfinanserne og stigende renter. Antagelsen om overskud medfører isoleret set faldende gæld og renteomkostninger, mens antagelsen om rentestigning medfører stigende renteomkostninger. De to effekter ophæver næsten hinanden og giver en forholdsvis stabil udvikling i renteomkostningerne. De forventede omkostninger er 37 mia.kr. i 2005 ved en varighed på 3 år, jf. figur 6.3.2.

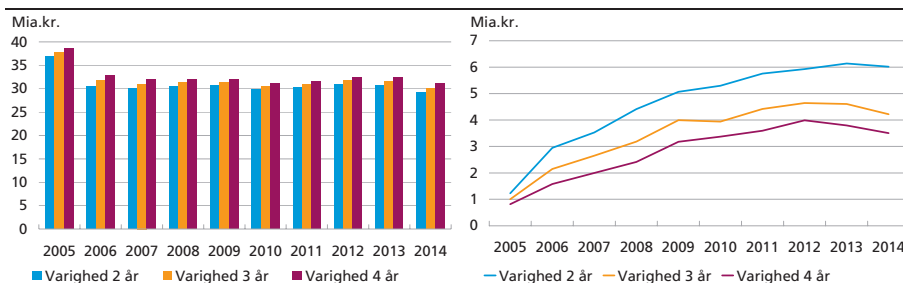
OMKOSTNINGS- OG RISIKOMÅL

Tabel 6.3.1

Mål	Forklaring
Forventede renteomkostninger	Angiver middelværdien af de beregnede renteomkostningsscenarier i et givet år.
Absolut CaR	Angiver de maksimale renteomkostninger med 95 pct. sandsynlighed i et givet år.
Relativ CaR	Angiver forskellen mellem absolut CaR og de forventede renteomkostninger. Relativ CaR angiver dermed den maksimale stigning i omkostningerne i forhold til middelværdien for et givet år med 95 pct. sandsynlighed.
Betinget relativ CaR	Angiver relativ CaR for et givet år under antagelse af, at renten er kendt frem til dette år. Målet påvirkes derfor ikke af, at beregningshorisonten øges. Dette gør det lettere at sammenligne udviklingen i risikoen i de enkelte år.

GENNEMSNITLIGE OMKOSTNINGER OG RELATIV CaR

Figur 6.3.2



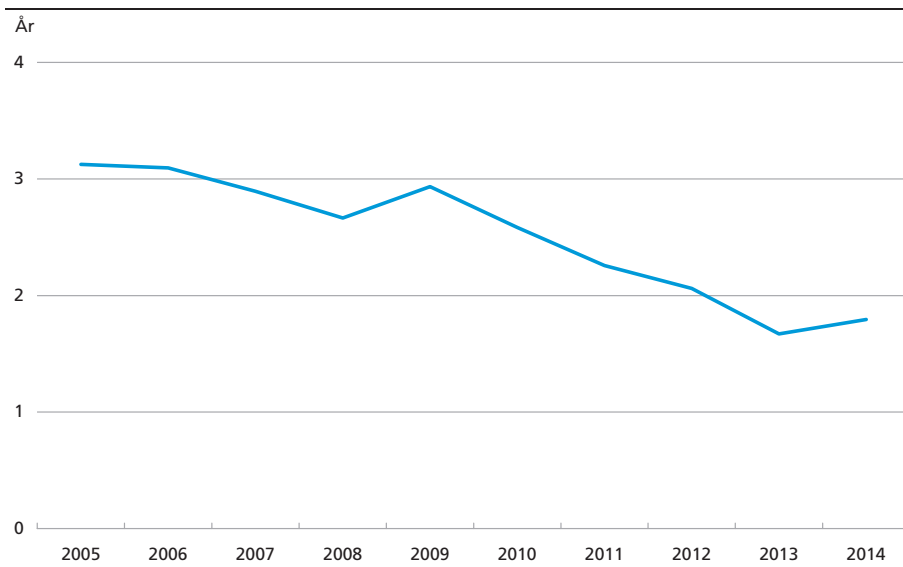
Risikoen, illustreret ved relativ CaR, øges ved lavere varighed og dermed lavere gennemsnitlige omkostninger. Relativ CaR stiger i perioden op til omkring 5 mia.kr. ved en varighed på 3 år. Relativ CaR er generelt stigende over horisonten for beregningen. Betragtes risikoen *betinget* på renteudviklingen op til det pågældende år, bliver risikoen omkring 1,5 mia.kr. pr. år.

En reduktion af varigheden ved at indgå renteswaps fra fast til variabel rente vil øge rentefixingen, da en større andel af gælden vil være eksponeret mod den løbende renteudvikling. Fx vil en sænkning af varigheden fra 3 år til 2 år øge niveauet for rentefixingen med 50 mia.kr.

På baggrund af analysen af trade-off'et mellem renterisiko og -omkostninger, blev det besluttet at fastholde det strategiske benchmark for varigheden på 3 år $\pm$ 0,5 år i 2005. Beslutningen om at fastholde varigheden blev understøttet af det nuværende historisk lave renteniveau.

VARIGHEDEN VED KONSTANT RENTEFIXING I FORHOLD TIL BNP, 2005-2014

Figur 6.3.3



Statens reale renterisiko kan udtrykkes som rentefixingen i forhold til BNP. Hvis rentefixingen i forhold til Finansministeriets fremskrivning af BNP holdes konstant i de kommende 10 år, svarer det til et fald i varigheden fra 3 år til 2 år, jf. figur 6.3.3. En sænkning af varigheden vil være konsistent med, at staten kan påtage sig mere risiko i takt med en stigning i BNP.

VALUTAKURSRISIKO

6.4

Den udenlandske låntagning sker langt overvejende for at refinansiere gæld, som er optaget af hensyn til valutareserven. Den udenlandske gæld, som er optaget af hensyn til valutareserven, er udelukkende eksponeret i euro, hvilket giver en lav valutakursrisiko på grund af den danske fastkurspolitik over for euro. Valutareserven er samtidig overvejende placeret i euro.

En mindre del af den udenlandske gæld er i US dollar som følge af genudlån til Danmarks Skibskreditfond. Staten er ikke eksponeret over for udsving i dollarkursen, da dollargælden matcher statens genudlånsaktiver.

KREDITRISIKO

6.5

Kreditrisiko er risikoen for at lide et finansielt tab som følge af en modparts misligholdelse af sine betalingsforpligtelser. Rente- og valutaswaps er forbundet med kreditrisiko for staten. Kreditrisikoen skyldes, at markedsværdien af en swap kan udvikle sig i statens favør over swappens løbetid. Ved indgåelse af en swap er markedsværdien normalt nul. Over tid vil rente- og valutakursudviklingen betyde, at markedsværdien kan blive både positiv og negativ for staten. En swap med en positiv markedsværdi udgør et aktiv for staten og er således forbundet med kreditrisiko, idet staten bliver eksponeret over for swapmodpartens betalings-evne. De væsentligste principper i statens kreditstyring er beskrevet i boks 6.3. En mere detaljeret gennemgang findes i bilagsdelen bagerst i publikationen.

Staten har i 2004 indgået 51 nye swaps med en samlet hovedstol på 17,1 mia.kr. Samtidig er 16 swaps udløbet. Ultimo 2004 var der 329 swaps med en samlet hovedstol på 138,8 mia.kr., jf. tabel 6.5.1.

Swapporteføljens markedsværdi

Markedsværdien af statens swaps udvikler sig primært i takt med bevægelser i dollarkursen og renteniveauet. Markedsværdien, og dermed også krediteksponeringen, stiger ved en stigende dollar og/eller en falden-

STATENS KREDITSTYRING

Boks 6.3

Statens kreditrisiko søges minimeret ved at følge faste principper for kreditstyringen. Hovedpunkterne 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 aftale om ensidig sikkerhedsstillelse
- Swaps kan ophæves, hvis modpartens rating falder under et vist niveau (rating triggers).

Statens krediteksponering på en modpart er et udtryk for den forventede maksimale positive markedsværdi af samtlige swaps, fraregnet sikkerhed, indgået med modparten. Det svarer til det forventede maksimale tab for staten ved en modparts misligholdelse af sine betalingsforpligtelser. Ved at stille krav til modparterets kreditværdighed i hele swappens løbetid sikres, at sandsynligheden for tab som følge af misligholdelse holdes på et lavt niveau. Hvis en modpart misligholder sine betalingsforpligtelser, begrænses statens tab som følge af kravet om ensidig sikkerhedsstillelse. Sikkerhedsaftalerne indebærer, at modparter skal deponere værdipapirer hos staten, hvis markedsværdien af swapporteføljen overstiger en tærskelværdi. Tærskelværdien afhænger af modpartens kreditværdighed.

de rente. Det skyldes, at staten overvejende modtager dollar i valuta-swaps, og at renteswaps typisk er brugt til omlægning fra lang til kort rente. Da staten siden 2002 har fokuseret den udenlandske låntagning på større lån direkte i euro, er statens beholdning af valutaswaps eksponeret i dollar reduceret i forhold til tidligere. Derved påvirker dollarudsving ikke swapporteføljens markedsværdi i samme grad som tidligere, jf. tabel 6.5.2.

STATENS SWAPPORTEFØLJE, 2002-04, ULTIMO			Tabel 6.5.1
	2002	2003	2004
Antal modparter	31	29	26
Antal swaps	276	294	329
	Mia.kr.		
Renteswaps, danske kroner	37,0	43,6	59,7
Renteswaps, andre valutaer	51,9	52,7	47,4
Valutaswaps DKK-EUR	16,2	16,2	16,2
Valutaswaps DKK-USD ¹	-	-	0,5
Valutaswaps, andre	39,9	24,1	14,8
Strukturerede swaps	1,7	1,6	0,2
Hovedstol, i alt	146,8	138,2	138,8

¹ I forbindelse med genudlån til Danmarks Skibskreditfond.

SWAPPORTEFØLJENS VALUTAKURSFØLSOMHED OVER FOR USD, ULTIMO				Tabel 6.5.2
Mia.kr.	2001	2002	2003	2004
Ændring i markedsværdi ved en 1 pct. appreciering af USD over for DKK	0,49	0,32	0,18	0,11

I forbindelse med genudlån til Danmarks Skibskreditfond indgår staten valutaswaps fra kroner til dollar. I modsætning til tidligere vil staten i disse swaps løbende skulle betale dollar. Derved vil en stigende dollar-kurs reducere markedsværdien af disse swaps.

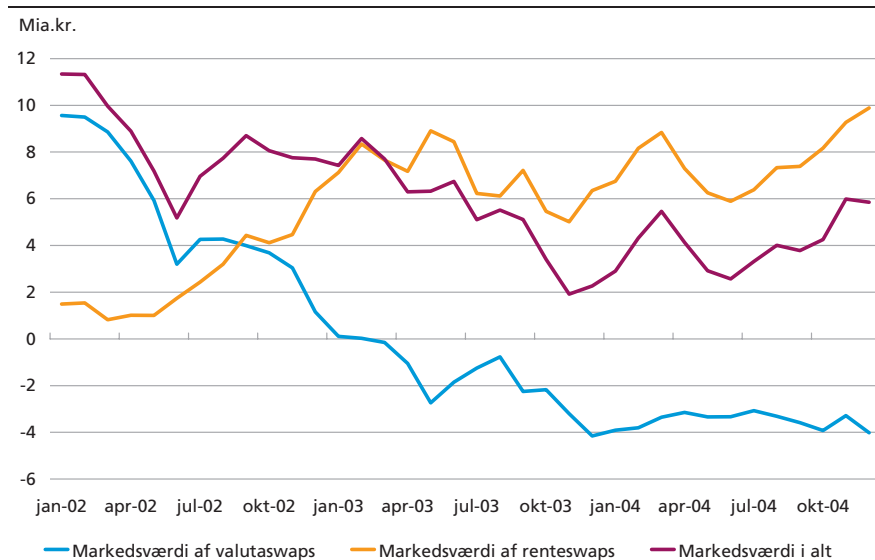
Markedsværdien af statens swapportefølge faldt betydeligt i perioden 2002-03 på grund af en faldende dollarkurs, der mere end opvejede effekten af faldende renter, jf. figur 6.5.1. I 2004 steg markedsværdien af swapporteføljen til 5,9 mia.kr., jf. tabel 6.5.3. Det skyldes, at flere valutaswaps med negativ markedsværdi udløb, og at værdien af statens renteswaps steg som følge af det faldende renteniveau.

Krediteksponeringen på swapporteføljen

Krediteksponeringen på swapporteføljen opgøres under hensyntagen til porteføljen aktuelle markedsværdi, værdien af indlagt sikkerhed og et tillæg, der tager højde for fremtidige, mulige udsving i markedsværdien. Nye swaps indgås kun med modparter, hvormed der er indgået en aftale om ensidig sikkerhedsstillelse. Krediteksponeringen på swapporteføljen er i 2004 steget med 0,4 mia.kr. til 5,9 mia.kr., jf. tabel 6.5.4. Det skyldes

MARKEDSVÆRDIEN AF STATENS SWAPPORTEFØLJE, 2002-04

Figur 6.5.1



SWAPPORTEFØLJENS MARKEDSVÆRDI (NETTO), 2002-04, ULTIMO			Tabel 6.5.3
Mia.kr.	2002	2003	2004
Renteswaps, danske kroner	3,8	4,0	5,6
Renteswaps, andre valutaer	2,5	2,4	4,3
Valutaswaps DKK-EUR	-0,0	-0,0	-0,0
Valutaswaps DKK-USD ¹	-	-	-0,0
Valutaswaps, andre	1,2	-4,2	-3,9
Strukturerede swaps	0,2	0,1	0,0
I alt	7,7	2,3	5,9

Anm.: Swapporteføljens markedsværdi på nettobasis angiver summen af de enkelte swaps markedsværdier. Ved opgørelse af statens krediteksponering tages udgangspunkt i markedsværdien på nettobasis af statens swap opgjort for de enkelte swapmodparter. Dette skyldes, at i tilfælde af en swapmodparts konkurs anvendes netting, således at swaps med negative markedsværdier vil blive modregnet swaps med positive markedsværdier i opgørelsen af det endelige krav på konkursboet.

¹ I forbindelse med genudlån til Danmarks Skibskreditfond.

en stigning i den aktuelle eksponering på knap 3 mia.kr., der kun delvist blev modsvaret af et mindre fald i den potentielle eksponering og en stigning i den stillede sikkerhed på 2 mia.kr.

Staten havde ved årets udgang indgået aftaler om ensidig sikkerhedsstillelse med 22 modparter. Swaps indgået med disse modparter dækker 96 pct. af den samlede swapportefølje målt ved hovedstolene, jf. tabel 6.5.5.

Dækningsgraden er 100 pct. for tre af de fire laveste ratingklasser, A-, A+ og AA samt 95 pct. for ratingklassen AA-. For de to højeste rating-

SWAPPORTEFØLJENS KREDITKVALITET, 2002-04, ULTIMO						Tabel 6.5.4
Rating	2002		2003		2004	
	Antal modparter	Krediteksponering (mia.kr.)	Antal modparter	Krediteksponering (mia.kr.)	Antal modparter	Krediteksponering (mia.kr.)
AAA	7	1,0	6	0,8	6	1,2
AA+	3	1,8	3	1,1	3	0,8
AA	2	0,7	5	1,4	5	1,8
AA-	9	2,3	7	1,2	6	1,2
A+	10	2,4	7	1,0	5	1,0
A	-	-	-	-	-	-
A-	-	-	1	0,0	1	0,0
I alt	31	8,2	29	5,5	26	5,9
Heraf:						
- Aktuel markedsværdi		8,6		6,2		9,2
- Indlagt sikkerhed		-4,4		-3,4		-5,6
- Potentiel eksponering		4,0		2,8		2,4

Anm.: Krediteksponeringen består af aktuel krediteksponering, svarende til positive markedsværdier opgjort på nettobasis for de enkelte swapmodparter, 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 2004

Tabel 6.5.5

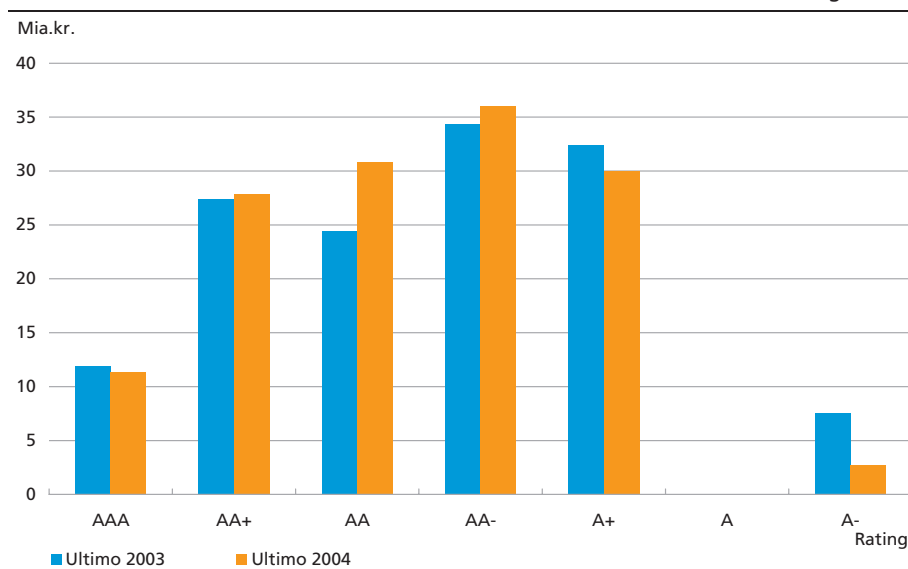
Rating	Antal mod- parter	Hovedstol, mia.kr.	Pct. med sikkerheds- aftale	Kredit- eksponering, mia.kr.
AAA	6	11	78	1,2
AA+	3	28	94	0,8
AA	5	31	100	1,8
AA-	6	36	95	1,2
A+	5	30	100	1,0
A-	1	3	100	0,0
I alt	26	139	96	5,9

klasser AAA og AA+ er dækningsgraden noget lavere, men omvendt er kreditrisikoen begrænset som følge af disse modparterers høje kreditværdighed. Andelen af swapporteføljen uden sikkerhedsaftale falder løbende i takt med, at gamle swaps med modparter uden sikkerhedsaftale udløber.

Der er ikke sket de store forskydninger i modparternes ratings fra 2003 til 2004, jf. figur 6.5.2. Reduktionen i den laveste ratingklasse, A-, hvor staten kun har en enkelt modpart, skyldes udløb af to større valuta-swaps. Stigningen i ratingklassen AA skyldes indgåelse af flere swaps med modparter med denne rating og opgradering af en modpart.

SWAPPORTEFØLJENS HOVEDSTOLE FORDELT PÅ MODPARTERS RATINGS

Figur 6.5.2



Operationel risiko defineres af Bank for International Settlements (BIS) som "...risikoen for økonomiske tab som følge af fejl i interne processer, menneskelige fejl, systemfejl eller tab som følge af eksterne begivenheder".¹

Den operationelle risiko søges minimeret ved en række forskellige tiltag. Statsgældsforvaltningen er opdelt i front-, middle- og back office, som varetager hver deres funktioner. Klar funktionsadskillelse mindsker de operationelle risici og understøtter muligheden for intern kontrol. Desuden er der udarbejdet klare forretningsgange for de enkelte arbejdsopgaver, og der anvendes udelukkende standardiserede og velkendte finansielle instrumenter. Der er endvidere etableret en plan for nødberedskab ("Second Site"), så centrale dele af Statsgældsforvaltningens forretning kan videreføres i tilfælde af væsentlige afbrydelser i forretningsaktiviteterne.

De juridiske risici minimeres ved udelukkende at benytte standardiserede kontrakter.

¹ *Sound Practices for the Management and Supervision of Operational Risk*, februar 2003, Basel Committee on Banking Supervision.

KAPITEL 7

Gæld og renteudgifter

SAMMENFATNING**7.1**

Statsgælden faldt med 22,1 mia.kr. i 2004 og var ved udgangen af året 493,6 mia.kr. Renteudgifterne var 25,1 mia.kr., hvilket er et fald på 1,9 mia.kr. fra 2003.

Det offentlige budgetoverskud i 2004 er af Finansministeriet skønnet til 21,9 mia.kr., hvilket er 1,5 pct. af BNP. Ultimo 2004 skønnes den offentlige sektors bruttogæld (ØMU-gæld) at være 607,4 mia.kr., svarende til 41,6 pct. af BNP.

Udenlandske investorer ejede 27 pct. af de danske statspapirer ved udgangen af 2004. Korrigeret for Den Sociale Pensionsfonds (DSPs) beholdning af statspapirer var den udenlandske ejerandel 33 pct. Den udenlandske ejerandel af danske skatkammerbeviser blev øget gennem 2004 og var 47 pct. ved udgangen af året.

STATSGÆLD OG RENTEUDGIFTER**7.2**

Statsgælden opgøres som statens samlede indenlandske og udenlandske gæld fratrullet indeståendet på statens konto i Nationalbanken og aktiverne i DSP samt – fra 2005 – Finansieringsfonden til øgede uddelinger fra Danmarks Grundforskningsfond (Finansieringsfonden) og Højteknologifonden. Gælden opgøres til nominel værdi, jf. boks 7.1.

Ved udgangen af 2004 var statsgælden opgjort til 493,6 mia.kr. til nominel værdi, hvilket er et fald på 22,1 mia.kr. i forhold til 2003, jf. tabel 7.2.1.

Statsgældens andel af BNP har været faldende siden 1995, og udgjorde 34 pct. ultimo 2004, jf. figur 7.2.1. Renteomkostningerne på statsgælden i pct. af BNP har også været faldende siden 1995 og udgør i 2004 1,7 pct. af BNP.

I 2004 var renteudgifterne 25,1 mia.kr., jf. tabel 7.2.2. Det er et fald på 1,9 mia.kr. i forhold til 2003. Faldet skyldes hovedsageligt et fald i renteudgifterne på den indenlandske gæld.

OPGØRELSE AF STATENS GÆLD OG RENTEUDGIFTER

Boks 7.1

Statsgælden opgøres som den nominelle værdi af indenlandsk og udenlandsk gæld fratrukket statens indestående i Nationalbanken og statens aktiver i Den Sociale Pensionsfond (DSP) samt – fra 2005 – Finansieringsfonden til øgede uddelinger fra Danmarks Grundforskningsfond (Finansieringsfonden) og Højteknologifonden. Opdelingen på henholdsvis indenlandsk og udenlandsk gæld sker på basis af valuta. Indenlandsk gæld er eksponeret i kroner, mens udenlandsk gæld er eksponeret i valuta.

I opgørelsen af statsgælden indgår kun passivsiden i forbindelse med genudlån, dvs. statslige udstedelser til finansiering af genudlån. Derimod medregnes statens fordring på enhederne, der modtager genudlån, ikke. Statsgælden korrigeret for genudlån er statsgælden fratrukket udestående genudlån til Ørestadsselskabet I/S, A/S Øresund, A/S Storebælt og Danmarks Skibskreditfond.

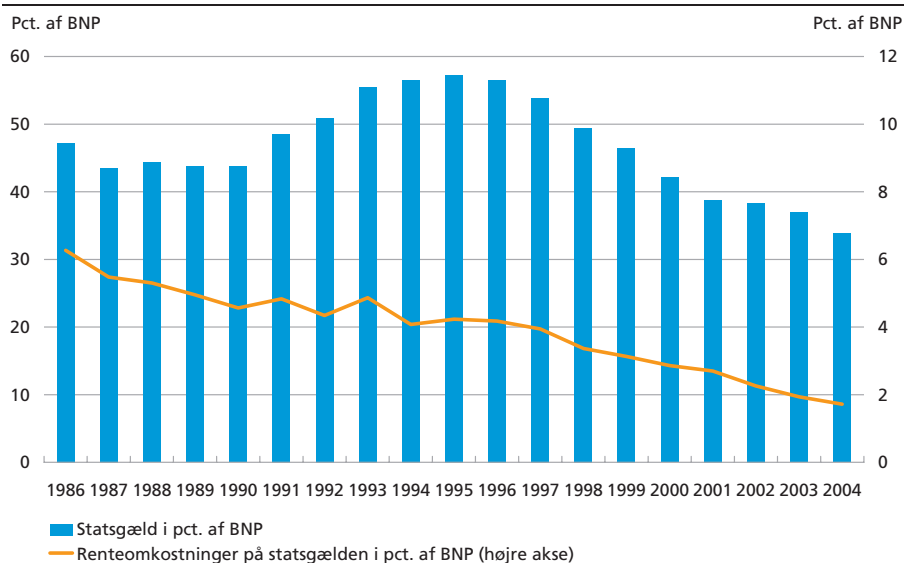
Ændringen i statsgælden svarer til nettolåntagningen til nominel værdi fratrukket ændringen i DSPs, Finansieringsfondens samt Højteknologifondens aktiver. Nettolåntagningen til nominel værdi består af låntagning til kursværdi tillagt kursreguleringer i forbindelse med emission og opkøb.

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. Både renteudgifterne og renteindtægterne i forbindelse med genudlån indgår i opgørelsen af statens nettofinansieringsbehov.

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

STATSGÆLD OG RENTEUDGIFTER, 1986-2004

Figur 7.2.1



NETTOLÅNTAGNING OG BEVÆGELSER I STATSGÆLDEN, 2001-04 Tabel 7.2.1

Mia.kr.	2001	2002	2003	2004
<i>Nettolåntagning</i>				
Indenlandsk låntagning	-14,0	8,6	-13,6	-10,4
Udenlandsk låntagning ¹	-1,4	-0,1	0,1	-0,1
Træk på statens konto i Nationalbanken	-8,3	-6,3	5,5	-17,6
Nettolåntagning til kursværdi	-23,7	2,2	-8,0	-28,0
<i>Kurstab</i>				
Indenlandsk emissionskurstab ²	1,0	5,3	-0,4	4,0
Udenlandsk emissionskurstab ²	-0,1	0,0	0,1	0,1
Kurstab i alt	0,9	5,4	-0,3	4,1
Nettolåntagning til nominel værdi	-22,7	7,5	-8,3	-23,9
<i>Statusposter, ultimo året, nominel værdi</i>				
Indenlandsk gæld	611,0	624,9	611,0	604,6
Udenlandsk gæld	83,8	83,7	83,9	83,9
Statens konto i Nationalbanken ³	-39,6	-46,0	-40,5	-58,0
Den Sociale Pensionsfond ⁴	-141,1	-141,4	-138,7	-136,9
Statsgæld til nominel værdi	514,1	521,3	515,7	493,6
Udestående genudlån ⁵	5,8	12,5	14,7	19,1
Statsgælden korrigeret for genudlån	508,3	508,8	501,0	474,6

Kilde: Statsregnskab 2001, 2002 og 2003. For 2004 foreløbige tal fra statens bogføring.

¹ Inkl. valutakursreguleringer.

² Inkl. opkøbskurstab.

³ For 2004 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 I/S, A/S Storebælt, A/S Øresund og fra 2004 Danmarks Skibskreditfond.

RENTEUDGIFTER FOR STATSGÆLDEN, 2001-04 Tabel 7.2.2

Mia.kr.	2001	2002	2003	2004
<i>Indenlandsk gæld</i>				
Renter	39,8	37,4	34,7	32,5
Fordelte emissionskurstab	2,7	2,3	1,6	1,0
Renteudgifter, i alt	42,5	39,8	36,3	33,5
<i>Udenlandsk gæld</i>				
Renter	4,0	3,2	2,0	1,7
Realiserede valutakurstab på afdrag	0,8	-0,7	0,0	-0,1
Fordelte emissionskurstab	0,0	-0,0	0,0	0,0
Renteudgifter, i alt	4,7	2,6	2,1	1,7
<i>Renter vedrørende</i>				
Statens konto i Nationalbanken	-2,2	-1,9	-1,7	-1,7
Den Sociale Pensionsfond	-9,3	-9,6	-9,6	-8,3
I alt	35,8	30,8	27,0	25,1

Anm.: Renteindtægter fra genudlån indgår ikke i opgørelsen af renteudgifter.

Kilde: Statsregnskab 2001, 2002 og 2003. For 2004 foreløbige tal fra statens bogføring.

DEN OFFENTLIGE SEKTORS BUDGETSALDO OG GÆLD, 2001-05					Tabel 7.3.1
	2001	2002	2003	2004	2005
Budgetsaldo i mia.kr.	37,5	21,2	14,6	21,9	25,5
Budgetsaldo i pct. af BNP	2,8	1,6	1,0	1,5	1,7
Bruttogæld i mia.kr.	633,2	642,8	624,8	607,4	590,6
Bruttogæld i pct. af BNP	47,8	47,2	44,7	41,6	38,7

Kilde: Finansministeriet, *Økonomisk Redegørelse*, december 2004.

DEN OFFENTLIGE SEKTORS BRUTTOGÆLD (ØMU-GÆLD)

7.3

Den offentlige sektors bruttogæld omfatter ud over statens gæld også gæld hos kommuner og amter mv. Statens gæld udgør den væsentligste del 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 beholdninger af statspapirer i DSP kan fratrækkes i gældsopgørelsen, hvorimod fx DSPs beholdning af ikke-statsobligationer samt indestående på statens konto i Nationalbanken ikke fratrækkes.

Udviklingen i medlemslandenes budgetsituation overvåges af Europa-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 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. En central forpligtelse i stabilitets- og vækstpagten er, at medlemslandene skal tilstræbe, at det offentlige budget på mellemlang sigt er "tæt på balance eller i overskud".

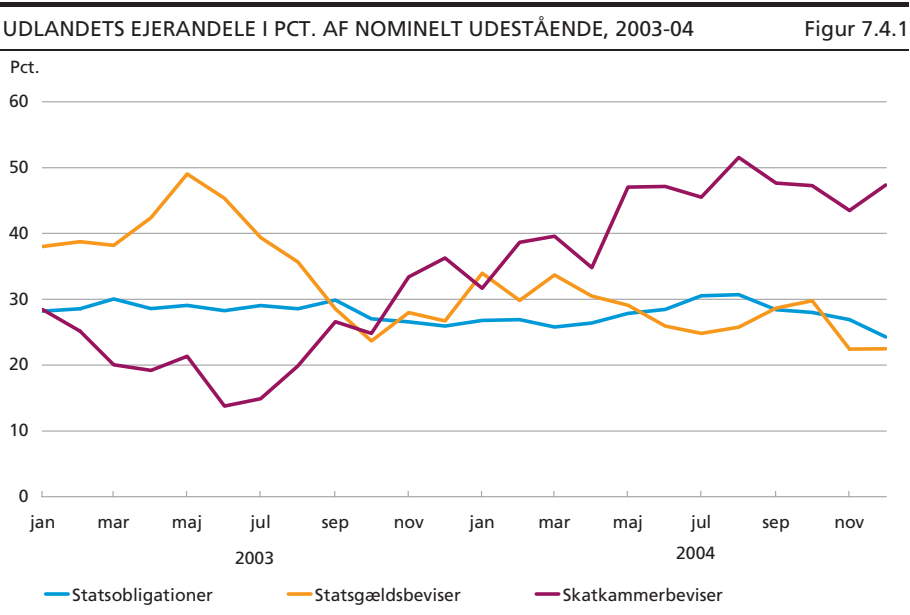
Den offentlige sektors bruttogæld ultimo 2004 er skønnet til 607,4 mia.kr. svarende til 42 pct. af BNP, jf. tabel 7.3.1.

EJERFORDELING FOR INDENLANDSKE STATSPAPIRER

7.4

Udlandets ejerandel af indenlandske statspapirer var 27 pct. ved udgangen af 2004. Den udenlandske ejerandel blev øget gennem første del af 2004, men faldt efterfølgende tilbage på samme niveau som ved udgangen af 2003, jf. tabel 7.4.1. Korrigeret for DSPs beholdning af statspapirer udgjorde den udenlandske ejerandel 33 pct. af danske statspapirer ved udgangen af 2004.

Udlandets ejerandel af skatkammerbeviser er steget fra en ejerandel på 14 pct. medio 2003 til 47 pct. ultimo 2004, jf. figur 7.4.1. En betydelig andel af danske skatkammerbeviser holdes af udenlandske centralbanker.



Kilde: Danmarks Nationalbank, Værdipapirstatistik, december 2004.

EJERFORDELING FOR INDENLANDSKE STATSPAPIRER, ULTIMO

Tabel 7.4.1

Pct. af nominelt udestående	dec-03	mar-04	jun-04	sep- 04	dec- 04
Ikke-finansielle selskaber	3	3	3	3	3
Finansielle inst. inkl. Nationalbanken	22	23	23	22	21
Forsikringsselskaber og pensionskasser	22	21	20	20	20
Offentlig sektor	23	22	22	22	23
Husholdninger mv.	2	2	2	2	2
Udlændinge	27	28	30	30	27
Uoplyst	1	1	2	2	4
I alt	100	100	100	100	100
Nominelt udestående i alt, mia.kr.	627,9	650,9	664,4	681,6	629,7
Kursværdi i alt, mia.kr.	670,1	700,0	699,1	722,6	677,4

Kilde: Danmarks Nationalbank, Værdipapirstatistik, december 2004.

Specialkapitler

KAPITEL 8

Udstedelse af statsobligationer

SAMMENFATNING

8.1

I Danmark udstedes langt hovedparten af de indenlandske statsobligationer elektronisk ved tapsalg på MTS Denmark (MTSDk), mens den udenlandske udstedelse foregår via syndikering. I andre EU-lande anvendes i højere grad auktioner ved salg af indenlandske statspapirer, evt. i kombination med syndikering eller tapsalg. Der eksisterer ikke nogen generel optimal udstedelsesmetode. De forskellige metoder afspejler, at valget af udstedelsesmetode afhænger af mange forhold, fx øvrig markedsindretning, traditioner, m.m.

Den danske tradition for tapsalg på statsobligationsmarkedet afspejler erfaringerne fra realkreditobligationsmarkedet, som indtil midten af 1970'erne udgjorde det danske obligationsmarked. Derudover har Statsgældsforvaltningen erfaring med at agere på obligationsmarkedet qua sin placering i Nationalbanken. De hidtidige erfaringer viser, at tapsalget fungerer godt, men der følges løbende op for at sikre, at udstedelsesmetoden fortsat fungerer hensigtsmæssigt.

Ved tapsalg foretages udstedelsen løbende over den valgte salgsperiode. Spredningen af salget reducerer risikoen i forhold til at sælge på enkelt dage. Specielt i perioder med høj volatilitet er det hensigtsmæssigt at have mulighed for at udjævne salget over en længere horisont.

I praksis foregår tapsalget til primary dealere i danske statsobligationer på den elektroniske handelsplatform, MTSDk. Udstedelsen foretages løbende til den gældende markedspris (bedste budpris), som bliver stillet af primary dealerne. Opkøb af statsobligationer med en restløbetid på mere end 13 måneder foregår ligeledes løbende (tap-opkøb) til gældende markedspris (bedste udbudspris). Opkøb i statsobligationer med en restløbetid under 13 måneder foregår i et særligt undersegment af MTSDk, hvor staten kan indlægge budpriser og -mængder.

Statsgældsforvaltningen tilstræber, at salgsaktiviteterne er neutrale over for markedet. Eksempelvis foregår salget på tidspunkter, hvor der er likviditet i markedet. Med henblik på at sikre transparens offentliggøres årets lånebehov løbende, og information om de samlede gennemførte daglige transaktioner er tilgængelig før næste handelsdag.

Auktioner

Auktioner annonceres ofte i god tid via en auktionskalender. Dette er med til at skabe opmærksomhed på og dermed større interesse for udstedelsen. Deltagerne ved auktionen er typisk afgrænset til en gruppe af banker (primary dealere). Slutinvestorer deltager i auktionen via den eksisterende deltagerkreds, ofte mod betaling af et mindre gebyr.

De senere års udvikling af elektroniske handelssystemer har sandsynligvis reduceret slutinvestorers interesse for at deltage i auktionerne. Via de elektroniske handelssystemer har slutinvestorerne mulighed for at købe de samme papirer til kendte (handlebare) priser, dvs. uden at være eksponeret for en markedsrisiko i perioder, hvor der afholdes auktion. Da primary dealerne efter auktionen udbyder papirerne på de elektroniske platforme inden for nogle givne mængder, vil der samtidig være garanteret et udbud i det sekundære marked.

Fleksibiliteten ved auktioner begrænses af annonceringen af auktionskalendere. Der er derfor risiko for at skulle afholde en auktion på en dag med lille investorinteresse, fx på grund af markedsusikkerhed.

Syndikering

Når statspapirer udstedes ved syndikering, modtager statsgældsforvaltningen investorernes bud via en kreds af banker (syndikatet), som forestår "book-buildingen". Efterspørgslen danner udgangspunkt for fastsættelse af den endelige pris. Ved syndikering opnås skærpet opmærksomhed på udstedelsen, målrettet afsætning til investorerne samt støtte ved prisfastsættelse af ikke-standardiserede produkter.

For at målrette afsætningen til investorerne markedsfører syndikatet produktet til en bred gruppe af investorer med forskellig geografisk placering, fra forskellige sektorer etc. Hvis en stor del af udeståendet placeres hos investorer, der i mindre omfang er tilbøjelige til at købe og sælge papirerne, kan det medføre en vis træghed i den efterfølgende sekundære handel. For at nå ud til en bredest mulig investorkreds tilstræbes ved valg af syndikatet at finde en kreds af banker, som komplementerer hinandens investorrelationer.

Bankerne deltager i syndikering mod honorering, som typisk udregnes som et fast gebyr. Fordelene ved syndikering skal derfor holdes op imod det forhold, at de samlede (direkte) udstedelsesomkostninger umiddelbart er større end ved andre udstedelsesmetoder.

Tapsalg

Ved løbende salg er udsteder mindre eksponeret over for risikoen for markedsudviklingen på enkelt dage. Specielt i perioder med høj volatilitet er det hensigtsmæssigt at have mulighed for at udjævne salget over en længere horisont.

Ved statsgældsforvaltningens løbende tilstedeværelse i markedet opnås samtidig en ekstra interesse fra primary dealerne til at være aktive, hvilket øger markedets likviditet. Samtidig er det løbende salg med til at sikre en kontinuert tilførsel af papirer, hvorved statspapirer i låneviften i mindre grad risikerer at blive ramt af knaphed og efterfølgende skæv prisfastsættelse.

En væsentlig betingelse for at opnå en tilfredsstillende tapudstedelse er en tilstrækkelig gennemsigtighed i markedet, således at markedsdeltagerne har informationer om den overordnede strategi, samt at der løbende offentliggøres information om lånebehovet. Derudover kræver det konstant overvågning og tilstedeværelse i markedet. Det er derfor personalemæssigt mere resursekrævende end auktioner.

Mange statsgældsforvaltninger, herunder den danske, har som overordnet målsætning at dække statens finansieringsbehov til lavest mulige, langsigtede låneomkostninger under hensyntagen til et acceptabelt risikoniveau. Et velfungerende marked for udstedelse af statspapirer er et vigtigt middel til at opfylde denne målsætning. Når det primære marked indrettes med henblik på at skabe en transparent og effektiv prisdannelse ved udstedelsen, skabes grundlag for at opnå lavest mulige finansieringsomkostninger.

Indretning af markedet for udstedelse af statsobligationer har også betydning for, hvordan det sekundære marked fungerer, og dermed indflydelse på et andet af Statsgældsforvaltningens hensyn: At understøtte et effektivt sekundært marked. Effektiv prisdannelse på det sekundære marked danner grundlag for, at investorer løbende har mulighed for og interesse i at købe og sælge statsobligationer. Dette understøtter interessen ved udstedelsen.

I *Guidelines for Public Debt Management*¹, udarbejdet af Verdensbanken og IMF, anbefales, at udstedelser skal være transparente, forudsigelige og markedsbaserede for at opnå de bedst mulige forudsætninger for en succesfuld udstedelse af statspapirer.

Auktioner er den mest udbredte udstedelsesform i EU-landene og anvendes i flere lande i kombination med syndikering eller tapsalg, jf. tabel 8.2.1. I de fleste lande anvendes tapsalg til i særlige tilfælde at supplere de normale udstedelser, der foretages via auktion. I Danmark anvendes auktionsformen ved åbning af statsobligationer, mens der ved efterfølgende udstedelser anvendes tapsalg.² De tre forskellige udstedelsesmetoder er nærmere beskrevet i boks 8.1.

Anvendelsen af syndikeringsmetoden har udviklet sig gennem tiden. Efter indførelsen af euroen begyndte en række mindre eurolande at anvende syndikering, hvor salget formidles gennem et konsortium af banker, til udstedelse af benchmarkobligationer. En fordel ved syndikering er, at investorernes opmærksomhed på udstedelsen skærpes. På grund af det store antal auktioner på euroobligationsmarkedet kan dette være nødvendigt ved mindre landes udstedelser. Derudover giver udstedelse via syndikering en god basis for at målrette udstedelsen mod en bredere gruppe af investorer, da det er syndikatbankernes opgave at sikre markedsføring til en stor gruppe af investorer. Syndikering anvendes primært ved åbning af nye papirer for at tiltrække større markeds-

¹ Kan findes på <http://treasury.worldbank.org>.

² Derudover sælges skatkammerbeviser ved månedlige auktioner. Der fokuseres i dette kapitel kun på udstedelse af mellem- og langfristede papirer.

OVERSIGT OVER UDSTEDELSESMETODER

Tabel 8.2.1

	Auktioner	Syndikering af		Tapsalg
		Indeks- papirer	Benchmark- papirer	
Belgien	✓		✓	
Danmark	✓			✓
England	✓			✓
Finland	✓		✓	
Frankrig	✓	✓		
Grækenland	✓	✓	✓	
Holland	✓		✓ ¹	
Irland	✓			✓
Italien	✓	✓	✓	
Portugal	✓		✓	
Spanien	✓		✓	
Sverige	✓			
Tyskland	✓			✓
Østrig	✓		✓	✓

Anm.: Oversigten dækker udstedelse af indenlandske mellem- og langfristede obligationer (løbetid over 1 år).

Kilde: Statsgældsforvaltningens websteder.

¹ Dutch Direct Auctions, hvor almindelige auktionsprocedurer (hollandsk auktion) kombineres med book-building via primary dealerne.

interesse, mens efterfølgende udstedelser typisk foretages via almindelige auktioner.

Nogle lande (Frankrig, Grækenland og Italien) er inden for de senere år begyndt at anvende syndikering ved udstedelse af indeksobligationer, og Italien og Spanien har benyttet syndikeringsmetoden ved udstedelse af obligationer med meget lang løbetid. Begge produkter udgør en lille andel af euroobligationsmarkedet og kan være vanskelige at prisfastsætte. Syndikatbankernes kontakt med potentielle investorer inden udstedelsen understøtter prisfastsættelsen. Som ved benchmarkudstedelser har anvendelse af syndikering i disse tilfælde yderligere den fordel, at opmærksomheden på udstedelsen skærpes, og at der opnås større indflydelse på investorsammensætningen.

Danmark anvender ikke syndikering ved indenlandske udstedelser, men syndikerer hvert år et lån i euro.

UDSTEDELSE OG OPKØB AF STATSPAPIRER I DANMARK

8.3

Det primære hensyn ved tilrettelæggelsen af statspapirsalget i Danmark for et givet år er, at der skal sælges statspapirer svarende til statens lånebehov. Med udgangspunkt i den overordnede strategi fastlægges de månedlige rammer på møder mellem Statsgældsforvaltningens middle- og front office. Sidstnævnte forestår implementering af salget i praksis.

Elektronisk udstedelse og opkøb via MTSDk

Danske statspapirer er siden november 2003 blevet udstedt på det elektroniske interdealer-marked, MTSDk. I forbindelse hermed har en række banker indgået en primary dealer-aftale med Statsgældsforvaltningen.¹ Den centrale forpligtelse for bankerne er at sørge for en effektiv market making, dvs. at de løbende stiller bud- og udbudspriser inden for fastlagte spænd og beløb i statsobligationer af typen stående lån med løbetid over 13 måneder.

Statsobligationer udstedes ved tapsalg på MTSDk med primary dealerne som modparter. Statsgældsforvaltningen sælger løbende til den gældende markedspris (bedste budpris), der stilles af primary dealerne, og optræder dermed på samme vilkår som andre pristagere. Market making sikrer, at der er handlebare priser på skærmen størstedelen af markedets åbningstid.²

Åbning af nye statspapirer sker i et særligt undersegment på MTSDk, hvor staten kan lægge udbudspriser og -mængder ind i systemet. Åbningen, med information om papiret (type, kupon, løbetid, termin, fondskode etc.), annonceres omkring to uger forinden. På åbningsdagen annonceres den initialt udbudte mængde samt et maksimum for salget på dagen. Da primary dealernes market making-forpligtelse i det nyåbnede papir træder i kraft, når der er udstedt for 5 mia.kr., sigtes der efter som minimum at sælge for dette beløb på åbningsdagen.³

Staten foretager på tilsvarende måde løbende opkøb på MTSDk (tap-opkøb). Opkøb i statsobligationer med market making sker til den bedste udbudspris i markedet. Derudover køber staten til Den Sociale Pensionsfonds beholdning, og fra 2005 til beholdningerne i Højteknologifonden og Finansieringsfonden til øgede uddelinger fra Danmarks Grundforskningsfond (Finansieringsfonden).

Der er ikke market making i statsobligationer med en restløbetid under 13 måneder. Opkøb i disse papirer sker i et særligt undersegment, hvor staten løbende kan indlægge budpriser og -mængder. Primary dealerne kan tilsvarende indlægge deres udbudspriser og -mængder.

Statspapirsalget og opkøb i praksis

Salget spredes over året inden for de fastlagte rammer, men er ikke ligeligt fordelt på alle årets dage, jf. figur 8.3.1. Det skyldes dels, at der som nævnt ovenfor sigtes efter et stort initialt salg ved åbning af papi-

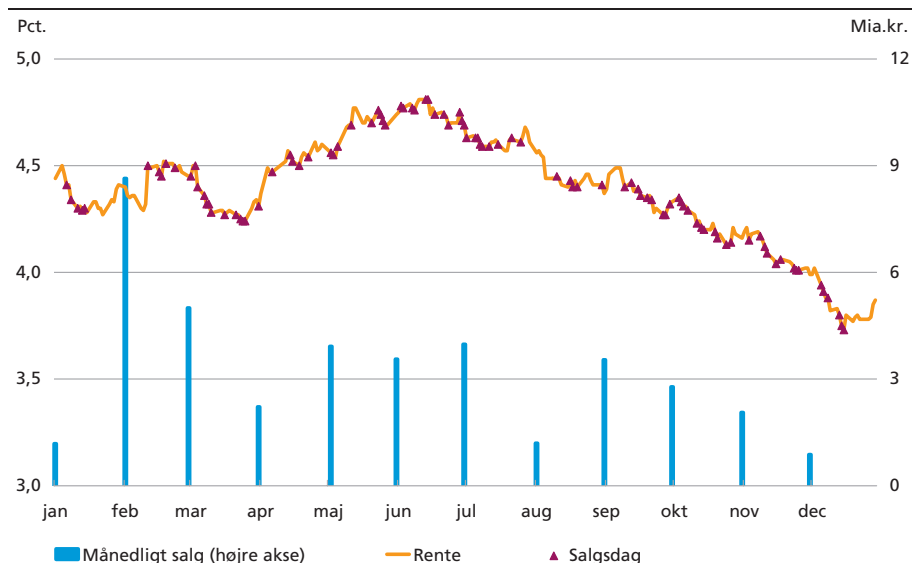
¹ Primary dealer-kontrakten findes på Nationalbankens websted, www.nationalbanken.dk, under Statsgæld.

² For mere om gennemsigtigheden og likviditeten i det danske statspapirmarked, se Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2004, Likviditet og gennemsigtighed i det danske statsobligationsmarked.

³ For en nærmere gennemgang af MTS Denmark og primary dealer-ordningen for danske statspapirer henvises til *Statens låntagning og gæld*, 2003, kapitel 9.

SALG OG EFFEKTIV RENTE I DET 10-ÅRIGE LÅNEVIFTEPAPIR, 2004

Figur 8.3.1



Anm.: I februar 2004 blev et nyt låneviftepapir åbnet i det 10-årige segment, hvilket forklarer månedens relativt høje salg. Et lignende billede fremkommer for de 2- og 5-årige låneviftepapirer.

rer. Derudover tenderer en relativt større andel af salget at ligge i første del af året for at sikre målsætningen om at "funde" staten.

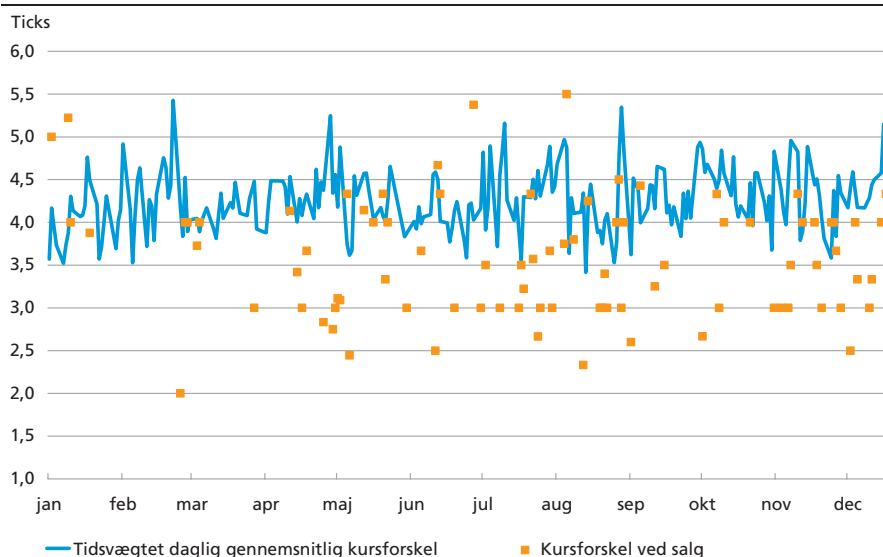
Ved placeringen af salget inden for måneden og inden for dagen tilstræbes neutralitet over for markedet, og at en given markedsudvikling ikke forstærkes. Dette skal ses i sammenhæng med Statsgældsforvaltningens bestræbelser på at understøtte et effektivt marked og indgår derfor som en hensigtserklæring i primary dealer-kontrakten. I praksis betyder det fx, at staten ikke sælger i et usikkert marked, hvor salget kan være med til at udstikke en ny kurs for markedet. Markedstendenser vurderes både absolut og relativt i forhold til eurolande, herunder særligt Tyskland.

For at undgå markedspåvirkning sælges generelt, når den underliggende interesse er stor. Som indikation herpå anvendes: Kursforskellen (forskellen mellem bedste bud- og udbudspris), dybden i markedet (hvor store mængder, der kan omsættes til de bedste bud- og udbudspriser) og rentespændet til Tyskland. Jo mindre kursforskel, jo større dybde og jo lavere rentespænd til Tyskland – desto større vurderes den underliggende interesse at være.

Som illustration er den gennemsnitlige kursforskel sammenholdt med den faktiske kursforskel ved salg i 2004, jf. figur 8.3.2. Kursforskellen er generelt mindre ved salg end gennemsnitligt. Dette afspejler som før nævnt, at salget lægges på tidspunkter, hvor den underliggende interesse i markedet er stor.

KURSFORSKEL VED SALG I DET 10-ÅRIGE LÅNEVIFTEPAPIR, 2004

Figur 8.3.2

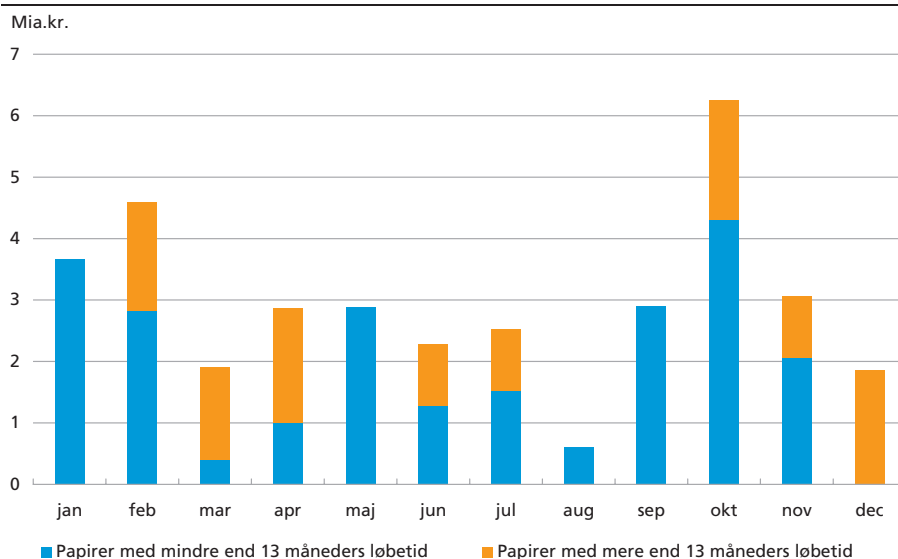


Anm.: Kurven viser den daglige gennemsnitlige kursforskel, som er tidsvægtet. Kursforskellen ved salg viser den faktiske forskel mellem bedste bud- og udbudspris på tidspunktet, hvor salget blev gennemført. Da data genereres via en algoritme, kan der dog være mindre afvigelser fra salgstidspunktet. Hvis der er gennemført mere end én handel på en dag, viser figuren et simpelt gennemsnit.

Opkøb foretages løbende over året, jf. figur 8.3.3. Opkøb af statspapirer med mindre end 13 måneders restløbetid anvendes til at udjævne indestående på statens konto i Nationalbanken. Opkøb af statspapirer med mere end 13 måneders restløbetid anvendes primært til renterisikostyring, til at udjævne statens afdragsprofil og til at opretholde en likvid lånevifte.

OPKØB I 2004, NOMINEL VÆRDI

Figur 8.3.3



Transparens og information

Efter overgangen til elektronisk udstedelse på MTSDk er der løbende adgang til førhandelspriser. Primary dealerne kan i løbet af handelsdagen på skærmen se de (handlebare) priser, som staten på et givet tidspunkt kan sælge til. Øvrige investorer kan mod betaling få adgang til informationen real-tid hos internationale nyhedsbureauer. Endelig er der via MTSDk gratis adgang til den samme information med 15 minutters forsinkelse. Førhandelsinformation bidrager generelt til transparens.

Derudover bidrager Statsgældsforvaltningen med information om salgsstrategi, lånebehov, åbning af nye papirer etc. For en nærmere gennemgang af den løbende information henvises til bilagsdelen bagerst i publikationen.

IMPLIKATIONER AF TAPSALGET

8.4

Indretningen af Statsgældsforvaltningens udstedelser af statsobligationer vil i det følgende blive vurderet ud fra to dimensioner: Dels analyseres implikationerne for risiko og omkostninger, og dels analyseres konsekvenserne for likviditet og prisfastsættelse.

Sammenligning af risiko og omkostninger

Tapsalget adskiller sig fra andre udstedelsesformer ved, at salget spredes over den valgte horisont. Ved en jævn fordeling af salget reduceres risikoen for, at salget foregår på dage med mindre gode markedsbetingelser. I praksis vil det ikke være muligt at sprede salget fuldstændigt jævnt, da aktiviteterne ønskes implementeret, så de er neutrale over for markedet, jf. afsnit 8.3.

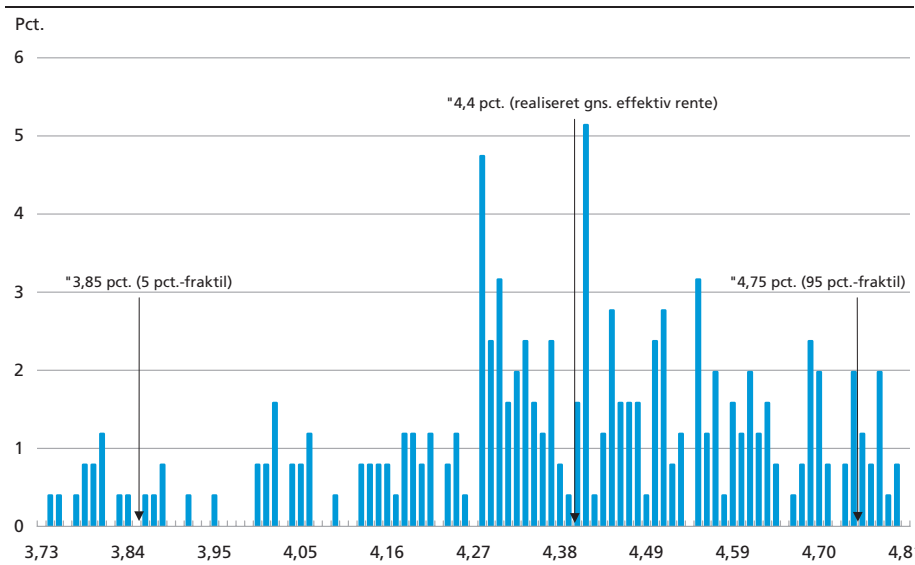
Med henblik på at vurdere implikationerne for risiko og omkostninger sammenholdes den gennemsnitlige realiserede effektive rente opnået ved tapsalget i 2004 med fordelingen for de daglige effektive renter for hele året, jf. figur 8.4.1.

Den gennemsnitlige realiserede effektive rente på – eller omkostningen ved – tapudstedelser i det 10-årige udstedelsespapir var i 2004 4,40 pct. Denne observation sammenholdes med fordelingens form angivet ved en nedre 5 pct.-fraktil og en øvre 95 pct.-fraktil på henholdsvis 3,85 pct. og 4,75 pct. Sidstnævnte illustrerer, at hvis udstedelsen i det 10-årige segment foregik i ét salg, ville der med en sandsynlig på 5 pct. være en risiko for at få en effektiv rente på mere end 4,75 pct.

Ved gennemførelse af en salgsstrategi, hvor der i større grad fokuseres på at sælge på én gang, vil udsteder i højere grad være afhængig af fordelingens form. I perioder med stor usikkerhed vil fordelingens fraktiler (5 pct. og 95 pct.) være i større afstand fra middelværdien. Dette

HISTOGRAM FOR EFFEKTIV RENTE I DET 10-ÅRIGE SEGMENT I 2004

Figur 8.4.1



Kilde: Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

afspejler en relativt højere risiko ved at sælge på færre tidspunkter sammenlignet med løbende salg over hele perioden. Der er dog mulighed for at købe afledte instrumenter på de finansielle markeder til at håndtere risikoen for at skulle sælge på fremtidige fastsatte dage.

Den gennemsnitlige realiserede effektive rente på udstedelser i de 2-, 5- og 10-årige løbetidssegmenter er for 2003 og 2004 sammenholdt med fordelingen af de observerede gennemsnitlige effektive renter, jf. tabel 8.4.1 Et resultat er, at de realiserede gennemsnitlige effektive renter opnået ved tapsalget for alle låneviftepapirer er på niveau med de observerede gennemsnitlige effektive renter.

Likviditet og prisfastsættelse

Valget af udstedelsesmetode har betydning for den sekundære handel. Opbygningen af udestående i en serie afhænger bl.a. af udstedelsesmetode. Under anvendelse af tapsalget sker opbygningen af udestående løbende i takt med salget. Ved udstedelse på auktion øges udestående diskretionært.

I en dansk kontekst tilstræbes på den første åbningsauktion at sikre et tilstrækkeligt udestående, hvilket er en betingelse for at opnå et vel-fungerende marked i de første dage efter åbning. Som før nævnt træder primary dealernes market making-forpligtelse i det nyåbnede papir i kraft, når der er udstedt for 5 mia.kr. Efterfølgende tapsalg sker med henblik på at sikre fortsat god likviditet i papiret.

OMKOSTNINGER OG RISIKO VED UDSTEDELSE		Tabel 8.4.1		
Segment		2-årige	5-årige	10-årige
<i>2003</i>				
Realiseret gennemsnitlig effektiv rente ved tapsalget ...		2,77	3,48	4,31
Observeret gennemsnitlig effektiv rente		2,82	3,56	4,31
5 pct.-fraktil		2,37	3,05	3,88
95 pct.-fraktil		3,11	3,87	4,59
<i>2004</i>				
Realiseret gennemsnitlig effektiv rente ved tapsalget ...		2,78	3,72	4,40
Observeret gennemsnitlig effektiv rente		2,76	3,63	4,38
5 pct.-fraktil		2,45	3,09	3,85
95 pct.-fraktil		3,05	4,14	4,75

Anm: I 2003 indgår følgende låneviftepapirer i de tre segmenter. 2-årige segment: 4 pct. st. lån 2004 og 4 pct. st. lån 2005; 5-årige segment: 4 pct. st. lån 2008; 10-årige segment: 5 pct. st. lån 2013. I 2004 indgår følgende låneviftepapirer i de tre segmenter: 2-årige segment: 4 pct. st. lån 2005 og 3 pct. st. lån 2006; 5-årige segment: 4 pct. st. lån 2008 og 4 pct. st. lån 2010; og 10-årige segment: 5 pct. st. lån 2013 og 4 pct. st. lån 2015.

Kilde: Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

Tilrettelæggelsen af tapsalget i Danmark medfører et løbende udbud, hvilket alt andet lige modvirker knaphed. Samtidig suppleres tapsalget med en mulighed for, at primary dealerne, ud over adgang til det private marked for værdipapirudlån, har adgang til statens udlånsordning. Gebyret er tilpasset udestående i papiret, således at et udestående på under 20 mia.kr. pålægges en omkostning på 0,2 pct., mens den for udestående over 20 mia.kr. er 0,4 pct.

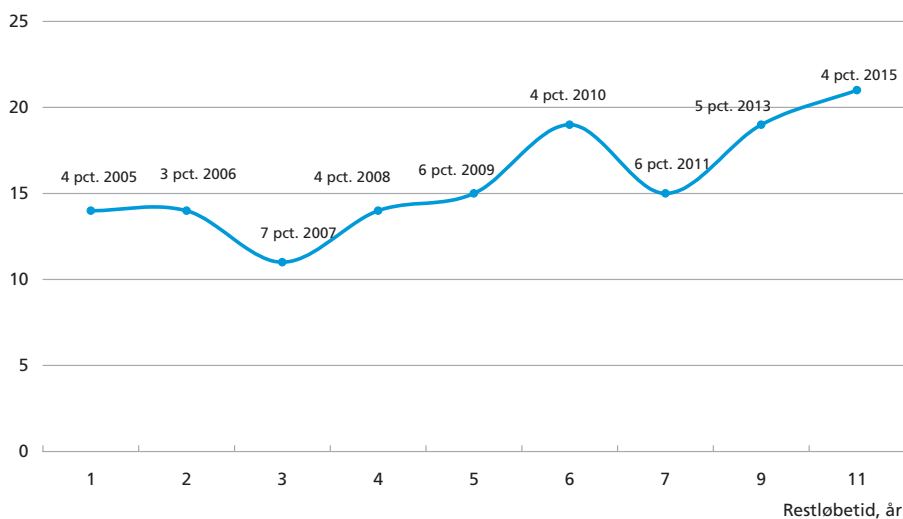
Ved såvel åbningssalget som tapsalget sker udstedelsen løbende til de gældende markedspriser. Med henblik på at undersøge prisdannelsen i låneviftepapirerne sammenholdes det gennemsnitlige rentespænd til den tyske kurve i 2004 med statspapirernes restløbetid, jf. figur 8.4.2.

Låneviftepapirerne i det 2- og 10-årige løbetidssegment har i størstedelen af 2004 været henholdsvis 3 pct. stående lån 2006 og 4 pct. stående lån 2015. Som det fremgår, har papirerne i gennemsnit været prisfastsat på niveau med de nærmeste off-the-run statspapirer. 4 pct. stående lån 2010 har i langt hovedparten af 2004 været låneviftepapir i det 5-årige løbetidssegment. Dette papir ligger med et gennemsnitligt højere spænd til den tyske kurve end de umiddelbart omkringliggende off-the-run statspapirer.

I visse perioder har de øvrige låneviftepapirer ligeledes været prisfastsat med et større spænd til den tyske kurve. Fænomenet kan muligvis tilskrives, at der implicit dannes nogle markedsforventninger om det fremtidige udbud via tapsalget, som diskonteres ind i markedsdeltageres prisfastsættelse af statspapirerne.

RENTESPÆND MELLEM DANSKE STATSPAPIRER OG DEN TYSKE KURVE, 2004 **Figur 8.4.2**

Spænd til Tyskland, basispoint



Anm.: Rentespændet er korrigeret for forskelle i løbetid og varighed og er beregnet som et simpelt gennemsnit af daglige observationer for 2004.

Kilde: Bloomberg og egne beregninger.

KAPITEL 9

Lånegarantier og genudlån

SAMMENFATNING**9.1**

Der er internationalt kommet større fokus på statslige garantier bl.a. i regi af IMF, Verdensbanken og OECD. I lyset af det internationale arbejde på garantiområdet har Finansministeriet og Statsgældsforvaltningen indledt et samarbejde om en gennemgang af den danske lånegaranti- og genudlånsmodel.¹ Statsgældsforvaltningen administrerer for Finansministeriet hovedparten af statens lånegarantier samt statens genudlån.

Statslige lånegarantier og genudlån har baggrund i et politisk ønske om at understøtte finansieringen af bestemte projekter. I Danmark udstedes langt hovedparten til statsejede selskaber, som er engageret i store infrastrukturprojekter.

Ved at udstede en lånegaranti står staten som garant for, at långiverne ikke lider tab på deres udlån til selskaberne. Ved statslige genudlån optager selskaberne lån direkte hos staten. Begge dele muliggør billigere finansiering for selskaberne i forhold til ikke-garanteret privat låntagning. På grund af statens ejerskab er dette en fordel for staten, men til gengæld afspejler den billigere finansiering ofte en tilsvarende højere risiko.

Lånegarantier og genudlån eksponerer stater over for et potentielt fremtidigt tab og en deraf følgende budgetforværring. Fokusområder for det internationale arbejde på garanti- og genudlånsområdet er derfor dels behandlingen i relation til statsbudgetter og gældsopgørelser og dels håndteringen i relation til statens risikostyring.

I dette kapitel beskrives lånegarantier og genudlån nærmere, en række centrale anbefalinger fra IMF, Verdensbanken og OECD opridses, og endelig redegøres for den danske praksis.

KORT OM LÅNEGARANTIER OG GENUDLÅN**9.2**

Statslige lånegarantier og genudlån anvendes i en lang række lande med baggrund i et politisk ønske om at understøtte finansieringen af bestemte projekter. Større infrastrukturprojekter er et typisk eksempel.

¹ Dette kapitel er udarbejdet som led i dette samarbejde mellem Finansministeriet og Statsgældsforvaltningen.

Ved en stats lånegaranti til et selskab står staten som garant for, at ydelserne på selskabets lån betales. Hvis selskabet misligholder garanterede lån, overføres selskabets forpligtelser over for långiver til staten. Det øger alt andet lige statens gæld.

Ved statslige genudlån optager selskabet lån direkte hos staten. Staten finansierer genudlånene via sin egen låntagning og udbetaler det ønskede provenu til selskabet, som derefter betaler renter og afdrag til staten. Genudlån er et aktiv for staten, som modsvares af et statsligt passiv i form af højere gæld. Hvis selskabet misligholder forpligtelserne i genudlånet, svarer det til, at statens aktiv nedskrives, mens staten står tilbage med passivet.

Statsgarantier og genudlån eksponerer på samme måde staten over for et potentielt tab som følge af kreditrisikoen på selskabernes lån og kan derfor ikke anses som værende uden omkostninger for staten. Omvendt muliggør lånegarantier og genudlån billigere finansiering for selskaberne ved at udnytte en høj statslig kreditværdighed.

Låntagning under en statsgaranti svarer de facto til låntagning i statens navn. Når en bank fastsætter renten på et lån til et selskab, som er garanteret af en stat, er det statens og ikke længere selskabets egen

OMKOSTNINGSBESPARELSE OG RISIKO VED LÅNEGARANTIER OG GENUDLÅN	
	Boks 9.1
En lånerente, r , kan illustrativt opdeles i tre elementer: 1) Den risikofri rente, r_{rf} , 2) et tillæg, r_{ft} , der modsvarer det forventede tab, og 3) en risikopræmie, r_{rp} , der afspejler en merpræmie, som markedet kræver for at påtage sig kreditrisikoen. Dvs.	
$r = r_{rf} + r_{ft} + r_{rp}$	
Den risikofri rente, r_{rf} , er renten på et lån uden kreditrisiko. Tillægget, r_{ft} , modsvarer <i>det forventede tab</i> (i statistisk forstand) som følge af låntagers potentielle misligholdelse af lånet. En långiver, der er risikoavers, vil i tillæg til r_{rf} og r_{ft} kræve en kompensation, r_{rp} , for, at tabet kan blive større end det forventede tab.	
Antag fx at en långiver yder et selskab et lån på 100 kr. Med 60 pct. sandsynlighed kan selskabet tilbagebetale hele lånet, mens selskabet med 40 pct. sandsynlighed kun kan tilbagebetale 80 kr. Det antages forsimpelende, at selskabet altid kan betale renterne. Det forventede tab på lånet beregnes som $100 \text{ kr.} \cdot (0,6 \cdot 100 \text{ kr.} + 0,4 \cdot 80 \text{ kr.}) = 8 \text{ kr.}$ Den forventede tilbagebetaling er dermed $100 \text{ kr.} - 8 \text{ kr.} = 92 \text{ kr.}$	
r_{ft} fastsættes således, at långivers forventede afkast ved at udlåne til den risikofri rente er lig det forventede afkast ved at foretage den risikable investering. Hvis den risikofri rente er 5 pct., er r_{ft} i dette tilfælde godt 9 pct.:	
$100 \cdot (1 + 0,05) = 92 \cdot (1 + 0,05 + r_{ft}) \Rightarrow r_{ft} = 0,0913$	
En risikoneutral långiver vil i dette tilfælde kræve en rente på i alt $r = 5 \text{ pct.} + 9,13 \text{ pct.} = 14,13 \text{ pct.}$ for at udlåne til selskabet.	

Långiver vil imidlertid aldrig få 92 kr. tilbage på lånet. Enten betaler låntager 100 kr. eller 80 kr. Kun hvis långiver har en stor portefølje af tilsvarende lån, vil långiver i gennemsnit få 92 kroner tilbage.

Muligheden for, at långiver får et lavere afkast end det forventede, vil for en risikoavers långiver udmønte sig i opkrævning af en risikopræmie, r_{rp} . Størrelsen vil afhænge af investorenes risikoaversion.

Hvis staten garanterer for selskabets låntagning, vil selskabet alt andet lige kunne låne til statens lånerente. For en stat med en meget høj kreditværdighed, som eksempelvis den danske stat, vil dette approksimativt svare til den risikofri rente, r_{rf} . En lånegaranti reducerer dermed selskabets låneomkostninger, fordi långiver ikke behøver kompensation for kreditrisikoen i form af r_{rf} og r_{rp} .

I praksis vil selskabets låneomkostninger under en statsgaranti ikke nødvendigvis svare til statens egen lånerente. Staten opnår en likviditetspræmie ved at udstede store obligationsserier, som handles aktivt bl.a. på internationale elektroniske handelsplatforme. Investorerne vil alt andet lige betale en præmie for høj omsættelighed, som bidrager til at reducere låneomkostningerne. Selskaberne kan ikke i samme udstrækning opnå en likviditetspræmie.

Ved at garantere for selskabets låntagning påtager staten sig en øget risiko. I ovenstående eksempel er statens forventede tab på at stille en lånegaranti 8 kr.

Ved genudlån reduceres selskabernes renteomkostninger, hvis genudlånsrenten afspejler statens egen lånerente. På den anden side udsættes staten for et potentielt tab. Det forventede tab på et genudlån på 100 kr. til selskabet i eksemplet ovenfor vil være 8 kr. som ved lånegarantier.

kreditværdighed, der er relevant. På grund af garantien vil selskabet derfor typisk kunne opnå en lavere rente i det private marked end uden en statsgaranti. Renten vil alt andet lige afspejle statens egen lånerente. Statslige udstedere opnår dog – qua store udstedelser – ofte en likviditetspræmie, som selskaberne ikke i samme udstrækning vil kunne opnå.

Ved genudlån kan selskaberne tilsvarende opnå billigere låntagning, hvis genudlånsrenten, dvs. den rente, som selskaberne betaler til staten, afspejler renten på de bagvedliggende statspapirudstedelser.

I boks 9.1 beskrives kreditrisikoen og de forventede omkostninger ved garantier og genudlån nærmere.

INTERNATIONAL FOKUS PÅ GARANTIER – BEST PRACTICE

9.3

Statsgarantier har været årsag til store økonomiske tab for en række stater og har tydeliggjort, at traditionelle gældsopgørelser ikke altid giver et retvisende billede af staters reelle økonomiske forpligtelser. I det lys er der internationalt kommet større opmærksomhed på behandlingen af garantier, og ratingbureauer inddrager i stigende grad garantier i evalueringen af staters kreditværdighed.

IMF og Verdensbanken har i publikationen *Guidelines for Public Debt Management*¹ opstillet anbefalinger vedrørende håndteringen af *contingent liabilities*, herunder garantier. *Contingent liabilities* er forpligtelser, som er betinget af, at fremtidige usikre begivenheder indtræffer, fx konkurs. Disse forpligtelser kan overordnet opdeles i eksplicitte og implicitte. De eksplicitte er fastlagt ved lov eller juridisk bindende kontrakter, mens implicitte er politiske eller moralske forpligtelser. Lånegarantier er et typisk eksempel på en eksplicit betinget forpligtelse. Staters økonomiske afhjælpning i tilfælde af naturkatastrofer er et eksempel på en implicit forpligtelse. Budskaberne fra IMF og Verdensbanken er bl.a.:

- "Debt managers should consider the impact that contingent liabilities have on the government's financial position, including its overall liquidity, when making borrowing decisions."
- "Governments should monitor the risk exposures they are entering into through their explicit contingent liabilities, and ensure that they are well informed of the associated risks of such liabilities. [...] Some governments have found it useful to centralize this monitoring function. In all cases, the debt managers should be aware of the explicit contingent liabilities that the government has entered into."
- "The fiscal authorities should also consider making budget allowances for expected losses from explicit contingent liabilities. In cases where it is not possible to derive reliable cost estimates, the available information on the cost and risk of contingent liabilities or a liquidity drain can be summarized in the notes to the budget tables or the government's financial accounts, since contingent liabilities may represent a significant balance sheet risk for a government."

OECD-anbefalinger på garantiområdet er beskrevet i rapporten *Advances in Risk Management of Government Debt*². De omfatter bl.a.:

- "A basic requirement of a sound governance system is that there are rules and procedures such that the costs of a guarantee are properly revealed when issued. To this end, decisions on guarantees should follow the same rules and procedures as decisions on direct use of government resources (state aid, loans, subsidies, etc.), usually involving the parliament."
- "A sound governance system must also have adequate rules for reporting of guarantees. Public accounting systems generally do not treat guarantees as liabilities. Even so, information about the guarantee portfolio should be published regularly, linked to the conventional debt portfolio."
- "[...] debt managers have a key role in risk management involving guarantees, as contingent debt is effectively a latent form of government debt. This calls for defining measures of cost and risks that encompass both the guarantee portfolio and the regular debt portfolio."
- "[...] the case for involving debt managers in issuance of guarantees is mixed. On the one hand, debt managers possess general financial and economic expertise, and they are likely to have the appropriate perspective on guarantee pricing. However, experience with credit and project evaluation, key aspects in guarantee pricing, are not important parts of conventional debt management. Guarantee programmes involving a large number of borrowers may also involve administrative burdens that have few similarities to conventional debt management."

¹ *Guidelines for Public Debt Management* kan findes på <http://treasury.worldbank.org>.

² Rapporten offentliggøres senere i 2005.

IMF, Verdensbanken og OECD har formuleret *best practice*-principper for håndteringen af statsgarantier.¹ I boks 9.2 gengives nogle af de centrale anbefalinger. Udgangspunktet er, at udstedelse af statsgarantier eksponerer stater over for et potentielt fremtidigt tab på budgettet. To centrale områder i anbefalingerne er derfor behandlingen af garantier i relation til statsbudgetter og gældsopgørelser samt håndteringen i relation til statens risikostyring.

Gældsopgørelse og budgetbehandling

Garantier indregnes typisk ikke i statsbudgetter, før de træder i kraft og giver anledning til betalinger fra staten til garantimodtager. Både IMF og Verdensbanken samt OECD påpeger, at der kan inddrages et skøn for statens forventede garantiomkostning i budgetprocessen, når beslutningen om garantiudstedelse træffes. Det kan sikre, at den politiske beslutning om garantiudstedelse kan sammenholdes med andre beslutninger om direkte brug af budgetressurser. Dermed undgås, at garantiudstedelse kan forekomme politisk fordelagtigt alene af den grund, at garantien ikke umiddelbart belaster budgettet.

For at imødegå de potentielle fremtidige forpligtelser under statslige garantier og for at øge gennemsigtigheden kan der tillige afsættes budgetmidler. Den skønnede omkostning kan fx overføres til en garantifond.

Skøn over forventede tab på lånegarantier er ofte vanskelige at opgøre. Det gælder fx de statslige lånegarantier, som udstedes til statslige selskaber med specifikke formål, der ikke har sidestykke i den private sektor, og hvor der derfor ikke findes et erfaringsgrundlag at basere en risikovurdering på. Statens forventede tab og risiko kan dog – med varierende usikkerhed – ofte skønnes ved hjælp af kvantitative og kvalitative vurderinger. I de tilfælde, hvor det ikke er muligt at udlede et skøn over de forventede tab, fremhæver IMF og Verdensbanken, at den tilgængelige information om risiko og omkostninger kan listes i noter til budgettet eller statsregnskabet.

Sverige og USA er eksempler på et fåtal af lande, hvor potentielle garantiomkostninger og, i USAs tilfælde, genudlånsomkostninger føres på budgettet, jf. boks 9.3.

Hvad angår staternes gæld, fremtræder garantier sjældent på opgørelserne. *Best practice* indebærer, at garantierne som et minimum publiceres regelmæssigt i tillæg til de konventionelle gældsopgørelser.

¹ Best practice-litteraturen fokuserer primært på garantier. Garantier og genudlån behandles i praksis ofte forskelligt i relation til fx staters gældsopgørelser og budgetter. Den økonomiske betydning af garantier og genudlån kan imidlertid overordnet set sidestilles, hvorfor mange af ræsonnementerne på garantiområdet kan overføres til genudlån.

USA¹

Den amerikanske stat har et stort antal programmer, hvorunder staten udsteder lånegarantier og lån. Med vedtagelsen af "The Federal Credit Reform Act" i 1990 blev der indført en ny budgetteringspraksis for disse programmer. Denne praksis indebærer, at statens (forventede) omkostning ved at udstede en lånegaranti eller genudlån skal budgetteres som omkostning, når beslutningen træffes. Herved sidestilles de budgetmæssige omkostninger ved henholdsvis genudlån og statslige lånegarantier, og omkostningerne kan sammenlignes med andre udgiftsbeslutninger. Blandt reformens centrale elementer er:

- Der opereres med en såkaldt subsidieomkostning: Subsidieomkostningen defineres som forskellen mellem nutidsværdien af alle fremtidige betalinger henholdsvis fra og til staten. Subsidieomkostningen er den forventede værdi af lånet eller garantien i statistisk forstand.
- Kongressen skal bevilge subsidieomkostningen, før der kan udstedes en statslig lånegaranti eller ydes et statsligt lån direkte.
- Subsidieomkostningen omkostningsføres på budgettet, når lånet eller garantien udstedes.
- Ændring af låne- eller garantivilkår kan ændre subsidieomkostningen, ligesom subsidieomkostningen skal reestimeres løbende.
- De faktiske pengestrømme føres på separate regnskaber og indgår ikke på budgettet, fordi der ikke er tale om en omkostning i budgetmæssig forstand.

Sverige²

Rammerne for garantiudstedelse i Sverige er fastlagt i "budgetlagen". I henhold til denne kan der kun udstedes en statsgaranti efter beslutning i Riksdagen (parlamentet), hvor formålet og, normalt, garantiens maksimum specificeres. Af "budgetlagen" fremgår endvidere, at der skal opkræves en afgift ved udstedelse af garantier. Afgiften skal "svare til statens finansielle risiko og andre omkostninger ved forpligtelsen, forudsat at Riksdagen ikke beslutter andet for en given forpligtelse" ((15 § lag (1996:1059) statsbudgeten)). Et af formålene med afgiften er at sikre, at staten afsætter resurser til at imødegå fremtidige forventede forpligtelser under garantien. Afgiften opkræves enten fra garantimodtager eller fra statsbudgettet, hvis det beslutes, at garantimodtager ikke skal afholde afgiften. Anvendelsen af afgifter gør desuden garantibeslutningens omkostning eksplicit, og denne omkostning kan sammenlignes med andre udgiftsbeslutninger.

Udstedelse af garantier til specifikke projekter eller selskaber varetages normalt af Riksgäldskontoret. Riksgäldskontorets opgaver inkluderer fastsættelse af garantiafgiften.

¹ U.S. Office of Management and Budget, Task Force on the Harmonization of the Public Sector Accounting (TFHPSA). "Direct Loans and Loan Guarantees: Controlling 'Off-Budget' Expenditures in the United States". Dokumentet kan findes på www.imf.org/external/np/sta/tfhpsa.

² Riksgäldskontoret, *Statsupplåning – prognos och analys*, 2003:2, Statsliga garantier – förslag till ännu bättre regelverk. Publikationen kan findes på www.rgk.se.

Risikostyring og statsgældsforvaltningers rolle

Udløsning af en garanti vil alt andet lige forværre statsbudgettet og forøge statens gæld. Både OECD samt IMF og Verdensbanken understreger vigtigheden af, at statsgældsforvaltningerne har information om forventede betalinger under statens lånegarantier, så låntagningen og risikostyringen af statsgældsporteføljen kan tilrettelægges derefter.

I tilfælde af at statens garantiportefølje giver anledning til en uacceptabel risiko, kan statsgældsforvaltningen tilpasse statens risikoeksponering via ændringer i statsgældsporteføljen. Risikoen på lånegarantier afhænger af de underliggende låns kreditkvalitet, og det er vanskeligt direkte at justere statens eksponering over for kreditrisiko. Derimod kan markedsrisikoen på statsgældsporteføljer typisk justeres hurtigt ved fx at ændre rente- eller evt. valutakurseksponering, som påvirker statens samlede risiko. Som fremhævet af OECD, kan statsgældsforvaltninger dermed bidrage til en konsolideret statslig risikostyring.

GENNEMGANG AF DEN DANSKE LÅNEGARANTI- OG GENUDLÅNSMODEL

9.4

I lyset af det internationale arbejde på statsgarantiområdet har Finansministeriet og Statsgældsforvaltningen i Nationalbanken indledt et samarbejde om en gennemgang af den danske model. Modellen oprindes i dette afsnit.

Kort om porteføljerne

Statsgældsforvaltningen administrerer hovedparten af den danske stats lånegarantier og genudlån. De fleste statsgarantier og genudlån er knyttet til store infrastrukturprojekter. Storebæltsbroen og Øresundsbroen er de største modtagere af garantier. Hovedparten af genudlåne- ne er udstedt til Ørestadsselskabet I/S, der bl.a. har ansvaret for etablering og drift af metroen.

Ultimo 2004 administrerede Statsgældsforvaltningen garantier for 82,4 mia.kr., jf. tabel 9.4.1.

Statsgældsforvaltningen udsteder på de relevante ministeriers vegne garantierne og bidrager til at fastlægge overordnede retningslinjer for selskabernes låntagning mv.

Ved udgangen af 2004 udgjorde udestående genudlån 19,1 mia.kr., jf. tabel 9.4.2.

Hovedparten af de statslige genudlån afspejler nøjagtigt eksisterende statspapirer, dvs. at kuponrente, rentetermin og afdragstidspunkt modsvarende bagvedliggende statspapirers karakteristika. Hvilke statspapirer, der kan foretages genudlån i, fastlægges i en genudlånsvifte. Viften

STATSLIGE GARANTIER VEDRØRENDE LÅN		Tabel 9.4.1
Mia.kr.		Ultimo 2004
Hypotekbanken		2,7
A/S Storebælt		37,9
A/S Øresund		6,6
Øresundsbron		22,5
DSB og DSB S-tog A/S		10,1
Danmarks Radio		2,5
I alt		82,4

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

omfatter alle fast forrentede statsobligationer af typen stående lån i danske kroner i løbetidssegmenterne mellem 2 og 10 år. Optagelseskursen fastsættes på baggrund af gældende markedsforhold.

Danmarks Skibskreditfond kan optage serielån i kroner og US dollar. Disse afspejler ikke eksisterende statspapirer. Renten i serielånene baseres imidlertid på nulkuponkurven for statspapirer og afspejler i den forstand statens lånevilkår¹.

Statsejede selskaber

Statslige lånegarantier og genudlån ydes hovedsageligt til statsejede selskaber. I kraft af statens ejerskab af selskaberne er det alt andet lige en fordel for staten, at selskaberne opnår billig finansiering. Lavere finansieringsomkostninger udmønter sig i en forbedring af selskabernes resultat, som kommer staten til gode som ejer. Billig finansiering via lånegarantier og – i visse tilfælde – genudlån afspejler imidlertid en øget risiko for staten.

Selskabernes sparede låneomkostninger og statens risiko afhænger af selskabsformen. Hovedparten af genudlånene er udbetalt til Ørestads-

GENUDLÅN, NOMINEL VÆRDI		Tabel 9.4.2
Mia.kr.		Ultimo 2004
A/S Storebælt		1,0
A/S Øresund		3,9
Ørestadsselskabet I/S ¹		13,6
Danmarks Skibskreditfond ²		0,5
I alt		19,1

¹ Der stilles ikke statsgaranti for Ørestadsselskabets låntagning, da der er tale om et interessentskab med staten som medejer.

² Genudlån udstedt til Danmarks Skibskreditfond er omregnet til kroner efter dollarkursen pr. 30. december 2004 (546,76 kroner pr. 100 US dollar).

¹ Genudlån til Danmarks Skibskreditfond er nærmere beskrevet i *Statens låntagning og gæld*, 2003, kapitel 10.

selskabet, som er et interessentskab med staten som medinteressent. Denne selskabsform indebærer, at staten i forvejen står som debitor for selskabets låntagning. Derfor vil forskellen mellem selskabets låneomkostninger via genudlån og privat låntagning være begrænset. Desuden påtager staten sig ikke en merrisiko via genudlånene i forhold til at lade selskabet låne i det private marked.

For statsejede aktieselskaber, hvor statens risiko i udgangspunktet er begrænset til egenkapitalinskuddet, indebærer lånegarantier og genudlån, at statens risiko øges til også at omfatte kreditrisikoen på gælden. Det muliggør, at selskaberne sparer det rentetillæg til statslånerenten, som de skulle have betalt til private banker for ikke-garanteret låntagning. Dette rentetillæg afspejler det forventede tab på lånet samt en risikopræmie, jf. boks 9.1. Statens umiddelbare økonomiske gevinst via ejerskabet ved billig finansiering af selskaberne afspejler derfor forventede fremtidige meromkostninger på grund af kreditrisikoen.

Selv om statens forventede tab på lånegarantier og genudlån modsvarer af højere overskudsoverførsler fra aktieselskaberne, er dette ikke ensbetydende med, at staten er bedre rustet til at imødegå fremtidige tab. Det kræver, at der hensættes budgetmidler, eller at de forøgede overskudsoverførsler fra selskaberne afspejles i en budgetforbedring.

Statsbudgettet og gældsopgørelse

En samlet oversigt over den danske stats lånegarantier, genudlån mv. fremgår som noter til statsregnskabet. Her oplyses om nominelle udståender, som er det maksimale hypotetiske tab for staten som følge af engagementerne. Desuden oplyses årligt om statens lånegarantier og genudlån, der administreres af Statsgældsforvaltningen, i publikationen *Statens låntagning og gæld*.

De selskaber, der kan låne med statsgaranti eller optage genudlån, betaler som udgangspunkt en provision på 0,15 pct. af låneomfanget. Provisionen indgår som indtægt på statsbudgettet på linje med eventuelle overskudsoverførsler fra selskaberne til staten. På udgiftssiden budgetteres ikke med skøn for de forventede statslige omkostninger som følge af kreditrisikoen.

Selve udstedelsen af genudlån eller lånegarantier påvirker ikke statens DAU-saldo. I modsætning til lånegarantier belaster genudlån statsgælden og ØMU-gælden ved udstedelsen. Genudlånene finansieres via øgede statspapirudstedelser, hvilket øger gælden. Staten opnår et aktiv i form af genudlånet, som ikke modregnes i gældsopgørelserne. Idet genudlån og lånegarantier er forbundet med samme risiko for staten, er der ikke på denne baggrund økonomisk belæg for at foretrække lånegarantier i forhold til genudlån.

Risikostyring

Som følge af de finansielle risici, som staten pådrager sig ved at stille garantier, fastlægger staten de overordnede retningslinjer for de statsgaranterede selskabers aktivitet på lånemarkederne. De risici, som staten eksponeres overfor via selskabernes egen låntagning, kan sidestilles med de risici, som staten pådrager sig via låntagning i eget navn. Retningslinjerne skal sikre, at de statsgaranterede selskaber gennem deres låntagning og øvrige finansielle transaktioner ikke pådrager sig risici, som staten ikke ville pådrage sig direkte. Statsgældsforvaltningen udarbejder og vedligeholder i den forbindelse en liste over acceptable lånetyper. De statsgaranterede selskaber skal desuden løbende informere om deres låntagning, og der afholdes regelmæssige møder mellem selskaberne, Finansministeriet og Statsgældsforvaltningen. Det er imidlertid selskabernes bestyrelse og direktion, der har ansvaret for selskabernes finansielle transaktioner, risikostyring mv.

Fastlæggelse af statsgældens renteeksponering er en central del af Statsgældsforvaltningens risikostyring. Hvert år fastlægges et strategisk benchmark for statsgældens varighed, som er et summarisk mål for trade-off'et mellem renteomkostninger og -risiko. Varighedsmålet fastlægges på baggrund af langsigtede analyser. I disse analyser modregnes genudlånsporteføljen som et aktiv i passiverne for at opnå en mere konsolideret risikoanalyse.

Finansministeriets skøn for budgetudviklingen indgår i analysen, idet budgettet er afgørende for gældsudviklingen og renteomkostningerne. Tab på lånegaranti- og genudlånsporteføljen giver anledning til budgetforværringer. Estimer for kredittab på lånegarantier og genudlån kunne derfor principielt indgå i skønnene for budgetudviklingen og dermed også i fastlæggelsen af statens renteeksponering. Omvendt kan der argumenteres for, at estimer for fx ekstraordinært store overskud fra de statsejede selskaber ligeledes burde indgå. Den potentielle effekt på statsgælden fra kredittab på garantier og genudlån indgår på ad hoc-basis i analysen på linje med andre usikkerhedsfaktorer i budgettet. Dette sker ved, at der foretages stresstest af budgettet. Dvs. at gældsudviklingen og renterisikoen belyses under antagelse om forskellige negative stød til budgettet.

Lånegarantier vs. genudlån

Lånegarantier og genudlån kan overordnet set sidestilles, hvad angår formål, økonomisk betydning og risiko for staten. I praksis kan der dog være tale om forskelle.

Brugen af genudlån frem for lånegarantier understøttes af, at statens lånebehov er faldende samtidig med, at staten ønsker likvide obliga-

tionsserier. Genudlån forøger statens lånebehov og understøtter dermed muligheden for at kunne opbygge likvide statspapirserier. Ved at sikre likvide obligationsserier opnår staten en likviditetspræmie, som bidrager til at reducere statens låneomkostninger.

Den likviditetspræmie, som staten kan opnå via egen låntagning, kan overføres til de statsejede selskaber. På grund af statens ejerskab af selskaberne udgør dette også en omkostningsbesparelse for staten. Selskaberne vil på grund af et begrænset lånebehov ikke i samme udstrækning kunne opnå en likviditetspræmie i deres egen statsgaranterede låntagning.

Som udgangspunkt er det lettere for staten at styre selskabernes finansielle risici ved genudlån i forhold til at lade selskaberne låne i det private marked under lånegaranti. Selskabernes finansielle risici styres dog overordnet ved at fastlægge rammerne for de statsgaranterede selskabers aktiviteter i kapitalmarkedet.

I forhold til lånegarantier er genudlån endvidere forbundet med den stordriftsfordel, at Statsgældsforvaltningens markedsadgang stilles til rådighed for selskaberne. En afgrænset genudlånsvifte kan dog indebære, at selskaberne i deres finansielle styring stadig kan have behov for at indgå finansielle transaktioner, som ikke indgår i statens genudlånsfacilitet.

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 fra 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).

Desuden kan der fås yderligere information om engroshandel med danske statspapirer på MTS Denmarks websted, www.mtsdenmark.com.

Henvendelser om statens låntagning og gæld kan ske til Danmarks Nationalbank, Statsgældskontoret i Kapitalmarkedsafdelingen på mail-adressen governmentdebt@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
Statsgældspolitikken, juni og december	• Strategi for låntagning • Låneviften • Opkøbsviften • Varighedsbånd	• KF • www.nationalbanken.dk	Halvårligt
Åbning af nye papirer	• Kupon • Udløbsdato • Åbningsdag	• KF • DN-Nyheder, billede 55-57 • Reuters DKNA-55-57 • www.nationalbanken.dk	Irregulært
Skatkammerbevisauktion	• Indkaldelse til auktion • Resultat af auktion	• KF • DN-Nyheder, billede 52 og 53 • Reuters, DKNA-52 og -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	• www.nationalbanken.dk	Månedligt
DSPs beholdning af statspapirer, 1. bankdag	• DSPs beholdning af danske statspapirer opgjort ultimo foregående måned	• www.nationalbanken.dk	Månedligt
Dagligt indenlandsk lånebehov	• Indl. lånebehov opgjort på baggrund af <i>Budgetoversigt</i> • Efterfølgende opkøb • Efterfølgende valutaswaps (månedligt) • Samlet indl. lånebehov	• DN-Nyheder, billede 54 • Reuters, side DKNA-54 • www.nationalbanken.dk	Dagligt
Statens faktiske finansieringsbehov mv., 2. bankdag	• Ændring i indestående på statens konto • Statens bruttolåntagning • Statens bruttofinansieringsbehov • Statens afdrag og opkøb	• DN-Nyheder, billede 31-34 • 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
<i>Statens låntagning og gæld</i> , normalt i februar	• Udviklingen det foregående år • Detaljerede gælds- og transaktionsopgørelser • Rapportering om forhold af betydning for gældsplejen.	• Publikation fra Nationalbanken • www.nationalbanken.dk	Årligt
<i>Budgetoversigt</i> , normalt i maj, august og december	• Bruttofinansieringsbehov, inde-værende og kommende år	• Publikation fra Finansministeriet • www.fm.dk (Finansministeriets websted)	Normalt 3 gange årligt
Handel med danske statspapirer på MTSDk	• Information om priser og omsætning for danske statspapirer handlet på MTSDk	• www.mtsdenmark.com	Løbende

Anm.: *Budgetoversigten* udgives af Finansministeriet. KF er en forkortelse for Københavns Fondsbørs. KFs websted findes på www.cse.dk.

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). Hvis en modpart har en rating hos tre kreditvurderingsbureauer, lægges den laveste rating til grund for minimumskravet. 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. tabel 1.

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 fratrullet 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

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 favor.

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.

bevilgede line. De resterende 25 pct. af line udgør en buffer, som skal begrænse omfanget af lineoverskridelser. Ved lineoverskridelser vurderes modpartsforholdet nøje. Findes overskridelsen at være uacceptabelt stor, søges kreditekspøneringen nedbragt.

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

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

Netting: ISDA Master Agreements indeholder bestemmelser om net- ting, 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 hjemmehø- rende 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 inde- holder 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 trig- ger 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 evt. tab i tilfælde af en mod- parts 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 mel- lem staten og swapmodparterne. Hovedelementerne i aftalerne er:

- Aftalerne er ensidige, således at kun statens modparter stiller sikker- hed.
- Der skal først stilles sikkerhed, når markedsværdien i statens favør overstiger et aftalt beløb (tærskelværdien). Tærskelværdien vil af- hænge af modpartens rating, jf. tabel 1.

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

- 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.
- 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

- Der udlånes statspapirer, som indgår i statens lånevifte, og statspapirer med benchmark status.
- De nærmere vilkår for udlån af det enkelte statspapir meddeles i statens meddelelser om låneviften.
- Statsobligationer og statsgældsbeviser kan udlånes til primary dealere i danske statspapirer.
- Skatkammerbeviser kan udlånes til berettigede deltagere i skatkammerbevisauktionerne.
- Det maksimale udlån for hvert af papirerne er under normale omstændigheder 4 mia.kr. Dette loft kan hæves i situationer med unormal prisdannelse på det private marked for værdipapirudlån.
- Gebyret er 0,2 pct. p.a. for udlån af statsobligationer og statsgældsbeviser med et udestående under 20 mia.kr. Gebyret er 0,4 pct. for udlån af papirer med et udestående over 20 mia.kr. samt for alle skatkammerbeviser.
- Udlån sker som såkaldte buy-/sell-back transaktioner. Deltagere låner papirer i én buy-/sell-back transaktion og udlåner samtidig (stiller sikkerhed) i en anden buy-/sell-back transaktion.
- Papirerne kan lånes i en periode på 1-5 handelsdage.
- Transaktioner kan indgås i tidsrummet mellem kl. 9.00 og 15.30, men bør så vidt muligt indgås inden kl. 14.00.
- Udlånene 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.
- Som sikkerhed accepteres danske statspapirer i kroner (stående lån) udstedt gennem Værdipapircentralen (VP) i serier med et udestående på mindst 3 mia.kr.
- Der anvendes et tillæg, henholdsvis et fradrag, på 2,5 pct. på hver buy-/sell-back transaktion. Markedsprisen på papiret udlånt af staten øges således med 2,5 pct., og markedsprisen på sikkerhedsstillelsepapiret reduceres med 2,5 pct.
- Afvikling finder sted som handelstransaktioner den efterfølgende handelsdag.

- I tilfælde af at kun én af buy-/sell-back transaktionerne afvikles, ligegyldigt om det er udlåns- eller sikkerhedsstillesestransaktionen, er deltagerne forpligtet til øjeblikkeligt at sikre afvikling af den ikke-gennemførte transaktion.
- For medlemmer af obligationsdelen på Københavns Fondsbørs A/S sker indberetning af transaktionerne til Københavns Fondsbørs A/S som to eller flere separate genkøbsforretninger og markeres med kode 30.
- Statsgældsforvaltningen kan løbende ændre vilkårene for statens værdipapirudlånsordning for at afspejle vilkår i markedet og for at sikre en velfungerende værdipapirudlånsordning. Statsgældsforvaltningen informerer primary dealerne mindst én uge før ikrafttrædelse af ændringer i vilkårene for værdipapirudlånsordningen.
- Henvendelse om indgåelse af værdipapirudlånsforretninger sker til Danmarks Nationalbank, Handelsafdelingen, tlf. 3363 6747 eller 3363 6736.

Vilkår for Den Sociale Pensionsfonds (DSPs) udlån af statspapirer

- DSPs beholdning af statspapirer af typen stående lån med en restløbetid over 13 måneder kan udlånes.
- Udlån foretages til primary dealere i danske statspapirer.
- Gebyret er 0,4 pct. p.a.
- Udlån sker som såkaldte buy-/sell-back transaktioner. Deltagere låner papirer i én buy-/sell-back transaktion og udlåner samtidig (stiller sikkerhed) i en anden buy-/sell-back transaktion.
- Papirerne kan lånes i en periode på 1-5 handelsdage.
- Transaktioner kan indgås i tidsrummet mellem kl. 9.00 og 15.30, men bør så vidt muligt indgås inden kl. 14.00.
- Udlånene 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.
- Som sikkerhed accepteres danske statspapirer i kroner (stående lån) udstedt gennem Værdipapircentralen (VP) i serier med et udestående på mindst 3 mia.kr.
- Der anvendes et tillæg henholdsvis et fradrag på 2,5 pct. på hver buy-/sell-back transaktion. Markedsprisen på papiret udlånt af staten øges således med 2,5 pct., og markedsprisen på sikkerhedsstillesepapiret reduceres med 2,5 pct.
- Afvikling finder sted som handelstransaktioner den efterfølgende handelsdag.
- I tilfælde af at kun én af buy-/sell-back transaktionerne afvikles, ligegyldigt om det er udlåns- eller sikkerhedsstillesestransaktionen, er

deltagerne forpligtet til øjeblikkeligt at sikre afvikling af den ikke-gennemførte transaktion.

- For medlemmer af obligationsdelen på Københavns Fondsbørs A/S sker indberetning af transaktionerne til Københavns Fondsbørs A/S som to eller flere separate genkøbsforretninger og markeres med kode 30.
- Statsgældsforvaltningen kan løbende ændre vilkårene for DSPs værdipapirudlånsordning for at afspejle vilkår i markedet og for at sikre en velfungerende værdipapirudlånsordning. Statsgældsforvaltningen informerer primary dealerne mindst én uge før ikrafttrædelse af ændringer i vilkårene for værdipapirudlånsordningen.
- Henvendelse om indgåelse af værdipapirudlånsforretninger sker til Danmarks Nationalbank, Handelsafdelingen, tlf. 3363 6747 eller 3363 6736.

Meddelelser om statens låntagning og gæld

Statsgældspolitikken – Strategi 2005, 20. december 2004	126
Statens lånebehov i 2005, 27. januar 2005	133

STATSGÆLDSPOLITIKKEN – STRATEGI 2005, 20. DECEMBER 2004

Hovedpunkter

Det overordnede mål for statsgældspolitikken er at dække finansieringsbehovet til lavest mulige, langsigtede låneomkostninger under hensyntagen til et acceptabelt risikoniveau. Målet forfølges gennem en strategi baseret på transparens og likviditet. Likviditeten understøttes ved:

- at sikre likvide benchmarkserier i få centrale løbetidssegmenter
- at danske statsobligationer bliver handlet på internationale handelsplatforme
- en market maker-ordning
- en værdipapirudlånsordning for primary dealere.

Danmark har haft overskud på statsbudgettet siden 1997, og har haft et betydeligt fald i statsgælden. Som konsekvens heraf vil Statsgældsforvaltningen fremover i endnu højere grad fokusere på at koncentrere gælden i færre serier. Ud over en allerede aktiv opkøbspolitik planlægger staten fremover at udstede i eksisterende serier med markedskonforme kuponrenter.

Strategien for 2005 indeholder følgende hovedelementer:

- Det indenlandske lånebehov er i 2005 skønnet til 67,7 mia.kr. og finansieres ved udstedelse af fastforrentede stående lån.
- Der udstedes fortsat i de nuværende låneviftepapirer i 2005. Udstedelse i det eksisterende 2-årige låneviftepapir ophører mod slutningen af 1. halvår 2005. Det forventes at blive afløst af det eksisterende papir 4 pct. st. lån 2008.
- For at understøtte likviditet og handel på elektroniske handelsplatforme er det hensigten at opbygge de 5-årige og 10-årige låneviftepapirer til et udestående på mindst henholdsvis 35 mia.kr. og 60 mia.kr. Udestående i det nuværende 2-årige låneviftepapir samt 4 pct. st. lån 2008 overstiger allerede minimum på 35 mia.kr. For fortsat at være til stede i det 2-årige segment er det planen at udstede minimum 20 mia.kr i det 2-årige segment.
- Medio 2005 vil der blive implementeret en ny auktionsfacilitet for skatkammerbeviser samtidig med, at der introduceres market making i skatkammerbeviser på MTSDk. Der vil blive offentliggjort flere detaljer om det nye set-up forud for implementeringen.
- Strategien for udenlandsk låntagning er at udstede et større eurolån hvert år og at understøtte likviditeten gennem en bred investorbase og market making på MTSDk. I forlængelse af denne strategi udstedes

et eurolån i det 5-årige løbetidssegment. Det er planen at udstede 1,5-2 mia.euro. Lånet forventes at blive optaget i 1. halvår 2005.

- Renterisikoen styres inden for et varighedsbånd, som for 2005 er fastsat til 3 år +/- 0,5 år.

Statens finansieringsbehov

I Finansministeriets *Budgetoversigt*, december 2004, er statens bruttofinansieringsbehov for 2005 skønnet til 91,9 mia.kr. Det indenlandske bruttofinansieringsbehov er 74,7 mia.kr., og det udenlandske bruttofinansieringsbehov er 17,2 mia.kr. i 2005.

Det indenlandske lånebehov dækkes ved salg af indenlandske statspapirer og er på 67,7 mia.kr. (valør 21. december)

STATENS FINANSIERINGSBEHOV I 2005	Tabel 1
	Mia.kr.
Bruttofinansieringsbehov (<i>Budgetoversigt</i> , december 2004)	91,9
Indenlandsk bruttofinansieringsbehov (<i>Budgetoversigt</i>)	74,7
Efterfølgende opkøb af statspapirer med forfald i 2005 (21. dec.) ¹	-0,5
Korrigeret indenlandsk bruttofinansieringsbehov ²	74,2
Udenlandsk bruttofinansieringsbehov (<i>Budgetoversigt</i>)	17,2
Indenlandsk lånebehov (valør 21. december)	67,7

¹ Efter offentliggørelsen af *Budgetoversigt*, december 2004.

² Det indenlandske lånebehov korrigeres for opkøb foretaget i 2004 af statspapirer med forfald i 2005.

Statens låntagning

Det indenlandske lånebehov dækkes ved udstedelse af kronedenomineerede obligationer i centrale løbetidssegmenter. Tabel 2 indeholder en liste over låneviftepapirerne. For at understøtte likviditet og handel på elektroniske handelsplatforme er det hensigten, at de 2- og 10-årige låneviftepapirer når et udestående på mindst henholdsvis 35 mia.kr. og 60 mia.kr. Udstedelse i det eksisterende 2-årige låneviftepapir ophører mod slutningen af 1. halvår 2005, hvor det forventes at blive afløst af det eksisterende papir, 4 pct. st. lån 2008. Begge papirers udestående overstiger allerede minimum på 35 mia.kr. For fortsat at være til stede i det 2-årige segment er det planen at udstede minimum 20 mia.kr. i det 2-årige segment.

Finansieringsbidraget fra skatkammerbevisprogrammet forventes at blive omkring nul. Nye 12-måneders skatkammerbeviser åbnes ved auktioner med valør den første bankdag i februar, maj, august og november.

I tråd med den nuværende strategi udstedes et eurolån på 1,5-2 mia.euro i det 5-årige løbetidssegment. Udstedelsen forventes i 1. halvår 2005.

LÅNEVIFTEN, JANUAR 2005		Tabel 2
Lån	Løbetidssegment	Termin
4 pct. stående lån 2015	10-år	15. november
4 pct. stående lån 2010	5-år	15. november
3 pct. stående lån 2006	2-år	15. november
<i>Skatkammerbeviser</i>	<12 måneder	
SKBV 2005 IV		1. november
SKBV 2005 III		1. august
SKBV 2005 II		2. maj
SKBV 2005 I		1. februar

Øvrige instrumenter

Som supplement til udstedelsespolitikken anvendes swaps, opkøb og værdipapirudlån i styringen af statens gældsportefølje.

Staten anvender *renteswaps* i styringen af gældens varighed. Det gør det muligt at adskille udstedelsespolitikken fra styringen af renterisiko. Renteswaps indgås på det indenlandske swapmarked og euro-swapmarkedet, afhængigt af dybde og markedsforskel.

Indenlandske udstedelser kombineret med *valutaswaps* fra kroner til euro eller udenlandske udstedelser kombineret med valutaswaps fra euro til kroner er mulige låntagningsinstrumenter. Derudover kan valutaswaps mellem kroner og euro anvendes til at udjævne den indenlandske eller udenlandske afdragsprofil.

Opkøb af statspapirer med forfald i 2005 anvendes som en del af statens likviditetshåndtering. Opkøb af statspapirer med forfald efter 2005 anvendes primært i renterisikostyringen, til at udjævne statens afdragsprofil og til at opretholde en likvid lånevifte.

Formålet med statens og Den Sociale Pensionsfonds *værdipapirudlånsordninger* er at understøtte likviditeten i statspapirer henholdsvis i og uden for låneviften, jf. tabel 3.

STATSPAPIRER I OPKØBSVIFTEN OG VÆRDIPAPIRUDLÅNSORDNINGERNE

Tabel 3

	Udestående, valør 21. december 2004 (mio.kr.)	Opkøbs- vifte	Statens værdipapir- udlånsordning	DSPs værdipapir- udlånsordning ¹
<i>Alle skattekammerbeviser</i>	68.602		X	
<i>Stående lån</i>				
5 pct. 2005	53.751	X		
4 pct. 2005	35.150	X		
8 pct. 2006	46.896	X		X
3 pct. 2006	36.540		X	
7 pct. 2007	52.069	X		X
4 pct. 2008	44.094			X
6 pct. 2009	66.146	X		X
4 pct. 2010	15.760		X	
6 pct. 2011	60.501	X		X
5 pct. 2013	79.325	X		X
4 pct. 2015	37.580		X	
7 pct. 2024	25.001			X
<i>Serielån</i>				
5 pct. S 2007	17	X		
4 pct. S 2017	68	X		
<i>Uamortisable</i>				
3,5 pct. 1886 uamortisabelt	45	X		
3 pct. 1894 uamortisabelt	17	X		
3,5 pct. 1901 uamortisabelt	8	X		
3,5 pct. 1909 uamortisabelt	16	X		

¹ Den Sociale Pensionsfonds værdipapirudlånsordning omfatter fondens beholdning af statspapirer af typen stående lån med en restløbetid over 13 måneder.

Handel og udstedelse af statsobligationer

Danske statsobligationer udstedes på MTSDk. Engrosmarkedet understøttes af en kreds af primary dealere, som stiller likviditet og løbende tovejspriser i danske statsobligationer. Dresdner bliver primary dealer fra 1. januar 2005. Den samlede kreds af primary dealere vil da bestå af 14 banker. PD-systemet er beskrevet yderligere i boks 2.

I januar 2005 vil der blive introduceret en multi-feed løsning for clearing og afvikling af handler på MTSDk. Primary dealerne kan derefter vælge, om en handel skal cleares og afvikles i Værdipapircentralen (VP) eller i Euroclear.

Udover at blive handlet på MTSDk og Københavns Fondsbørs, bliver danske statspapirer handlet på internationale handelsplatforme, fx TradeWeb, BondVision, Bloomberg BondTrader og ICAP.

Statsgældsforvaltningen har planer om medio 2005 at introducere et nyt auktionssystem for skattekammerbeviser, baseret på Telematico platformen. Målet er at udvide deltagerkredsen i det danske skattekammerbevisprogram samt at øge transparensen og likviditeten i det sekundære marked.

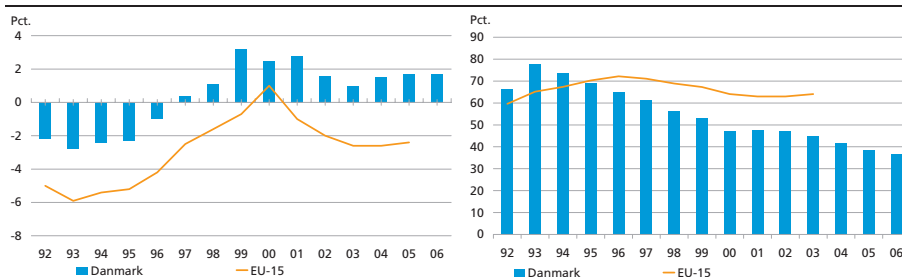
Det nye auktionssystem er designet i henhold til internationale standarder. Det vil være mere effektivt end det nuværende system, og muliggøre kortere svartid for skatkammerbevisauktioner. Der introduceres market making i danske skatkammerbeviser på MTSDk samtidig med det nye auktionssystem.

Der vil blive offentliggjort flere detaljer for det nye set-up for skatkammerbeviser forud for implementeringen.

MARKET MAKING I DANSKE STATSOBLIGATIONER		Boks 2
Primary dealere på MTSDk stiller likviditet og løbende tovejspriser i danske statsobligationer af typen stående lån med en restløbetid over 13 måneder, jf. nedenstående tabel.		
Statsobligationer udstedes primært ved tapsalg i MTS handelssystemet til primary dealerne. Det initiale salg i nye papirer og opkøb i statsobligationer foretages også i MTSDk med primary-dealerne som modparter. Derudover har primary dealerne adgang til statens og Den Sociale Pensionsfond's værdipapirudlånsordninger for papirer, som handles på MTSDk.		
Gældende fra 1. januar 2005 er primary dealerne i krone-denominerede danske statsobligationer: ABN Amro, Barclays, Danske Bank, Deutsche Bank, Dresdner, Fionia Bank, HSH Nordbank, JP Morgan, Morgan Stanley, Nordea, Nykredit Bank, SE Banken, Svenska Handelsbanken og Sydbank. Merrill Lynch er markedstager. Derudover er nogle primary dealere prisstillere i specifikke euroobligationer, jf. nedenstående tabel.		
Flere internationale nyhedsbureauer udbyder realtids førhandelsinformation for priser, m.m. Den samme information kan med 15 minutters forsinkelse hentes på MTSDk's webside (www.mtsdenmark.com). På websiden findes yderligere information relateret til engroshandlen med danske statsobligationer.		
På Københavns Fondsbørs' segment for statsobligationer stiller en gruppe banker – Danske Bank, Fionia Bank, Jyske Bank, Nordea, Nykredit og Sydbank – to-vejs priser og likviditet for ordrer op til 3 millioner kroner pr. værdipapir pr. bank i krone-denominerede danske statsobligationer af typen stående lån med restløbetid over 13 måneder (se www.cse.dk for mere information).		
MARKET MAKING PÅ MTSDk FRA 1. JANUAR 2005		
Låneviftepapirer	Likvide obligationer	Euroobligationer
3 pct. 2006	8 pct. 2006	3,25 pct. 2008 (EUR)
4 pct. 2010	7 pct. 2007	3,125 pct. 2009 (EUR)
4 pct. 2015	4 pct. 2008	
	6 pct. 2009	
	6 pct. 2011	
	5 pct. 2013	
	7 pct. 2024	

OFFENTLIGE BUDGETOVERSKUD OG GÆLD I PCT. AF BNP

Figur 1



Anm.: 2005- og 2006-tal er estimater fra Økonomisk Redegørelse, december 2004.

Kilde: Finansministeriet.

Danske statsobligationers rating

Den indenlandske og udenlandske gæld har den højeste rating hos Fitch Ratings (AAA), Moody's (Aaa) og Standard & Poor's (AAA).

Standard & Poor's bekræftede i september 2004 AAA rating på statens langsigtede gæld og A-1+ ratingen på statens kortsigtede gæld med en uforandret stabil udsigt. Ligeledes bekræftede Moody's i september 2004 Danmarks Aaa rating med en uforandret stabil udsigt.

Yderligere rapporter og information om individuelle ratings af danske statspapirer er tilgængelig på websteder hos henholdsvis Fitch Ratings (www.fitchratings.com), Moody's (www.moody's.com) og Standard & Poor's (www.ratingsdirect.com).

Information

Statsgældspolitikken – strategi 2005 er en halvårlig meddelelse fra Statsgældsforvaltningen i Danmarks Nationalbank. Meddelelsen indeholder information om de anvendte mål og strategier ved forvaltning af statens gæld. Desuden indeholder meddelelsen detaljeret information om statens låntagning, forventet finansieringspolitik, låneviften, opkøbsviften mm. Denne meddelelse er offentliggjort 20. december 2004.

Meddelelsen er et supplement til den årlige publikation *Statens låntagning og gæld* (SLOG), som giver en mere grundlæggende forståelse af statsgældspolitikken. I publikationen beskrives udviklingstendenser inden for året og der gives en afrapportering om nye emneområder. Den næste publikation offentliggøres i slutningen af februar 2005. I starten af marts 2005 offentliggøres en engelsk udgave.

Yderligere information om statsgæld kan fås fra Danmarks Nationalbanks websted www.nationalbanken.dk under statsgæld. Hvis der foretages registrering under nyhedsservice, modtages automatisk e-mails, når der er ny information om statens låntagning og gæld.

Desuden kan der fås yderligere information om engroshandel med danske statsobligationer på webstedet for MTSDenmark, www.mtsdenmark.com.

Evt. henvendelse om meddelelsen bedes rettet til chef for Statsgældskontoret i Danmarks Nationalbank, Ove Sten Jensen, telefon 3363 6102 eller e-mail governmentdebt@nationalbanken.dk.

STATENS LÅNEBEHOV I 2005, 27. JANUAR 2005

Det indenlandske bruttofinansieringsbehov for 2005 er i *Budgetoversigt 3*, december 2004, opgjort til 74,7 mia.kr., jf. nedenstående tabel. Efter offentliggørelse af budgetoversigten blev der i 2004 opkøbt for nominelt 0,5 mia.kr. i papirer med udløb i 2005, hvorved finansieringsbehovet for 2005 blev reduceret.

Statens indenlandske lånebehov for 2005 forventes at blive reduceret med 6,5 mia.kr. som følge af valutaswaps. Overførsel af det overskydende salg i 2004 på 28 mia.kr. til 2005 vil desuden nedbringe det indenlandske lånebehov.

I 2005 er der indtil valør 31. januar opkøbt statspapirer med udløb senere end 2005 for 2,0 mia.kr., hvilket har øget det indenlandske lånebehov.

Det indenlandske lånebehov for 2005 er dermed på 41,6 mia.kr. I takt med efterfølgende opkøb i indenlandske papirer med udløb efter 2005 vil det indenlandske lånebehov blive øget. Det indenlandske lånebehov opdateres dagligt med foretagne opkøb på Nationalbankens websted www.nationalbanken.dk under statsgæld.

Strategien for finansiering af det indenlandske og udenlandske lånebehov i 2005 er uændret i forhold til det tidligere annonceret i meddelelsen *Statsgældspolitikken 2005*, som blev offentliggjort 20. december 2004.

STATENS INDENLANDSKE LÅNEBEHOV FOR 2005¹

Mia.kr.

Indenlandsk bruttofinansieringsbehov, jf. <i>Budgetoversigt 3</i> , 2004	74,7
Efterfølgende opkøb i 2004 af statspapirer med udløb i 2005	-0,5
Korrigeret indenlandsk bruttofinansieringsbehov	74,2
Reduktion i lånebehov som følge af valutaswaps	-6,5
Overførsel af overskydende salg i 2004 til 2005	-28,0
Opkøb af statspapirer i 2005 med udløb senere end 2005	2,0
Indenlandsk lånebehov, 2005	41,6

¹ Opgjort med valør 31. januar 2005.

Eventuel henvendelse om meddelelsen bedes rettet til chef for Statsgældskontoret i Danmarks Nationalbank, Ove Sten Jensen, telefon 3363 6102 eller e-mail governmentdebt@nationalbanken.dk.

Bilagstabeller

1.	Statsgælden, ultimo 1994-2004	136
2.	Statens DAU-, netto- og bruttokassesaldo, 1994-2003	138
3.	Statens indenlandske lånoptagelse i 2004	140
4.	Statens udenlandske lånoptagelse i 2004	142
5.	Swaps	144
6.	Indenlandske statslån pr. 31. december 2004	146
7.	Udenlandske statslån pr. 31. december 2004	148
8.	Renter og afdrag på statens indenlandske gæld, ultimo 2004 ...	154
9.	Renter og afdrag på statens udenlandske gæld, ultimo 2004	155
10.	Rating af den danske statsgæld	156
11.	Rating af udvalgte landes statsgæld	157

STATSGÆLDEN, ULTIMO 1994-2004		Bilagstabel 1		
Mio.kr.	1994	1995	1996	
A. Lån				
<i>Indenlandske lån i DKK¹</i>				
- obligationer, fast forrentede	409.565	466.608	516.812	
- obligationer, variabelt forrentede	30.345	20.722	16.760	
- præmieobligationer	1.200	1.200	1.200	
- bunden opsparing	-	-	-	
- statsgældsbeviser	111.705	102.697	84.499	
- skatkammerbeviser	56.238	58.385	51.234	
- valutaswaps fra DKK til EUR	-	-	-	
- valutaswaps fra DKK til USD	-	-	-	
- beholdning af egne obligationer	-	-	-	
- renteswaps, hovedstol				
fra fast rente	-	-	-	
til variabel rente	-	-	-	
I alt indenlandsk gæld i DKK	609.053	649.612	670.505	
<i>Indenlandske lån i EUR^{2,3}</i>				
- obligationer, fast forrentede	9.697	9.244	9.597	
- beholdning af egne obligationer	-970	-1.138	-2.372	
I alt indenlandsk gæld	617.781	657.719	677.730	
<i>Udenlandske lån</i>				
- i USD	24.913	6.425	4.562	
- i CHF	18.393	13.836	6.179	
- i JPY	10.419	9.329	2.396	
- i EUR ³	64.887	69.975	88.826	
- i andre valutaer samt flermøntede	12.954	11.599	6.519	
- beholdning af egne obligationer ⁴	-1.784	-5.516	-6.986	
I alt udenlandsk gæld	129.782	105.647	101.495	
I alt inden- og udenlandsk gæld	747.563	763.366	779.225	
B. Indestående i Danmarks Nationalbank ⁵	-55.266	-33.677	-31.052	
C. Den Sociale Pensionsfond				
- statspapirer	-50.143	-68.889	-83.435	
- andre værdipapirer	-96.689	-82.517	-65.336	
I alt Den Sociale Pensionsfond, nominelt ⁶	-146.832	-151.406	-148.772	
Samlet statsgæld (A+B+C)	545.465	578.283	599.401	
Samlet statsgæld i pct. af BNP	56,5	57,3	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 2004 er statens konto opgjort i henhold til Nationalbankens månedsbalance.

⁶ Indeksobligationer er opgjort til indekseret værdi.

STATSGÆLDEN, ULTIMO 1994-2004							Bilagstabel 1
1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
556.874	550.989	537.289	506.992	494.875	497.938	480.874	480.590
9.848	4.346	-	-	-	-	-	-
1.200	1.000	900	900	900	400	400	400
-	-	-	-	-	-	-	-
49.140	58.830	74.040	81.257	70.788	79.371	78.532	71.690
50.001	41.255	36.350	36.846	49.224	63.404	67.347	68.602
-	-	-	-	-4.800	-16.200	-16.200	-16.200
-	-	-	-2.000	-	-	-	-524
-	-500	-7.950	-20.950	-27.400	-37.300	-43.600	-59.700
-	500	7.950	20.950	27.400	37.300	43.600	59.700
667.063	656.420	648.579	623.995	610.987	624.913	610.953	604.558
6.634	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-
673.697	656.420	648.579	623.995	610.987	624.913	610.953	604.558
1.514	1.336	1.187	-	-	-	-	518
3.974	1.094	3.616	3.822	-	-	-	-
1.047	562	2.453	1.672	-	-	-	-
90.661	84.982	82.386	79.287	83.753	83.689	83.861	83.370
6.418	365	383	428	42	42	42	40
-	-	-	-	-	-	-	-
103.613	88.338	90.025	85.209	83.795	83.730	83.903	83.929
777.310	744.758	738.604	709.204	694.782	708.644	694.856	688.486
-29.024	-30.400	-35.231	-31.332	-39.621	-45.952	-40.451	-58.006
-92.453	-100.135	-105.432	-106.312	-109.474	-113.132	-118.138	-120.799
-54.368	-43.468	-36.207	-33.244	-31.621	-28.230	-20.576	-16.065
-146.821	-143.603	-141.640	-139.556	-141.095	-141.362	-138.714	-136.864
601.465	570.755	561.733	538.316	514.066	521.329	515.691	493.617
53,9	49,4	46,5	42,1	38,8	38,3	36,9	33,8

STATENS DAU-, NETTO- OG BRUTTOKASSESALDO, 1994-2003			Bilagstabel 2
Mia.kr.	1994	1995	1996
Drifts-, anlægs- og udlånsbudget.....	-39,7	-31,3	-21,5
Nettoobligationskøb ¹	-12,0	-11,5	-4,4
Genudlån af statslån	-5,1	-1,6	-1,4
Fordelte emissionskurstab og skyldige renter ²	8,2	5,7	7,4
Andre kapitalposter ³	-0,8	0,1	0,4
Nettokassesaldo.....	-49,4	-38,5	-19,5
Afdrag på indenlandsk statsgæld	73,0	104,5	76,7
Afdrag på udenlandsk statsgæld	13,1	28,5	30,8
Bruttokassesaldo	-135,5	-171,5	-126,9
Indenlandsk bruttofinansieringsbehov	119,8	138,8	94,7
Salg af statspapirer, kursværdi ⁴	119,6	137,2	96,0

Anm.: For 2004 henvises til kapitel 2.

Kilde: Statsregnskabet.

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

² Inkl. opkøbskurstab.

³ Indeholder bl.a. statens beholdningsbevægelser, jf. Finansministeriets *Budgetoversigt*.

⁴ Inkl. nettosalg af skatkammerbeviser.

STATENS DAU-, NETTO- OG BRUTTOKASSESALDO, 1994-2003						Bilagstabel 2
1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
7,6	31,4	9,1	30,7	24,0	25,8	12,4
7,4	-	-	-	-	-	-
-0,8	0,3	-1,6	-2,8	-2,4	-8,9	-0,8
5,1	2,1	3,2	1,4	0,4	-0,1	-0,7
-6,6	0,1	0,2	-2,3	0,9	-20,0	-4,1
12,7	34,0	10,9	27,0	22,9	-3,2	6,9
81,4	79,0	75,9	91,3	101,2	112,4	106,3
31,4	37,4	20,0	15,7	17,8	22,5	17,1
-100,1	-82,5	-85,0	-80,0	-96,2	-138,1	-116,6
73,8	64,4	67,9	62,3	81,1	115,5	99,7
73,0	68,0	68,8	65,7	87,7	121,9	94,1

STATENS INDENLANDSKE LÅNOPTAGELSE I 2004

Bilagstabel 3

Nr. 487, 4 pct. stående lån 2015

Udstedt beløb i 2004, mio.kr.	37.580
Rentetermin 15. nov	
Fondskode 0992143	
Udstedelse påbegyndt 12. feb 2004	
Lånet afdrages i sin helhed 15. nov 2015	

Nr. 428, 5 pct. stående lån 2013

Udstedt beløb i 2004, mio.kr.	1.380
Rentetermin 15. nov	
Fondskode 0992089	
Udstedelse påbegyndt 19. feb 2002	
Lånet afdrages i sin helhed 15. nov 2013	

Nr. 490, 4 pct. stående lån 2010

Udstedt beløb i 2004, mio.kr.	15.760
Rentetermin 15. nov	
Fondskode 0992178	
Udstedelse påbegyndt 20. apr 2004	
Lånet afdrages i sin helhed 15. nov 2010	

Nr. 424, 4 pct. stående lån 2008

Udstedt beløb i 2004, mio.kr.	2.740
Rentetermin 15. aug	
Fondskode 0992070	
Udstedelse påbegyndt 22. jan 2002	
Lånet afdrages i sin helhed 15. aug 2008	

Nr. 485, 3 pct. statsgældsbevis 2006

Udstedt beløb i 2004, mio.kr.	36.540
Rentetermin 15. nov	
Fondskode 0992135	
Udstedelse påbegyndt 13. jan 2004	
Lånet afdrages i sin helhed 15. nov 2006	

Nr. 529, Skatkammerbevis 2005 IV

Udstedt beløb i 2004, mio.kr.	11.159
Rentetermin -	
Fondskode 0981184	
Udstedelse påbegyndt 1. nov 2004	
Lånet afdrages i sin helhed 1. nov 2005	

Nr. 505, Skatkammerbevis 2005 III

Udstedt beløb i 2004, mio.kr.	17.600
Rentetermin -	
Fondskode 0981176	
Udstedelse påbegyndt 2. aug 2004	
Lånet afdrages i sin helhed 1. aug 2005	

Nr. 492, Skatkammerbevis 2005 II

Udstedt beløb i 2004, mio.kr.	16.988
Rentetermin -	
Fondskode 0981168	
Udstedelse påbegyndt 3. maj 2004	
Lånet afdrages i sin helhed 2. maj 2005	

STATENS INDENLANDSKE LÅNOPTAGELSE I 2004		Bilagstabel 3
<i>Nr. 486, Skatkammerbevis 2005 I</i>		
Udstedt beløb i 2004, mio.kr.		22.855
Rentetermin		-
Fondskode		0981141
Udstedelse påbegyndt		2. feb 2004
Lånet afdrages i sin helhed		1. feb 2005
<i>Nr. 484, Skatkammerbevis 2004 IV</i>		
Udstedt beløb i 2004, mio.kr.		10.726
Rentetermin		-
Fondskode		0981133
Udstedelse påbegyndt		3. nov 2003
Lånet afdrages i sin helhed		1. nov 2004
<i>Nr. 473, Skatkammerbevis 2004 III</i>		
Udstedt beløb i 2004, mio.kr.		5.733
Rentetermin		-
Fondskode		0981125
Udstedelse påbegyndt		1. aug 2003
Lånet afdrages i sin helhed		2. aug 2004
<i>Nr. 463, Skatkammerbevis 2004 II</i>		
Udstedt beløb i 2004, mio.kr.		2.538
Rentetermin		-
Fondskode		0981117
Udstedelse påbegyndt		1. maj 2003
Lånet afdrages i sin helhed		3. maj 2004

STATENS UDENLANDSKE LÅNOPTAGELSE I 2004						Bilagstabel 4
Låne-nr.	Accept-dato	Valør-dato	Nominel rente, pct. p.a.	Låntype	Udløbs-dato	Nominelt lånebeløb i mio.
1015	23-03-04	30-03-04	3,125	Obligationslån	15-10-09	2.100 EUR

STATENS UDENLANDSKE LÅNOPTAGELSE I 2004			Bilagstabel 4
Ledende bank	Emissionskurs	Omkostninger i pct.	Lånebeløb i mio.kr.
ABN/Barclays/Nordea	99,452	0,1	15.553,4

STATENS INDENLANDSKE SWAPTRANSAKTIONER, 2004

Bilagstabel 5a

Lånenr.	Startdato	Udløbsdato	Beløb i mio.kr.
488	20-02-04	20-02-14	300
489	03-03-04	03-03-14	200
491	26-04-04	26-04-14	400
493	06-05-04	06-05-14	200
494	24-05-04	24-05-14	400
495	28-05-04	28-05-14	400
496	09-06-04	09-06-09	400
497	10-06-04	10-06-09	400
498	22-06-04	22-06-09	400
499	28-06-04	28-06-09	300
500	30-06-04	30-06-09	200
501	13-07-04	13-07-09	400
502	16-07-04	16-07-09	400
503	28-07-04	28-07-09	400
504	29-07-04	29-07-09	300
506	30-07-04	30-07-09	300
507	24-08-04	24-08-09	400
508	25-08-04	25-08-09	500
509	31-08-04	31-08-09	500
510	03-09-04	03-09-14	200
511	07-09-04	07-09-14	200
512	15-09-04	15-09-14	400
513	16-09-04	16-09-14	400
514	22-09-04	22-09-14	500
515	24-09-04	24-09-14	500
516	28-09-04	28-09-14	400
517	29-09-04	29-09-14	300
518	30-09-04	30-09-14	300
519	06-10-04	06-10-14	300
520	13-10-04	13-10-14	300
521	15-10-04	15-10-14	400
522	19-10-04	19-10-11	500
523	20-10-04	20-10-11	400
524	22-10-04	22-10-11	400
525	25-10-04	25-10-11	400
526	26-10-04	26-10-11	400
527	27-10-04	27-10-11	300
528	28-10-04	28-10-11	300
530	17-11-04	17-11-14	200
531	24-11-04	24-11-14	300
532	26-11-04	26-11-14	200
533	29-11-04	29-11-14	300
534	03-12-04	03-12-14	300
535	08-12-04	08-12-14	200
536	14-12-04	14-12-14	300
537	17-12-04	17-12-14	300
538	20-12-04	22-12-14	300
I alt			16.100

Anm.: På samtlige indenlandske renteswaps indgået i 2004 modtages fast rente og betales 6-måneders Cibor.

STATENS INDENLANDSKE RENTESWAPS PR. 31. DECEMBER 2004

Bilagstabel 5b

Udløbsår	Hovedstol i mio.kr.
2007	9.700
2008	800
2009	12.550
2010	14.600
2011	9.150
2012	0
2013	4.400
2014	8.500
I alt indenlandske renteswaps	59.700

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

STATENS UDENLANDSKE SWAPTRANSAKTIONER, 2004

Bilagstabel 5c

Låne-nr.	Start-dato	Der modtages			Der betales			Udløbs-dato	Engangs-beløb i mio.kr.
		Valuta	Mio.	Rente	Valuta	Mio.	Rente		
943 ¹	08-03-04	GBP	6,2	3-mdrs Libor -0,2%	EUR	9,0	6-mdrs Euribor -0,195%	07-03-05	-1,9
941 ²	15-03-04	GBP	40,8	3-mdrs Libor -0,2%	EUR	59,5	6-mdrs Euribor -0,195%	15-03-05	-4,2

¹ Valutaswap i forbindelse med lån nr. 943.² Valutaswap i forbindelse med lån nr. 941.STATENS SWAPTRANSAKTIONER FRA DKK TIL USD, 2004¹

Bilagstabel 5d

Låne-nr.	Start-dato	Der modtages			Der betales			Udløbs-dato	Engangs-beløb i mio.kr.
		Valuta	Mio.	Rente	Valuta	Mio.	Rente		
20001	30-12-04	DKK	262,0	3,3798	USD	47,4	4,164	30-06-16	-3,4
20002	30-12-04	DKK	262,2	3,3798	USD	47,4	4,164	30-06-16	-3,4

¹ Valutaswaps i forbindelse med genudlån til Danmarks Skibskreditfond.

INDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 2004

Bilagstabel 6

Løbenr.	Pålydende rente, pct.	Titel ¹	Sidste termin	Udestående beløb, mio.kr.
Fast forrentede obligationslån				
<i>Stående lån</i>				
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	46.236,0
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	53.751,0
291	6	Stående lån 2009 Udstedt 14. jan 1998-3. maj 2000	15. nov 2009	66.146,0
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	44.094,0
428	5	Stående lån 2013 Udstedt 19. feb 2002-11. feb 2004	15. nov 2013	79.325,0
487	4	Stående lån 2015 Udstedt 12. feb 2004-	15. nov 2015	37.580,0
490	4	Stående lån 2010 Udstedt 20. apr 2004-	15. nov 2010	15.760,0
<i>Serielån</i>				
14	5	S 2007 Udstedt 20. okt 1953-12. sep 1958	15. sep 2007 ²	16,5
16	4	S 2017 Udstedt 29. nov 1955-12. sep 1958	15. jun 2017 ²	68,4
<i>Uamortisable</i>				
1	3,5	Dansk Statslån Udstedt 11. dec 1886	uamortisabelt ²	40,9
80	5	Dansk-Islandsk Fond 1918 Udstedt 20. maj 1919	uamortisabelt	1,0
I alt fast forrentede obligationslån				480.589,8

INDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 2004				Bilagstabel 6
Løbenr.	Pålydende rente, pct.	Titel ¹	Sidste termin	Udestående beløb, mio.kr.
Statsgældsbeviser				
<i>Stående lån</i>				
457	4	Statsgældsbevis 2005 Udstedt 21. jan 2003-12. jan 2004	15. nov 2005	35.150,0
485	3	Statsgældsbevis 2006 Udstedt 13. jan 2004-	15. nov 2006	36.540,0
I alt statsgældsbeviser				71.690,0
Skatkammerbeviser				
<i>Nulkuponobligationer</i>				
486	0	Skatkammerbevis 2005 I Udstedt 2. feb 2004-1. nov 2004	1. feb 2005	22.855,0
492	0	Skatkammerbevis 2005 II Udstedt 3. maj 2004-1. feb 2005	2. maj 2005	16.988,0
505	0	Skatkammerbevis 2005 III Udstedt 2. aug 2004-	1. aug 2005	17.600,0
529	0	Skatkammerbevis 2005 IV Udstedt 1. nov 2004-	1. nov 2005	11.159,0
I alt skatkammerbeviser				68.602,0
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				621.281,8
Swap fra DKK til EUR				-16.200,0
Swap fra DKK til USD				-524,2
Indenlandsk gæld i alt				604.557,6

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 2004¹

Bilagstabel 7

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(tilbagebetaling)	0,0	0,0	
-	3,46	1997/07 swap til DEM med variabel rente	-0,0	-0,0	
I alt AUD			0,0	0,0	
DKK-lån					
1	3	1894 uamortisabelt	16,6	16,6	(2)
2	3,5	1901 uamortisabelt	7,6	7,6	(2)
3	3,5	1909 uamortisabelt	15,7	15,7	(2)
I alt DKK			39,9	39,9	
EUR					
DEM-lån					
713	var.	1996/06 swap fra FRF med variabel rente	146,6	557,6	
735	6,3875	1996/06 swap fra variabel rente	146,6	557,6	
-	var.	1996/06 swap til fast rente	-146,6	-557,6	
772	var.	1996/06 swap fra USD med fast rente	29,9	113,9	
790	5,925	1996/06 swap fra variabel rente	29,9	113,9	
-	var.	1996/06 swap til fast rente	-29,9	-113,9	
794	var.	1997/07 swap fra JPY med struktureret rente	13,6	51,8	
799	5,73	1997/07 swap fra variabel rente	13,6	51,8	
-	var.	1997/07 swap til fast rente	-13,6	-51,8	
835	var.	1997/07 swap fra JPY med fast rente	69,4	264,1	
838	var.	1997/07 swap fra AUD(rente)/JPY(tilbagebetaling) med fast rente	44,3	168,6	
842	5,826	1997/07 swap fra variabel rente	69,4	264,1	
-	var.	1997/07 swap til fast rente	-69,4	-264,1	
844	5,6925	1997/07 swap fra variabel rente	44,3	168,6	
-	var.	1997/07 swap til fast rente	-44,3	-168,6	
850	var.	1997/07 swap fra JPY med struktureret rente	31,0	117,9	
853	var.	1997/07 swap fra JPY med struktureret rente	7,6	28,8	
855	var.	1997/07 swap fra JPY med fast rente	49,3	187,4	
862	var.	1997/07 swap fra USD med fast rente	43,5	165,5	
870	var.	1998/05 swap fra USD med fast rente	908,6	3.455,4	
881	var.	1998/07 swap fra NOK med fast rente	74,3	282,5	
888	var.	1998/07 swap fra SEK med fast rente	102,0	387,9	
890	var.	1998/07 swap fra SEK med fast rente	101,5	386,0	
891	var.	1998/06 swap fra SEK med fast rente	81,9	311,5	
I alt DEM			1.703,6	6.479,0	

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

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

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

UDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 2004¹

Bilagstabel 7

Lø- be- nr.	Rentesats, pct. p.a.	Titel	Udestående beløb, mio. af valutaen	Udestående beløb, mio.kr. (1)	Note
EUR-lån					(3)
879	4,625	1998/08	475,0	3.533,1	
895	var.	1999/06 swap til USD med fast rente (Swap vedr. opkøb (20 mio.USD) i lån nr. 772)	-17,1	-127,0	
907	var.	1999/05 swap fra NOK med fast rente	61,7	459,1	
913	var.	1999/05 swap fra USD med fast rente	465,0	3.458,7	
-	var.	2000/05 swap fra USD med fast rente	35,1	261,1	
914	5,125	1999/05 swap fra variabel rente	100,0	743,8	
-	var.	1999/05 swap til fast rente	-100,0	-743,8	
915	5,1625	1999/05 swap fra variabel rente	100,0	743,8	
-	var.	1999/05 swap til fast rente	-100,0	-743,8	
941	var.	2004/05 swap fra GBP med variabel rente	59,5	442,6	
943	var.	2004/05 swap fra GBP med variabel rente	9,0	66,7	
948	var.	2001/05 swap fra GBP med fast rente	40,7	302,6	
952	var.	2001/06 swap fra USD med fast rente	1.129,5	8.401,7	
953	var.	2001/11 swap fra fast rente	75,0	557,9	
-	4,985	2001/11 swap til variabel rente	-75,0	-557,9	
954	var.	2001/11 swap fra fast rente	75,0	557,9	
-	4,985	2001/11 swap til variabel rente	-75,0	-557,9	
10001	var.	2001/06 swap fra DKK med variabel rente	67,1	499,0	
10002	var.	2001/06 swap fra DKK med variabel rente	67,2	499,5	
10003	var.	2001/06 swap fra DKK med variabel rente	134,4	999,3	
10004	var.	2001/08 swap fra DKK med variabel rente	47,1	350,2	
10005	var.	2001/08 swap fra DKK med variabel rente	47,1	350,2	
10006	var.	2001/06 swap fra DKK med variabel rente	40,3	300,1	
10007	var.	2001/07 swap fra DKK med variabel rente	67,2	499,6	
10008	var.	2001/08 swap fra DKK med variabel rente	53,7	399,4	
10009	var.	2001/08 swap fra DKK med variabel rente	67,1	499,3	
10010	var.	2001/06 swap fra DKK med variabel rente	53,7	399,6	
957	var.	2002/12 swap fra fast rente	75,0	557,9	
-	5,0225	2002/12 swap til variabel rente	-75,0	-557,9	
958	var.	2002/12 swap fra fast rente	60,0	446,3	
-	5,076	2002/12 swap til variabel rente	-60,0	-446,3	
959	var.	2002/12 swap fra fast rente	100,0	743,8	
-	5,255	2002/12 swap til variabel rente	-100,0	-743,8	
960	var.	2002/12 swap fra fast rente	100,0	743,8	
-	5,3825	2002/12 swap til variabel rente	-100,0	-743,8	
961	var.	2002/12 swap fra fast rente	100,0	743,8	
-	5,455	2002/12 swap til variabel rente	-100,0	-743,8	
962	4,875	2002/2007	1.500,0	11.157,2	
963	var.	2002/07 swap fra fast rente	500,0	3.719,1	
-	5,025	2002/07 swap til variabel rente	-500,0	-3.719,1	
964	var.	2002/07 swap fra fast rente	200,0	1.487,6	
-	5,02125	2002/07 swap til variabel rente	-200,0	-1.487,6	
966	var.	2002/12 swap fra fast rente	200,0	1.487,6	
-	5,425	2002/12 swap til variabel rente	-200,0	-1.487,6	
967	var.	2002/12 swap fra fast rente	200,0	1.487,6	
-	5,434	2002/12 swap til variabel rente	-200,0	-1.487,6	
968	var.	2002/12 swap fra fast rente	100,0	743,8	
-	5,49	2002/12 swap til variabel rente	-100,0	-743,8	

UDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 2004¹

Bilagstabel 7

Lø- be- nr.	Rentesats, pct. p.a.	Titel	Udestående beløb, mio. af valutaen	Udestående beløb, mio.kr. (1)	Note
-------------------	-------------------------	-------	---	--	------

EUR - fortsat**EUR-lån - fortsat**

969	var.	2002/12 swap fra fast rente	50,0	371,9	
-	5,2125	2002/12 swap til variabel rente	-50,0	-371,9	
970	var.	2002/12 swap fra fast rente	100,0	743,8	
-	5,245	2002/12 swap til variabel rente	-100,0	-743,8	
972	var.	2002/12 swap fra fast rente	200,0	1.487,6	
-	5,17625	2002/12 swap til variabel rente	-200,0	-1.487,6	
973	var.	2002/12 swap fra fast rente	200,0	1.487,6	
-	5,205	2002/12 swap til variabel rente	-200,0	-1.487,6	
974	var.	2002/12 swap fra fast rente	100,0	743,8	
-	5,195	2002/12 swap til variabel rente	-100,0	-743,8	
975	var.	2002/12 swap fra fast rente	150,0	1.115,7	
-	5,17625	2002/12 swap til variabel rente	-150,0	-1.115,7	
976	var.	2002/12 swap fra fast rente	100,0	743,8	
-	5,2125	2002/12 swap til variabel rente	-100,0	-743,8	
977	var.	2002/12 swap fra fast rente	200,0	1.487,6	
-	5,2325	2002/12 swap til variabel rente	-200,0	-1.487,6	
978	var.	2002/12 swap fra fast rente	200,0	1.487,6	
-	5,066	2002/12 swap til variabel rente	-200,0	-1.487,6	
980	var.	2002/12 swap fra fast rente	200,0	1.487,6	
-	4,7525	2002/12 swap til variabel rente	-200,0	-1.487,6	
981	var.	2002/12 swap fra fast rente	100,0	743,8	
-	4,85	2002/12 swap til variabel rente	-100,0	-743,8	
982	var.	2002/12 swap fra fast rente	200,0	1.487,6	
-	4,9175	2002/12 swap til variabel rente	-200,0	-1.487,6	
984	var.	2002/12 swap fra fast rente	100,0	743,8	
-	4,8375	2002/12 swap til variabel rente	-100,0	-743,8	
987	var.	2002/12 swap fra fast rente	100,0	743,8	
-	4,735	2002/12 swap til variabel rente	-100,0	-743,8	
988	var.	2002/12 swap fra fast rente	100,0	743,8	
-	4,76625	2002/12 swap til variabel rente	-100,0	-743,8	
989	var.	2002/12 swap fra fast rente	200,0	1.487,6	
-	4,6375	2002/12 swap til variabel rente	-200,0	-1.487,6	
990	var.	2002/12 swap fra fast rente	150,0	1.115,7	
-	4,621	2002/12 swap til variabel rente	-150,0	-1.115,7	
991	var.	2002/12 swap fra fast rente	100,0	743,8	
-	4,58	2002/12 swap til variabel rente	-100,0	-743,8	
992	var.	2002/12 swap fra fast rente	100,0	743,8	
-	4,5975	2002/12 swap til variabel rente	-100,0	-743,8	
993	var.	2002/12 swap fra fast rente	100,0	743,8	
-	4,6025	2002/12 swap til variabel rente	-100,0	-743,8	
994	var.	2002/12 swap fra fast rente	100,0	743,8	
-	4,635	2002/12 swap til variabel rente	-100,0	-743,8	
995	var.	2002/12 swap fra fast rente	100,0	743,8	
-	4,666	2002/12 swap til variabel rente	-100,0	-743,8	
996	var.	2002/12 swap fra fast rente	100,0	743,8	
-	4,621	2002/12 swap til variabel rente	-100,0	-743,8	
997	var.	2002/12 swap fra fast rente	100,0	743,8	
-	4,645	2002/12 swap til variabel rente	-100,0	-743,8	
998	var.	2002/12 swap fra fast rente	100,0	743,8	
-	4,721	2002/12 swap til variabel rente	-100,0	-743,8	

UDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 2004¹

Bilagstabel 7

Lø- be- nr.	Rentesats, pct. p.a.	Titel	Udestående beløb, mio. af valutaen	Udestående beløb, mio.kr. (1)	Note
EUR - fortsat					
EUR-lån - fortsat					
999	var.	2002/12 swap fra fast rente	50,0	371,9	
-	4,82375	2002/12 swap til variabel rente	-50,0	-371,9	
10011	var.	2002/09 swap fra DKK med variabel rente	53,8	400,0	
10012	var.	2002/09 swap fra DKK med variabel rente	67,2	500,1	
10013	var.	2002/09 swap fra DKK med variabel rente	67,3	500,5	
10014	var.	2002/07 swap fra DKK med variabel rente	67,3	500,5	
10015	var.	2002/09 swap fra DKK med variabel rente	67,3	500,7	
10016	var.	2002/09 swap fra DKK med variabel rente	67,3	500,4	
10017	var.	2002/09 swap fra DKK med variabel rente	40,4	300,3	
10018	var.	2002/09 swap fra DKK med variabel rente	67,3	500,4	
10019	var.	2002/09 swap fra DKK med variabel rente	67,3	500,4	
10020	var.	2002/09 swap fra DKK med variabel rente	67,3	500,2	
10021	var.	2002/09 swap fra DKK med variabel rente	67,3	500,4	
10022	var.	2002/09 swap fra DKK med variabel rente	134,6	1.001,3	
10023	var.	2002/07 swap fra DKK med variabel rente	67,3	500,7	
10024	var.	2002/07 swap fra DKK med variabel rente	67,3	500,5	
10025	var.	2002/07 swap fra DKK med variabel rente	67,3	500,7	
10026	var.	2002/07 swap fra DKK med variabel rente	67,3	500,7	
10027	var.	2002/07 swap fra DKK med variabel rente	67,3	500,6	
10028	var.	2002/07 swap fra DKK med variabel rente	67,3	500,4	
10029	var.	2002/07 swap fra DKK med variabel rente	67,3	500,5	
10030	var.	2002/07 swap fra DKK med variabel rente	67,3	500,4	
10031	var.	2002/07 swap fra DKK med variabel rente	53,9	400,6	
10032	var.	2002/07 swap fra DKK med variabel rente	53,9	400,6	
10033	var.	2002/07 swap fra DKK med variabel rente	53,9	400,6	
1000	3,25	2003/2008	2.300,0	17.107,6	
1001	var.	2003/13 swap fra fast rente	100,0	743,8	
-	4,095	2003/13 swap til variabel rente	-100,0	-743,8	
1002	var.	2003/13 swap fra fast rente	100,0	743,8	
-	4,05875	2003/13 swap til variabel rente	-100,0	-743,8	
1003	var.	2003/13 swap fra fast rente	100,0	743,8	
-	4,105	2003/13 swap til variabel rente	-100,0	-743,8	
1004	var.	2003/13 swap fra fast rente	60,0	446,3	
-	3,73875	2003/13 swap til variabel rente	-60,0	-446,3	
1005	var.	2003/13 swap fra fast rente	50,0	371,9	
-	3,68625	2003/13 swap til variabel rente	-50,0	-371,9	
1006	var.	2003/13 swap fra fast rente	50,0	371,9	
-	3,6875	2003/13 swap til variabel rente	-50,0	-371,9	
1007	var.	2003/13 swap fra fast rente	50,0	371,9	
-	3,81	2003/13 swap til variabel rente	-50,0	-371,9	
1008	var.	2003/13 swap fra fast rente	50,0	371,9	
-	3,85	2003/13 swap til variabel rente	-50,0	-371,9	
1009	var.	2003/13 swap fra fast rente	50,0	371,9	
-	4,0575	2003/13 swap til variabel rente	-50,0	-371,9	
1010	var.	2003/13 swap fra fast rente	50,0	371,9	
-	4,0625	2003/13 swap til variabel rente	-50,0	-371,9	
1011	var.	2003/13 swap fra fast rente	50,0	371,9	
-	3,99875	2003/13 swap til variabel rente	-50,0	-371,9	
1012	var.	2003/08 swap fra fast rente	50,0	371,9	
-	3,505	2003/08 swap til variabel rente	-50,0	-371,9	

UDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 2004¹

Bilagstabel 7

Lø- be- nr.	Rentesats, pct. p.a.	Titel	Udestående beløb, mio. af valutaen	Udestående beløb, mio.kr. (1)	Note
EUR - fortsat					
EUR-lån - fortsat					
1013	var.	2003/13 swap fra fast rente	50,0	371,9	
-	4,3325	2003/13 swap til variabel rente	-50,0	-371,9	
1014	var.	2003/13 swap fra fast rente	50,0	371,9	
-	4,295	2003/13 swap til variabel rente	-50,0	-371,9	
1015	3,125	2004/09	2.100,0	15.620,0	
I alt EUR			10.337,5	76.891,4	
FRF-lån					
713	var.	1996/06	500,0	567,0	
-	var.	1996/06 swap til DEM med variabel rente	-500,0	-567,0	
I alt FRF			0,0	0,0	
EUR i alt			11.208,6	83.370,4	
GBP-lån					
120	13	1980/05	25,5	267,5	
941	var.	2000/09 EIB-lån, Modernisering og udbyg- ning af højere uddannelsesinstitutioner	40,8	428,2	
-	var.	2004/05 swap til EUR med variabel rente	-40,8	-428,2	
943	var.	2000/09 EIB-lån, Danske Motorveje III B	6,2	64,5	
-	var.	2004/05 swap til EUR med variabel rente	-6,2	-64,5	
948	13	2001/05 swap til EUR med variabel rente	-25,5	-267,5	
I alt GBP			0,0	0,0	
JPY-lån					
794	var.	1997/07	1.000,0	52,7	
-	var.	1997/07 swap til DEM med variabel rente	-1.000,0	-52,7	
835	2,63	1997/07	5.000,0	263,7	
-	2,63	1997/07 swap til DEM med variabel rente	-5.000,0	-263,7	
838	0	1997/07 JPY(tilbagebetaling)/AUD(rente)	3.000,0	158,2	
-	0	1997/07 swap til DEM med variabel rente	-3.000,0	-158,2	
850	var.	1997/07	2.000,0	105,5	
-	var.	1997/07 swap til DEM med variabel rente	-2.000,0	-105,5	
853	var.	1997/07	500,0	26,4	
-	var.	1997/07 swap til DEM med variabel rente	-500,0	-26,4	
855	2,02	1997/07 EIB-lån, Danske Omfartsveje B	3.400,0	179,3	
-	2,02	1997/07 swap til DEM med variabel rente	-3.400,0	-179,3	
I alt JPY			0,0	0,0	
NOK-lån					
881	6,25	1998/07	330,0	297,8	
-	6,25	1998/07 swap til DEM med variabel rente	-330,0	-297,8	
907	5,75	1999/05	500,0	451,2	
-	5,75	1999/05 swap til EUR med variabel rente	-500,0	-451,2	

UDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 2004¹

Bilagstabel 7

Lø- be- nr.	Rentesats, pct. p.a.	Titel	Udestående beløb, mio. af valutaen	Udestående beløb, mio.kr. (1)	Note
I alt NOK			0,0	0,0	
SEK-lån					
888	5	1998/07	500,0	412,5	
-	5	1998/07 swap til DEM med variabel rente	-500,0	-412,5	
890	5,12	1998/07	500,0	412,5	
-	5,12	1998/07 swap til DEM med variabel rente	-500,0	-412,5	
891	5,065	1998/06	400,0	330,0	
-	5,065	1998/06 swap til DEM med variabel rente	-400,0	-330,0	
I alt SEK			0,0	0,0	
USD-lån					
772	6,065	1996/06 swap til DEM med variabel rente	-20,0	-109,4	
862	4	1997/07	30,0	164,0	
-	4	1997/07 swap til DEM med variabel rente	-30,0	-164,0	
870	5,75	1998/05	500,0	2.733,8	
-	5,75	1998/05 swap til DEM med variabel rente	-500,0	-2.733,8	
895	6,065	1999/06 swap fra EUR med variabel rente (Swap vedr. opkøb (20 mio.USD) i lån nr. 772)	20,0	109,4	
913	6,625	1999/05	530,0	2.897,8	
-	6,625	1999/05 swap til EUR med variabel rente	-500,0	-2.733,8	
-	6,625	2000/05 swap til EUR med variabel rente	-30,0	-164,0	
952	5,125	2001/06	1.000,0	5.467,6	
-	5,125	2001/06 swap til EUR med variabel rente	-1.000,0	-5.467,6	
20001	4,164	2004/16 swap fra DKK med fast rente	47,4	259,0	
20002	4,164	2004/16 swap fra DKK med fast rente	47,4	259,3	
I alt USD			94,8	518,3	
Udenlandsk gæld i alt			83.928,5		

(1) Det udestående beløb pr. 31. december 2004 er omregnet til DKK efter følgende kurser pr. 30. december 2004 som kurs pr. 100 enheder: AUD = 424,09, EUR = 743,81, GBP = 1.049,39, JPY = 5,2741, NOK = 90,23, SEK = 82,50, USD = 546,76. Det udestående beløb pr. 31. december 2004 for de tidligere nationale valutaer i euroområdet er omregnet til DKK via de fastlåste omregningskurser i forhold til EUR: DEM = 1,95583, FRF = 6,55957.

(2) Flermøntede lån, hvor kreditor kan vælge betalingsvaluta efter et fast omregningsforhold. Kan af debitor opsiges med 3 mdrs. varsel.

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

RENTER OG AFDRAG PÅ STATENS INDENLANDSKE GÆLD ¹ , ULTIMO 2004			Bilagstabel 8
Mia.kr.	Renter	Afdrag	Total
2005	27,7	89,1	116,8
2006	23,7	80,0	103,7
2007	18,9	45,8	64,7
2008	15,7	42,5	58,1
2009	14,0	60,5	74,5
2010	10,3	15,8	26,2
2011	10,3	60,5	70,7
2012	7,0	0,0	6,9
2013	6,9	79,3	86,2
2014	3,1	0,0	3,0
2015	3,3	37,5	40,8
2016	1,8	0,0	1,7
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	156,5	536,0	692,4

¹ Ekskl. skatkammerbeviser. Inkl. nettorentebetalinger knyttet til indenlandske renteswaps. Kronebetalinger til og fra staten i valutaswaps er medregnet i afdragene.

RENTER OG AFDRAG PÅ STATENS UDENLANDSKE GÆLD¹, ULTIMO 2004 Bilagstabel 9

Mia.kr.	Renter	Afdrag	Total
2005	1,5	8,0	9,5
2006	1,3	12,0	13,3
2007	0,9	19,4	20,4
2008	0,4	22,3	22,7
2009	-0,4	21,9	21,4
2010	-1,0	0,0	-1,0
2011	-1,0	0,0	-1,0
2012	-1,1	0,0	-1,1
2013	-0,1	0,0	-0,1
2014	0,0	0,0	0,0
2015	0,0	0,0	0,0
2016	0,0	0,1	0,1
I alt	0,4	83,9	84,3

¹ Inkl. nettorentebetalinger knyttet til swaps. Valutabetalinger til og fra staten i valutaswaps er medregnet i afdragene.

RATING AF DEN DANSKE STATSGÆLD I INDENLANDSK VALUTA		Bilagstabel 10a
	Moody's	Standard & Poor's
1986, jul	Aaa	
1992, jul		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 10b
	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 10a for rating-kategoriernes rangordning.

RATING AF UDVALGTE LANDES STATSGÆLD

Bilagstabel 11

	Moody's		Standard & Poor's	
	Indenlandsk	Udenlandsk	Indenlandsk	Udenlandsk
Australien	Aaa	Aaa	AAA	AAA
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	Aaa	AA-	AA-
New Zealand	Aaa	Aaa	AAA	AA+
Norge	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Portugal	Aa2	Aa2	AA	AA
Schweiz	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Spanien	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Storbritannien	Aaa	NR	AAA	AAA
Sverige	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Sydafrika	A2	Baa1	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 2005. Se anmærkning i bilagstabel 10a for rating-kategoriernes rangordning. NR betyder, at gælden ikke er rated.

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

Ordliste over finansielle begreber

Ordlisten indeholder forklaringer på en række fagudtryk og begreber på statsgældsområdet. Ord i *kursiv* er opslagsord.

Acceptdato

Den dato, hvor et lån aftales.

Afledt finansielt instrument

Instrument hvis værdi er afledt af værdien på et underliggende aktiv, fx et værdipapir, en vare eller en valuta. Som eksempel på afledte finansielle instrumenter kan nævnes *optioner* og *swaps*.

Afvikling

Afslutning af handel ved endelig afregning af aftalte forpligtelser. Se også *Clearing*.

Annuitetslån

Lån, hvor terminsydelsen (renter og afdrag) er konstant gennem lånets løbetid.

Auktion

Salg af statspapirer via auktion foregår i store enkeltstående emissioner, der afholdes med jævne intervaller. Ved en auktion 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 skattekammerbeviser, 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 der-

over, tilgodeses til den kurs, som den enkelte byder faktisk har budt. Denne metode anvendes i forbindelse med den danske stats åbningsauktioner for statsobligationer.

Basispoint

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

Benchmarkobligation

Benyttes om en obligation, der er toneangivende på obligationsmarkedet. Benchmarkobligationer bruges som reference i prisfastsættelsen af øvrige obligationer og finansielle produkter på markedet. Ændringer i benchmarkstatus for danske statsobligationer besluttet og offentliggøres af Statsgældsforvaltningen efter drøftelse i *Primary Dealer* Komiteen.

Bruttofinansieringsbehov

Det indenlandske bruttofinansieringsbehov opgøres som det indenlandske *nettofinansieringsbehov* tillagt afdrag på indenlandsk gæld inkl. opkøb, tre statslige fondes nettoobligationskøb samt kronebetalinger fra staten i valutaswaps mellem kroner og fremmed valuta.

Det udenlandske bruttofinansieringsbehov opgøres som det udenlandske *nettofinansieringsbehov* tillagt afdrag på udenlandsk gæld inkl. opkøb og valutabetalinger fra staten i valutaswaps mellem kroner og fremmed valuta. Se også *lånebehov*.

Bud-/udbudspris

Også kaldet bud-/udbudskurs eller bid-ask. Bud-/udbudsprisen er prisen set fra prisstillers side. Forskellen mellem bud- og udbudsprisen betegnes spænd eller bid-ask spread.

Cibor (Copenhagen Inter Bank Offered Rate)

Den rentesats, hvortil et pengeinstitut på interbank-markedet i København er villigt til på usikret basis at udlåne danske kroner til et andet kreditværdigt pengeinstitut. Cibor beregnes på baggrund af stillede satser fra en række individuelle pengeinstitutter (Cibor-stillere). Cibor fastsættes for 8 forskellige løbetider: 1, 2, 3, 4, 5, 6, 9 og 12 måneder.

Cibor er referencerente for en lang række finansielle kontrakter. Se også *Euribor* og *Libor*.

Clearing

Opgørelse af hver deltagers køb og salg, hvorved de enkelte deltagers nettoposition fremkommer. Se også *afvikling*.

Clearstream

Afviklings- og depotinstitution for værdipapirer.

Commercial Paper (CP)

Kortfristede gældsbeviser (nulkuponpapirer) med løbetid på op til et år. CP'er udstedes fortrinsvist for at dække et kortvarigt finansieringsbehov. Staten har et CP-program på det amerikanske såvel som europæiske marked.

Cost-at-Risk-modellen (CaR-modellen)

Simulationsmodel udviklet af Statsgældsforvaltningen med henblik på at kvantificere den risiko, som er forbundet med statsgældens eksponering over for den fremtidige renteutvikling. Modellen simulerer 2.500 scenarier for statens årlige renteomkostninger 10 år frem i tiden.

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). Betinget CaR angiver relativ CaR for et givet år under antagelse af, at renten er kendt frem til dette år. Målet påvirkes derfor ikke af, at beregningshorisonten øges.

Cross default

Bestemmelse i låne- eller swapaftale, der tillader ophævelse af aftalen, hvis en af parterne ikke overholder sine betalingsforpligtelser over for modparten eller 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* (rente) 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.

Elektronisk handel

Indsendelse af ordrer (bud- eller udbudsordrer) via elektroniske faciliteter til et handelssystem, hvor ordrer automatisk matches og eksekveres.

Emission

Udstedelse. Danske statsobligationer udstedes på *MTS Denmark*. Se også *auktion* og *tapsalg*.

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*.

Euribor (Euro Interbank Offered Rate)

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

Euroclear

Afviklings- og depotinstitution for værdipapirer.

EuroMTS

Elektronisk handelssystem for de mest likvide *benchmarkobligationer* denomineret i euro. Ejers 100 pct. af MTS S.p.A. Se også *elektronisk handel*.

Floating rate note (FRN)

Variabelt forrentet obligationslån.

Fordelte emissionskurstab

Emissionskurstab/-gevinster fordeles i statsregnskabet lineært over lånets løbetid.

Genudlån

Genudlån er lån fra staten til først og fremmest Ørestadsselskabet I/S, men også til A/S Storebælt og A/S Øresund mfl. Disse genudlån afspejler præcist et eksisterende statspapir. Kupon, termins- og udløbsdato vil således være identisk med et eksisterende statspapir. Kursen på genudlånet fastsættes på baggrund af gældende markedsforhold.

Derudover har Danmarks Skibskreditfond (DSF) adgang til en genudlånsordning, hvor genudlånene ydes som fastforrentede serielån med en løbetid på op til 12 år. Genudlån til DSF kan ske i både kroner og US dollar.

Genudlånsvifte

Viften af statspapirer, der kan ydes *genudlån* i. Genudlånsviften fastlægges af Statsgældsforvaltningen og omfatter alle fast forrentede statsobligationer af typen stående lån i danske kroner i løbetidssegmenter mellem 2 og 10 år. Genudlån finansieres ved udstedelse i papirer, som indgår i *låneviften*.

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 den, der stiller sikkerhed (låntager), misligholder sine forpligtelser. Staten benytter sig af haircuts ved modparters sikkerhedsstillelse i forbindelse med swaps og udlån af statspapirer i låneviften.

ISDA (International Swaps and Derivatives Association)

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

ISDA Master Agreement

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

ISMA (International Securities Market Association)

International forening af finansielle institutioner, der omsætter værdipapirer på det internationale marked, og som bl.a. virker for en standardisering af praksis og dokumentation for afvikling af handler.

I løbet af 2005 ventes ISMA at fusionere med International Primary Market Association (IPMA). Den nye forening vil få navnet International Capital Market Association (ICMA).

ISO-møntkoder

Land	Møntsort	ISO-møntkode
Australien	Dollar	AUD
Danmark	Krone	DKK
England	Pund	GBP
Euroområdet	Euro	EUR
Belgien	Franc	BEF
Finland	Mark	FIM
Frankrig	Franc	FRF
Grækenland	Drakme	GRD
Holland	Gylden	NLG
Irland	Punt	IEP
Italien	Lire	ITL
Luxembourg	Franc	LUF
Portugal	Escudo	PTE
Spanien	Peseta	ESP
Tyskland	Deutsche Mark	DEM
Østrig	Schilling	ATS
Japan	Yen	JPY
Norge	Krone	NOK
Sverige	Krone	SEK
USA	Dollar	USD

Konverterbar obligation

Obligation, der af låntager 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*. Statsgældsforvaltningen anvender syndikeret obligationsudstedelse i den udenlandske låntagning.

Libor (London Inter Bank Offered Rate)

Den rentesats, hvortil et pengeinstitut på London-interbank-markedet er villigt 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 spænd mellem *bud-* og *udbudsprisen*. Generelt vil investorer være villige til at betale en højere pris for en mere likvid obligation (likviditetspræmie).

Lånebehov

Den del af *bruttofinansieringsbehovet*, der dækkes ved udstedelse af statspapirer. Der opereres både med et indenlandsk og et udenlandsk lånebehov.

Lånevifte

Låneviften omfatter de statspapirer, der udstedes for at dække det aktuelle indenlandske lånebehov. Statspapirerne i låneviften er åbne for løbende *emission* (on-the-run). Låneviften består af statsobligationer 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.

Mindsterenten

Den mindste kuponrente på obligationer, der tillades, hvis kursgevinster for personer skal friholdes for beskatning, jf. kursgevinstloven (lovbekendtgørelse nr. 964 af 21. september 2004).

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

Mindsterenten kan ekstraordinært ændres, hvis referencerenten i 10 på hinanden følgende børsdage er mere end 2 procentpoint højere eller 1 procentpoint lavere end det gennemsnit, der danner grundlag for den

gældende mindsterente. Den nye mindsterente udgør $\frac{7}{8}$ af gennemsnittet af referencerenten i disse 10 børsdage, nedrundet til nærmeste hele procentpoint.

MTS Associated Markets (MTSAM)

Belgisk selskab, hvor der er oprettet markedssegmenter for engroshandel med belgiske, danske og finske statspapirer.

MTS Denmark (MTSDk)

Et markedssegment i *MTS Associated Markets (MTSAM)*, hvor engroshandlen med danske statsobligationer foregår. Segmentet benytter det elektroniske handelssystem *Telematico*. På webstedet www.mtsdenmark.com er yderligere information tilgængelig om handlen med danske statspapirer. Se også *Elektronisk handel*.

Nettofinansieringsbehov

Det indenlandske nettofinansieringsbehov opgøres som underskuddet på statens DAU-saldo tillagt indenlandske *genudlån* (netto for indfrielse) samt beholdningsbevægelser og periodiseringer. Det udenlandske nettofinansieringsbehov svarer til genudlån i fremmed valuta (netto for indfrielse). 2004 er det første år med et udenlandsk nettofinansieringsbehov.

Norm

Rammen for fordelingen af statens indenlandske og udenlandske låntagning. I henhold til den indenlandske norm dækker den indenlandske låntagning i kroner som udgangspunkt statens indenlandske *bruttofinansieringsbehov*. Den udenlandske norm indebærer, at det udenlandske *lånebehov* svarer til afdragene på den udenlandske gæld, som er optaget af hensyn til valutareserven.

Nulkuponpapir

Lån, hvor der ikke løbende betales rente, og hvor afdragsbetalingen er placeret ved lånets udløb. Låneomkostningerne fremkommer alene som følge af et *emissionskurstab* ved udstedelsen. Skatkammerbeviser er nulkuponpapirer.

Nulkuponrente

Den *effektive rente* på et *nulkuponpapir*. Nulkuponrentestrukturen angiver sammenhængen mellem restløbetid og nulkuponrente.

Operationel risiko

Risikoen for økonomiske tab som følge af fejl i interne processer, menneskelige fejl, systemfejl eller tab som følge af eksterne begivenheder.

Opkøbsvifte

Viften af statspapirer, som staten kan købe op før udløb. Opkøb anvendes til renterisikostyring, udjævning af statens afdragsprofil og til at opretholde en likvid lånevifte.

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 prisen) på et aftalt fremtidigt tidspunkt eller i en aftalt 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 statsgælden anvendes optionsjusteret varighed ved opgørelsen af varigheden for Den Sociale Pensionsfonds beholdning af konverterbare obligationer.

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*.

Portefølje

Betegnelsen for en beholdning af aktiver og/eller passiver.

Primary dealer

Primary dealere er finansielle institutioner, som efter aftale med udsteder mod særlige rettigheder forpligter sig til at skabe *likviditet* i speci-

fikke 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 obligationsmarkedet ved løbende at stille bindende købs- og salgspriser på obligationer over for andre banker (market making).

Primært marked

Marked for udstedelse af obligationer. Se også *Sekundære marked*.

Private placement

Obligationslån eller andet lån, der udbydes til en begrænset kreds af købere, og som normalt ikke børsnoteres. Se også *Public issue*.

Public issue

Obligationslån, der udbydes til offentligheden og børsnoteres. Se også *Private placement*.

Rating

"Karakter" for kreditværdighed givet af kreditvurderingsinstitutter som fx Standard & Poor's og Moody's, jf. bilagstabel 10a, 10b og 11.

Refinansieringsrisiko

Risikoen for, at låntager må refinansiere afdrag på sin gæld i en periode med et højt renteniveau eller i en periode, hvor låntagers specifikke lånevilkår er særligt dårlige.

Rentefixing

Rentefixingen opgjort på et givet tidspunkt er det beløb, der skal fastsættes ny rente på inden for ét år. Porteføljen på et givet tidspunkt påvirker rentefixingen via de afdrag, der forfalder inden for det kommende år, samt størrelsen af den variabelt forrentede gæld og swapporteføljen, hvorpå der fastsættes ny rente inden for et år. I analyserne af rentefixingen tages højde for Finansministeriets forventninger til fremtidige budgetoverskud eller -underskud, som henholdsvis mindsker og øger rentefixingen, samt nye swaps og opkøb.

Renterisiko

I forbindelse med statsgæld er renterisiko risikoen for højere renteomkostninger som følge af renteutviklingen. Se også *refinansieringsrisiko*.

Renterisiko ses i andre sammenhænge også anvendt som risikoen for, at bevægelser i renter medfører kurstab.

Rentespænd

Forskel i *effektive renter* på to obligationer. Ved opgørelse af rentespænd korrigeres ofte for forskelle i obligationernes restløbetid, fx med udgangspunkt i en estimeret *rente-* eller *nulkuponrentestruktur*.

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.

Reverse dual currency bond

Lån, som er optaget og afdrages i én valuta, mens forrentningen sker i en anden. Se også *Dual currency bond*.

Saxess

Elektronisk handelssystem for obligationer og aktier, der bl.a. anvendes på Københavns Fondsbørs. Se også *Elektronisk handel*.

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 på et lån opgjort efter *swaps*.

Strategiske benchmarks

Pejlemærker for likviditet og renteeksponering som anvendes i implementeringen af den danske statsgældsstrategi. Fx fastlægges strategiske benchmarks for udeståendet i statspapirerne i *låneviften* og for statsgældens *varighed*.

Statsgaranteret enhed

Statsejet selskab med mulighed for at optage lån med statsgaranti.

Statsgælden

Omfatter passiver i form af den indenlandske og udenlandske gæld samt aktiver i Den Sociale Pensionsfond, Højteknologifonden, Finansieringsfonden til øgede uddelinger fra Danmarks Grundforskningsfond (Finansieringsfonden) og indeståendet på statens konto.

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.

Stående lån

Lån, der ikke afdrages – kun forrentes – i låneperioden. Indfries fuldt og helt på udløbstidspunktet. Danske statsobligationer og statsgældsbeviser er af typen stående lån.

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 rentebetalingerne til de enkelte terminer. Hovedstolen i en renteswap betegnes oftest som den notionelle værdi i stedet for den nominelle værdi. Statens renteswaps indgås typisk som porteføljeswaps, dvs. uden tilknytning til specifik lånoptagelse.

Den samlede værdi af en swap er som regel nul ved indgåelsen, men swappen kan efterfølgende antage positiv eller negativ værdi, afhængigt af markedsudviklingen i renter og valutakurser.

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 enten betales eller modtages i en renteswap mod henholdsvis modtagelse eller betaling af variabel rente (normalt *Euribor* for eurorenteswaps og *Cibor* for kronerenteswaps).

Swap termination

Når en swapaftale 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 afregnes til swappens markedsværdi.

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 statsobligationer samt realkreditobligationer typisk ved tapsalg. Se også *Auktion*.

Telematico

Det dominerende elektroniske handelssystem for engroshandel med europæiske *benchmarkobligationer*.

Terminskontrakt

Aftale om levering og betaling af varer, værdipapirer eller valuta på en fremtidig dato til en på aftaletidspunktet fastsat pris (*terminskurs*).

Terminskurs

Den på aftaletidspunktet fastsatte pris i en *terminkontrakt* om fremtidig levering af varer, værdipapirer eller valuta.

Uamortisabelt lån

Uendeligt løbende lån. Dvs. de 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.

Valutakursrisiko

I forbindelse med statsgæld er valutakursrisiko risikoen for, at gældens værdi stiger som følge af en ændring i valutakurserne.

Valutareserve

Formålet med valutareserven er først og fremmest at understøtte den danske fastkurspolitik over for euroområdet. Valutareserven er anbragt i Nationalbanken og primært placeret i udenlandske obligationer og bankindskud.

Valørdato

Afviklingsdato, dvs. den dato, hvor fx 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

Gennemsnitlige rentebindingstid på en finansiell *portefølje*. Lang varighed på statsgælden er udtryk for lav risiko, da der i gennemsnit er mindre dele af renteomkostningerne, der tilpasses ændringer i renteniveauet.

Varighed ses i andre sammenhænge også anvendt som udtryk for porteføljens kursfølsomhed. Jo højere varighed, jo højere kursfølsomhed.

Vedhængende rente

Vedhængende rente er betaling for 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.

Volatilitet

Størrelsen af bevægelserne i kursen eller prisen på et aktiv. Det kan fx være bevægelsen i en obligationskurs.

Værdipapircentralen (VP)

Afviklings- og depotinstitution for værdipapirer. Herudover omfatter VPs opgaver elektronisk udstedelse af værdipapirer samt registrering af ejerforhold og rettigheder vedrørende elektroniske værdipapirer.

Værdipapirudlån

Ved et værdipapirudlån 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 værdipapirudlånet 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 foretager et pengeudlån mod sikkerhed i værdipapirer.

Staten og Den Sociale Pensionsfond udlåner statsobligationer til primary dealere i danske statsobligationer.