



Danmarks
Nationalbank

Statens låntagning
og gæld

N
O
O
O



STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD 2006

Tryk: Datagraf

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 vederlagsfrit 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 Statsgældsforvaltningen i Danmarks Nationalbank 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 31. januar 2007.

Omslagsfoto: Ulrik Samsøe Figen, Stickelbergs Bureau.

Indhold

HOVEDPUNKTER FOR STATSGÆLDSPOLITIKKEN	7
---	---

HOVEDPRINCIPPER

1. HOVEDPRINCIPPER FOR FORVALTNINGEN AF STATENS GÆLD	
1.1 Statsgældsforvaltningens opgaver	15
1.2 Målsætning og strategi	16
1.3 Porteføljer under statsgældsforvaltningen	17
1.4 Norm for indenlandsk og udenlandsk låntagning	18
1.5 Organiseringen af Statsgældsforvaltningen i Danmark	19
1.6 Information om statsgælden	21

BERETNINGSKAPITLER

2. STATENS GÆLD OG RENTEUDGIFTER	
2.1 Statsgæld og renteutgifter	25
2.2 Offentlig sektors bruttogæld (ØMU-gæld)	30
3. LÅNTAGNING I 2006	
3.1 Renteudvikling	33
3.2 Ejerfordeling af danske statspapirer	35
3.3 Lånebehov	36
3.4 Låntagning	37
3.5 Opkøb	39
3.6 Renteswaps	40
4. STRATEGI 2007	
4.1 Hovedelementer i udstedelsesstrategien	45
4.2 Strategiske benchmarks i 2007	46
5. UDSTEDELSE OG HANDEL MED STATSPAPIRER	
5.1 Primary dealer-ordninger i danske statspapirer	49
5.2 Statsobligationer	54
5.3 Skatkammerbeviser	56
5.4 Omsætning i danske statspapirer	58
5.5 EU-direktiv for finansielle markeder	61

6.	FORVALTNING AF MIDLERNE I STATENS FONDE	
6.1	Den Sociale Pensionsfond	63
6.2	Højteknologi-, Finansierings- og Forebyggelsesfonden	66
7.	STATSLIGE LÅNEGARANTIER OG GENUDLÅN	
7.1	Formål og rammer	67
7.2	Sammenligning af statslige lånegarantier og genudlån	69
7.3	Udstedte lånegarantier	70
7.4	Genudlån til statslige selskaber	70
7.5	Genudlån til Danmarks Skibskredit A/S	71
8.	RISIKOSTYRING	
8.1	Renterisiko	73
8.2	Valutakursrisiko	78
8.3	Kreditrisiko	79
8.4	Operationel risiko	84

SPECIALKAPITLER

9.	STYRING AF STATENS RENTERISIKO	
9.1	Strategisk benchmark for renterisiko	89
9.2	Afvejning af omkostninger og risici	90
9.3	Opgørelse af renteeksponering	94
9.4	Modeller til risikostyring	95
9.5	Scenario-modellen og CaR-modellen	96
9.6	CaR-resultater	99
10.	ERFARINGER MED FALDENDE STATSGÆLD	
10.1	Tilpasninger i den danske statsgældspolitik	101
10.2	Statsgældspolitik i lyset af faldende gæld	103
10.3	Erfaringer fra andre lande med faldende gæld	106
11.	EVALUERING AF STATSGÆLDSPOLITIKKEN	
11.1	Overordnede principper for evaluering	111
11.2	Evaluering af varighedsstyringen i 2006	114
11.3	Evaluering af varighedsstyringen i 2004-06	116
11.4	Tapudstedelser, opkøb og renteswaptransaktioner i 2006	118
11.5	Udstedelser, opkøb og renteswaptransaktioner i 2004-06	122
11.6	Evaluering i et fremadrettet perspektiv	122

12.	INTEGRATION AF DE EUROPÆISKE STATSOBLIGATIONSMARKEDER	
12.1	Indsnævring af rentespænd	125
12.2	Markedsdrevne integration	126
12.3	Analyse af finansiell integration	130
12.4	Forklaring på de nuværende rentespænd i euroområdet	132

BILAG

INFORMATION OM STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD	139
---	-----

PRINCIPPER FOR STYRING AF KREDITRISIKO PÅ STATENS SWAPS	141
---	-----

VILKÅR FOR STATENS OG DEN SOCIALE PENSIONS FOND	
VÆRDIPAPIRUDLÅNSORDNINGER	145

BILAGSTABELLER

1.	Statsgælden, ultimo 1996-2006	150
2.	Renter og afdrag på statens gæld, ultimo 2006	152
3.	Statens DAU-, netto- og bruttokassesaldo, 1996-2006	154
4.	Statens lånoptagelse, 2006	156
5.	Statens renteswaptransaktioner, 2006	158
6.	Statens valutaswaptransaktioner, 2006	160
7.	Statslån pr. 31. december 2006	161
8.	Statens renteswaps pr. 31. december 2006	166
9.	Rating af den danske statsgæld	167
10.	Rating af udvalgte landes statsgæld, januar 2007	168

ORDLISTE OVER FINANSIELLE BEGREBER	169
--	-----

Hovedpunkter for statsgældspolitikken

Statsgældspolitikken har gennemgået en tilpasning i de senere år i takt med den faldende gæld og det lave lånebehov. I de kommende år vil statsgældspolitikken fortsat have fokus på de udfordringer, som den faldende statsgæld medfører. Den overordnede målsætning er fortsat at dække statens finansieringsbehov til lavest mulige, langsigtede omkostninger under hensyntagen til et acceptabelt risikoniveau. Samtidig er det hensigten at skabe rammer for statspapirmarkedet, som sikrer, at markedet fortsat er velfungerende for danske og internationale markedsdeltagere og investorer.

LAVERE STATSGÆLD OG FALDENDE RENTEOMKOSTNINGER

Store overskud på statens budget har i de senere år medvirket til at reducere statsgælden markant. Faldet i statsgælden har været kraftigt de seneste 2 år. Det afspejler, at den økonomiske vækst har været høj. Derudover har der været store indtægter fra pensionsafkastskatten og Nordsøaktiviteterne som følge af udviklingen på henholdsvis de finansielle markeder og de høje oliepriser. Ved udgangen af 2006 udgjorde statsgælden 328 mia.kr., jf. tabel 1. Det svarer til 60.000 kr. pr. indbygger eller ca. 20 pct. af BNP. Siden 1997 er statsgælden tæt på at være halveret, jf. figur 1.

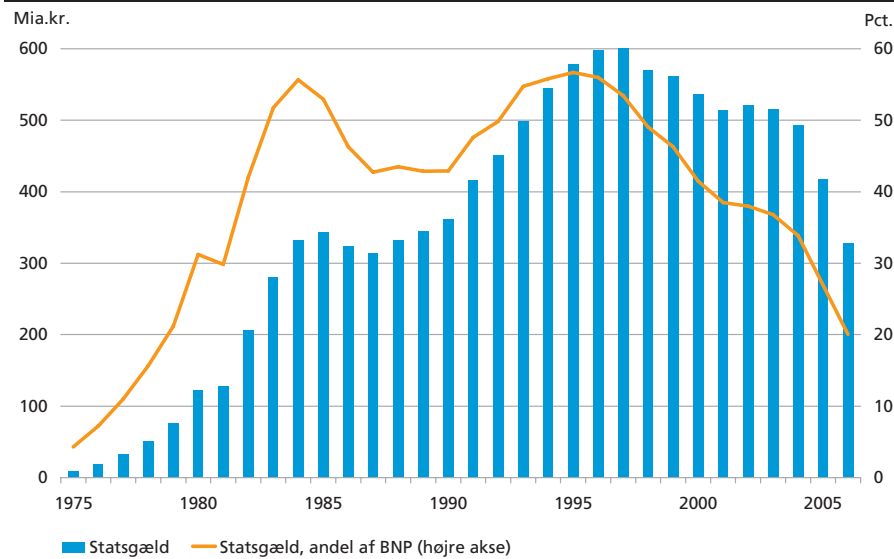
Omkring halvdelen af nedbringelsen af statens gæld siden 1997 har baggrund i indtægter fra Nordsøaktiviteter og ekstraordinære forhold, der bl.a. omfatter salg af statslige virksomheder, jf. figur 2. Det har bidraget til en markant reduktion i statens nettorentebetalinger. I 1997 udgjorde renteomkostningerne 44 mia.kr., mens renteomkostningerne i 2006 var 17 mia.kr.

STATSGÆLDEN	Tabel 1
Mia.kr.	Ultimo 2006
Indenlandsk gæld	454
Udenlandsk gæld	80
Passiver i alt	534
Statslige fonde ¹	-135
Statens konto i Nationalbanken	-71
Aktiver i alt	-206
Samlet statsgæld	328

¹ Aktiverne i Den Sociale Pensionsfond, Højteknologifonden og Finansieringsfonden.

STATSGÆLDEN 1975-2006

Figur 1

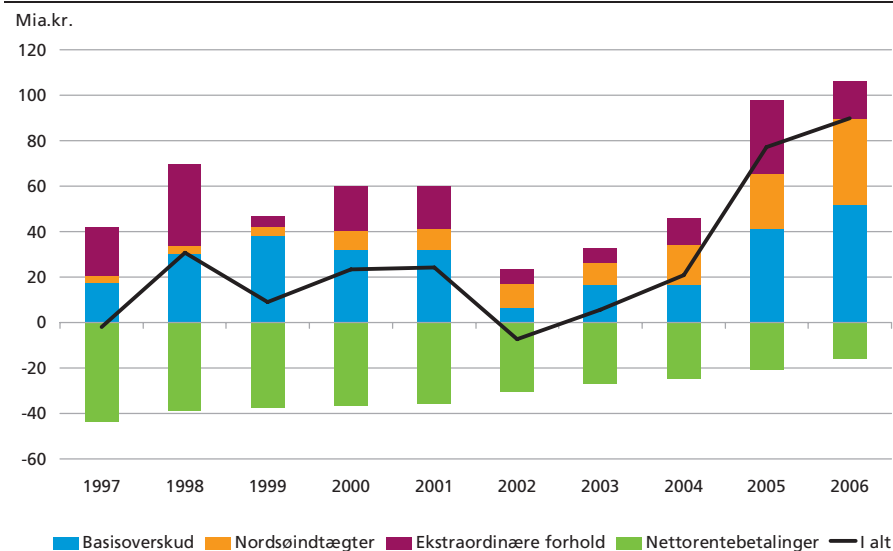


Anm.: Statsgælden er opgjort inkl. DSPs aktiver fra 1. januar 1982.

Faldet i renteomkostningerne kan i begyndelsen af perioden især tilskrives faldet i markedsrenterne, men i de seneste år er det primært faldet i gælden, som medfører lavere renteomkostninger, jf. figur 3.

DEKOMPONERING AF FALDET I STATSGÆLDEN

Figur 2

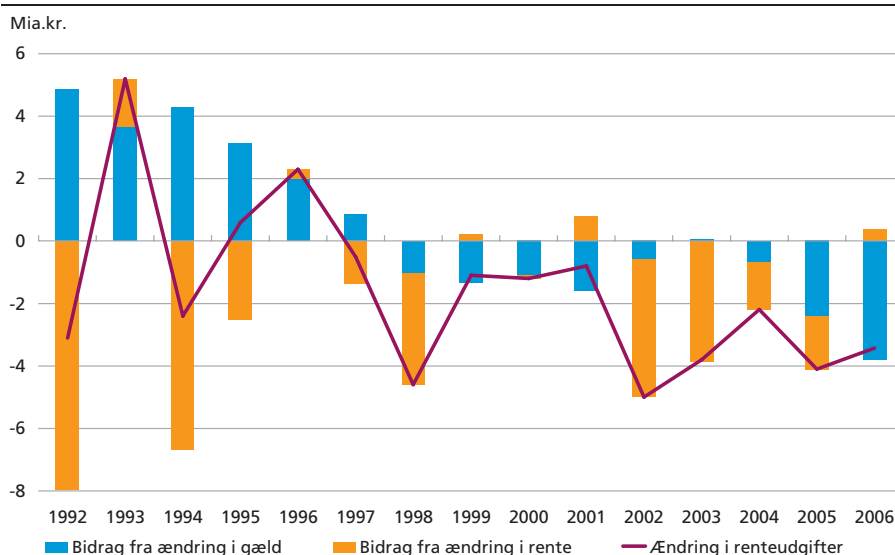


Anm.: Nordsøindtægter er skatter og afgifter fra olieudvinding (indeholder ikke indtægter via selskabsskat). Ekstraordinære forhold er "Engangsforbedringer og ekstraordinære forhold" eksklusive "Korrektion vedr. Nordsøindtægter". Basisoverskud er beregnet residualt.

Kilde: Statsregnskabet, Budgetoversigt 3, december 2006 og Finanslovsforslag 2007.

DEKOMPONERING AF ÅRLIG ÆNDRING I RENTEUDGIFTERNE

Figur 3



Anm.: Bidrag fra ændring i gæld er ændringen i gælden multipliceret med den gennemsnitlige rente på statsgælden i den foregående periode. Bidrag fra ændring i rente beregnes residualt.

MARKEDSMÆSSIGE IMPLIKATIONER AF DEN FALDENDE STATSGÆLD

Koncentration i udstedelsespolitikken

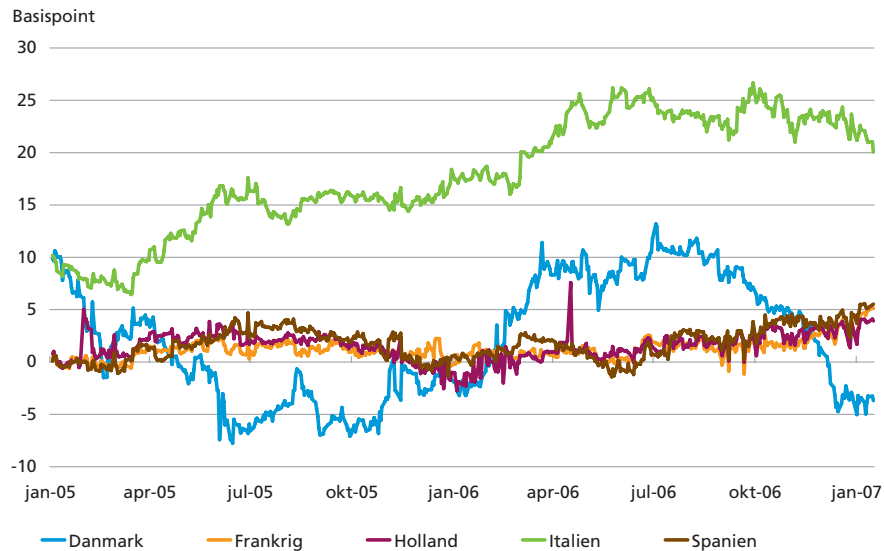
En faldende statsgæld giver anledning til ændringer i sammensætningen og udbuddet af instrumenter på statspapirmarkedet. Statsgældspolitikken er løbende blevet justeret for at understøtte likviditeten i statspapirerne. For få år siden omfattede statens udstedelser skatkammerbeviser, 2-, 5- og 10-årige indenlandske statsobligationer samt 5-årige eurolån. Udsigten til fortsatte overskud på statens budget gav i 2006 anledning til, at udstedelsesstrategien blev fokuseret mod udstedelse i det 10-årige indenlandske statspapir. Valget af det 10-årige løbetidssegment afspejler, dels at staten normalt har en komparativ fordel i det lange løbetidssegment på grund af sin høje kreditværdighed, dels at det 10-årige løbetidssegment internationalt anses som ét af de vigtigste. Som led i koncentrationen af udstedelsespolitikken blev skatkammerbevisprogrammet nedskaleret i 2006, og statens udenlandske låneprogram blev stillet i bero.

Fokus på opkøbspolitikken

Staten køber papirer op, såfremt markedspriserne vurderes fair i forhold til priserne på statens udstedelser. I takt med den faldende statsgæld øges risikoen for, at der opstår knaphed i de papirer, staten køber op. I forlængelse heraf er det vigtigt for Statsgældsforvaltningen at sikre

10-ÅRIGE RENTESPÆND TIL TYSKLAND

Figur 4



Anm.: Rentespændene er løbetidskorrigerede. Danmark, Frankrig, Holland og Spanien er rated Aaa/AAA. Italien er rated Aa2/A+.

Kilde: Bloomberg.

fleksibilitet i forbindelse med gennemførelse af opkøb. På den baggrund er der bl.a. introduceret en ny opkøbsfacilitet.

Markedsrenter

I takt med faldet i statsgælden er danske statspapirer i højere grad blevet en knap faktor på de finansielle markeder. Det afspejles bl.a. ved, at renteforskellen mellem danske og tyske statspapirer er indsnævret. I størstedelen af 2005 var rentespændet negativt, men det blev udvidet efter Danmarks Nationalbanks ensidige renteforhøjelse i februar 2006. Efter offentliggørelsen af de positive udsigter for statens budget i slutningen af året blev rentespændet igen negativt, jf. figur 4.

STRATEGI 2007

Udstedelsesstrategi

I 2007 forventes et overskud på statens budget, der stort set svarer til afdrag på statens gæld, og dermed er lånebehovet nul. Statens udstedelsesstrategi indebærer en omlægning fra låntagning i skatkammerbeviser til låntagning i det 10-årige løbetidssegment. Skatkammerbevisprogrammet nedskaleres, svarende til et forventet nettofinansieringsbidrag på omkring -20 mia.kr. Udstedelsen af 4 pct. stående lån 2017 fort-

STRATEGISKE BENCHMARKS FOR 2007	Boks 1
Udstedelser og likviditet: • 4 pct. stående lån 2017 opbygges mod det endelige mål for udeståendet på omkring 50 mia.kr. • 4 pct. stående lån 2010 opbygges til et udestående på mindst 35 mia.kr. i 2007. • Nettofinansieringsbidraget fra skatkammerbevisprogrammet forventes at blive omkring -20 mia.kr. Der åbnes to nye skatkammerbeviser i 2007. • I tilfælde af særlige markedsforhold kan der udstedes i de øvrige stående lån med udløb efter 2007. • Staten kan købe op i alle statspapirer, bortset fra de primære udstedelsespapirer (4 pct. stående lån 2010 og 4 pct. stående lån 2017).	
Risikostyring: • Renterisikoen styres i 2007 inden for et varighedsbånd på 3 år $\pm$ 0,5 år.	

sætter, og udeståendet i 4 pct. stående lån 2010 forventes at nå minimum 35 mia.kr. i 2007, jf. boks 1.

Renterisiko

Statsgældens renterisiko styres gennem en strategisk benchmark for gældsporteføljens varighed. Sigtebåndet for varigheden i 2007 er fastsat til 3 år $\pm$ 0,5 år, hvilket er uændret i forhold til de seneste år.

I takt med faldet i statens gæld har staten mulighed for at påtage sig en højere renterisiko, dvs. lavere varighed. To forhold taler for, at sigtebåndet for varigheden ikke reduceres i 2007. For det første er rentekurven flad, hvilket betyder, at der er en meget lille forventet besparelse ved at reducere varigheden set i forhold til den øgede risiko. For det andet er renteniveauet lavt, og modelfremskrivninger viser, at sandsynligheden for stigende renter overstiger sandsynligheden for faldende renter.

Hovedprincipper

KAPITEL 1

Hovedprincipper for forvaltningen af statens gæld

Statsgældsforvaltningen i Nationalbanken administrerer statens gæld på vegne af Finansministeriet. Staten låner på de finansielle markeder til at dække finansieringsbehovet, som følge af forfald af gæld og ved budgetunderskud.

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

Statsgældspolitikken bygger på internationalt anerkendte principper for god statsgældsforvaltning, herunder åbenhed, troværdighed, klart definerede mål og entydig ansvarsfordeling.

STATSGÆLDSFORVALTNINGENS OPGAVER

1.1

Statsgældsforvaltningen varetager forvaltningen af statens låntagning og gæld for Finansministeriet:

- Statsgældsforvaltningen udsteder statsobligationer og skatkammerbeviser for at dække statens finansieringsbehov. Finansieringsbehovet er bestemt af statens løbende indtægter og udgifter samt lån, der forfalder.
- Statsgældsforvaltningen administrerer aktiverne i fire statslige fonde¹, der indgår i statsgælden.
- Statsgældsforvaltningen sikrer, at der ikke er overtræk på statens konto i Nationalbanken.² Statsgældsforvaltningen opgør statens finansieringsbehov på baggrund af Finansministeriets prognose for statens budget og sikrer gennem statens udstedelser, at der er et tilstrækkeligt indestående på statens konto til at dække statens udbetalinger.

¹ Den Sociale Pensionsfond, Finansieringsfonden, Højteknologifonden og Forebyggelsesfonden (fra 2007).

² Ifølge EU-traktatens artikel 101 må statens konto i Danmarks Nationalbank ikke overtrækkes.

- Statsgældsforvaltningen overvåger og styrer risikoen på hele statsgældsporteføljen (statens inden- og udenlandske gæld, statens konto i Nationalbanken, de fire fondes aktiver og statslige genudlån).
- Statsgældsforvaltningen afvikler og bogfører de foretagne transaktioner.
- Statsgældsforvaltningen medvirker til at sikre et gennemsigtigt og likvidt marked for danske statspapirer ved at have aftaler med primary dealere i danske statspapirer.

Derudover administrerer Statsgældsforvaltningen en række primært statslige selskabers adgang til genudlån og statsgarantier. Desuden er Statsgældsforvaltningen rådgiver for Finansministeriet i spørgsmål særligt vedrørende statens øvrige finansielle risici, fx renterisiko i relation til finansieringen af den almennyttige boligsektor.

MÅLSÆTNING OG STRATEGI

1.2

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

Strategien for forvaltningen af statens gæld bliver fastlagt på kvartalsvise møder mellem Finansministeriet og Statsgældsforvaltningen på baggrund af et strategioplæg fra Statsgældsforvaltningen. På møderne giver Finansministeriet bemyndigelse til, at Statsgældsforvaltningen implementerer den aftalte strategi, der bl.a. giver en strategisk benchmark for, hvilke statspapirer, der kan udstedes i, og hvilke risici, der kan påtages, jf. boks 1.1. På mødet i december aftales den overordnede strategi for det kommende år, og ved de tre efterfølgende kvartalsvise møder aftales eventuelle præciseringer og justeringer af årets overordnede

STRATEGISKE BENCHMARKS

Boks 1.1

Den *strategiske benchmark for udstedelse* vedrører statens udstedelsesomfang og valg af låneinstrumenter og indeholder fx et sigtepunkt for udstedelsesomfanget i statspapirer for det kommende år. Den strategiske benchmark for udstedelse fastlægges under hensyntagen til bl.a. markedsforhold og statens forventede lånebehov.

Den *strategiske benchmark for risikostyring* vedrører styringen af renterisikoen på den samlede statsgældsportefølje. Benchmarken udgøres af et sigtebånd for Macauley-varigheden. Årets benchmark fastlægges bl.a. på baggrund af kvantitative analyser af renterisikoen i Statsgældsforvaltningens CaR-model.

strategi. Nationalbanken rapporterer månedligt til Finansministeriet om implementeringen af strategien og aflægger desuden beretning på de kvartalsvise møder.

For at understøtte åbenhed og troværdighed omkring statsgældspolitikken offentliggøres statsgældsstrategien umiddelbart efter statsgældsmøderne i juni og december. Strategierne evalueres løbende for at sikre den bedst mulige opfyldelse af målsætningen, og at den danske statsgældspolitik lever op til internationale standarder formuleret af bl.a. Verdensbanken, IMF og OECD.

PORTEFØLJER UNDER STATSGÆLDSFORVALTNINGEN

1.3

Statsgælden udgøres af indenlandsk og udenlandsk gæld, aktiverne i fire statslige fonde og indeståendet på statens konto i Nationalbanken:

- Den indenlandske gæld udgøres af gæld med eksponering i kroner.
- Den udenlandske gæld er eksponeret i valuta. Hovedparten af den udenlandske gæld er optaget af hensyn til valutareserven og er eksponeret i euro.
- Aktiverne i de fire statslige fonde, der administreres af Statsgældsforvaltningen, er placeret i danske statspapirer med undtagelse af en mindre beholdning af danske realkredit- og indeksobligationer i Den Sociale Pensionsfond (DSP).
- Statens likvide midler er anbragt på statens konto i Nationalbanken og forrentes med diskontoen.
- Statens inden- og udenlandske gæld, fondenes aktiver, statens konto og de statslige genudlån samstyres, dvs. styres under hensyntagen til de samlede omkostninger og risici.

Ultimo 2006 udgjorde statsgælden 328 mia.kr. eller 20 pct. af BNP, jf. tabel 1.3.1. Udover forvaltningen af selve statsgælden varetager Stats-

STATSGÆLDEN OG STATSGÆLDSPORTEFØLJEN		Tabel 1.3.1
Mia.kr.		Ultimo 2006
Indenlandsk gæld		454
Udenlandsk gæld		80
Statslige fonde		-135
Statens konto i Nationalbanken		-71
Statsgælden		328
Statslige genudlån		-34
Statsgælden inkl. genudlån		294

gældsforvaltningen administrationen af de statslige genudlån. De statslige genudlån udgør et aktiv i statsgældsporteføljen, men indgår ikke i definitionen af statsgælden. Statsgælden inklusive genudlån udgjorde 294 mia.kr. eller 18 pct. af BNP ultimo 2006.

Statsgældsforvaltningen anvender udelukkende standardiserede og velkendte finansielle instrumenter i forbindelse med udstedelser, placering af fondenes aktiver samt swapaftaler anvendt i styringen af statens renterisiko og valutaeksponering. Dermed begrænses den operationelle risiko. Statens kreditrisiko på swapaftaler begrænses ved kun at indgå swaps med modparter med høj kreditværdighed, som har indgået aftale om ensidig sikkerhedsstillelse. Juridiske risici minimeres ved at benytte standardiserede kontrakter.

NORM FOR INDENLANDSK OG UDENLANDSK LÅNTAGNING

1.4

Regeringen og Nationalbanken har aftalt en norm for fordelingen og omfanget af statens indenlandske og udenlandske låntagning. Normen udgøres af en indenlandsk og en udenlandsk norm, som tilsammen understøtter adskillelsen af finans- og pengepolitikken, jf. boks 1.2.

I henhold til den indenlandske norm optager staten gæld i kroner til at dække statens løbende underskud og afdrag på den indenlandske gæld. Derved påvirker statens betalinger, set over året som helhed, som udgangspunkt ikke den indenlandske likviditet, og adskillelsen mellem finans- og pengepolitikken understøttes.

Den udenlandske gæld er optaget af hensyn til valutareserven. Som udgangspunkt optager staten gæld i valuta svarende til afdragene på den udenlandske gæld. Gældsoptagelse i valuta påvirker ikke den indenlandske likviditet, men indgår direkte i valutareserven.

Ifølge EU-traktatens artikel 101 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 indeståendet på statens konto knytter sig bl.a. til forudsigelse af størrelsen af indbetalinger af blandt andet skatter og afgifter. Staten kan vælge, fx i lyset af markedsforholdene, at fortsætte udstedelsen af statspapirer, selv om årets lånebehov er finansieret.

Med en faldende statsgæld indebærer normen for statens låntagning som udgangspunkt, at den udenlandske del af statsgælden vil udgøre en stigende andel af den samlede statsgæld. Ud fra statsgældspolitiske hensyn giver en reduktion af den samlede statsgæld anledning til overvejelser om tilpasning i den udenlandske statsgæld. Fra 2007 er aftalen mellem Danmarks Nationalbank og Finansministeriet ændret, så det nu

NORMEN FOR STATENS LÅNTAGNING

Boks 1.2

De grundlæggende principper i normen har dannet grundlag for statsgældspolitikken siden 1983. Formuleringen af normen fremgår af *"Aftale om arbejdsfordelingen på statsgældsområdet mellem Danmarks Nationalbank og Finansministeriet"*, 13. november 2006:¹

"Omfanget af statens låntagning er fastlagt ved normen for den statslige låntagning aftalt mellem regeringen og Danmarks Nationalbank.

Normen består af to dele: En norm for den indenlandske låntagning og en norm for den udenlandske låntagning.

Normen for den indenlandske låntagning fastsætter, at den indenlandske låntagning i kroner for året som helhed svarer til statens samlede finansieringsbehov (det såkaldte bruttokasseunderskud) fratrukket afdrag på den udenlandske statsgæld. Inden for året kan der ved tilrettelæggelsen af den indenlandske låntagning tages hensyn til situationen på lånemarkederne og til indeståendet på statens konto i Danmarks Nationalbank. Der må således på intet tidspunkt være overtræk på statens konto i Danmarks Nationalbank, jf. Maastricht-traktatens artikel 104², der forbyder monetær finansiering.

Herudover er der mulighed for indenlandsk låntagning i kroner, hvis den udenlandske statsgæld nedbringes tilsvarende.

Normen for den udenlandske låntagning fastsætter, at statens afdrag på statsgælden i fremmed valuta (den udenlandske statsgæld), herunder opkøb og førtidsindfrielse, normalt refinansieres ved udenlandsk låntagning.

Statens udenlandske låntagning er begrundet i hensynet til opretholdelse af en passende valutareserve. Der kan således opstå situationer, hvor normen for den udenlandske låntagning fraviges. I situationer, hvor valutareserven falder mere end ønskeligt, kan det af hensyn til valutakurspolitikken være nødvendigt, at staten optager ekstraordinære lån i udlandet for at styrke valutareserven. Omvendt er der i situationer, hvor valutareserven vokser mere, end det anses nødvendigt i relation til valutakurspolitikken, mulighed for, at den udenlandske norm (nominelle gæld) reduceres, såfremt statens indestående i Danmarks Nationalbank vurderes at være tilstrækkeligt stort."

¹ Aftalen kan findes på www.nationalbanken.dk under Statsgæld.

² Svarende til artikel 101 i EU-traktaten.

er muligt at reducere den udenlandske gæld ved en tilsvarende forøgelse af gældsoptagelsen i kroner, såfremt størrelsen af valutareserven giver plads hertil.

ORGANISERINGEN AF STATSGÆLDSFORVALTNINGEN I DANMARK 1.5

Finansministeren er ved lov bemyndiget til at optage statslån og har det overordnede og politiske ansvar for statens låntagning og gæld, herunder relationerne til Folketinget, jf. boks 1.3. Den daglige forvaltning af statsgælden varetages af Statsgældsforvaltningen på vegne af Finansministeriet. Det sker i overensstemmelse med statsgældsstrategien, der er aftalt med Finansministeriet.

LOV OM BEMYNDIGELSE TIL OPTAGELSE AF STATSLÅN

Boks 1.3

Ifølge grundloven kan statslån kun optages ifølge lov. Lovgrundlaget for statens låntagning findes i "*Lov om bemyndigelse til optagelse af statslån*" af 1993¹, der bemyndiger finansministeren til at optage lån på vegne af staten inden for et maksimum på 950 mia.kr. Beløbet udgør en øvre grænse for statens indenlandske og udenlandske gæld. Desuden er finansministeren bemyndiget til i den løbende gældsforvaltning at indgå swapaftaler og andre finansielle transaktioner. Statens udgifter i forbindelse med låntagningen samt renteudgifter og kurstab ved udstedelse og opkøb optages på de årlige finanslove.

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

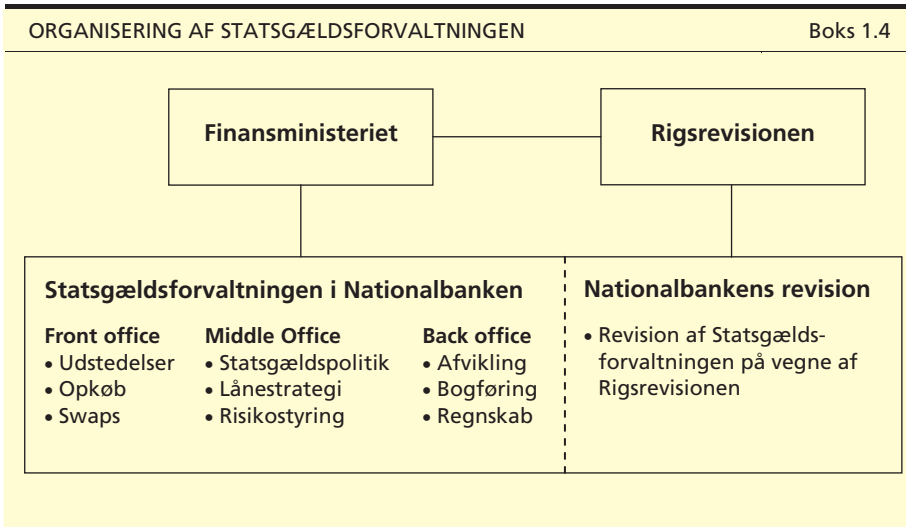
Arbejdsdelingen mellem Statsgældsforvaltningen og Finansministeriet er reguleret i "*Aftale om arbejdsdelingen på statsgældsområdet mellem Danmarks Nationalbank og Finansministeriet*".¹ Rammerne for forvaltningen af aktiverne i DSP er fastlagt i "*Reglement vedrørende bestyrelsen af Den Sociale Pensionsfond*".² Statsgældsforvaltningens øvrige arbejdsopgaver for Finansministeriet, i relation til forvaltningen af aktiverne i de tre øvrige statslige fonde og administrationen af genudlån og statsgarantier, er fastlagt i særskilte aftaler.

Den interne organisering i Statsgældsforvaltningen afspejler internationale standarder og anbefalinger. Statsgældsforvaltningen er 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 opgaver relateret til forvaltning af statsgælden løses uafhængigt af andre opgaver i Nationalbanken, og at forskellige typer faglig ekspertise udnyttes bedst muligt.

Middle office formulerer de principielle overvejelser om statsgældspolitikken og udarbejder oplæg til lånestrategier og risikostyring til de kvartalsvise statsgældsmøder. Under hensyntagen til aktuelle markedsforhold fastsætter middle office endvidere månedlige retningslinjer for front office med hensyn til salg, opkøb og swaptransaktioner, der er konsistente med de overordnede målsætninger på statsgældsområdet og de aftalte strategier. Middle office varetager desuden den overordnede administration af genudlån og statsgarantier og deltager for Nationalbanken i DSPs bestyrelse og Finansieringsgruppen vedrørende almenlystige boliger.

¹ Aftalen kan findes på www.nationalbanken.dk under Statsgæld.

² Reglementet kan findes på www.nationalbanken.dk under Statsgæld.



Front office varetager den operationelle del af statsgældspolitikken, herunder udstedelse af statspapirer, opkøb og gennemførelse af swaptransaktioner, inden for rammerne af de månedlige retningslinjer. Desuden gennemføres udbetaling af genudlån og indgåelse af statsgarantier.

Back office varetager afvikling af betalinger, herunder renter og afdrag på gæld og swaps, og udarbejder statsregnskabet sammen med Økonomistyrelsen.

Statsgældsforvaltningen bliver revideret af Nationalbankens revision på vegne af Rigsrevisionen. Rigsrevisionen undersøger, om de statslige institutioners regnskaber er retvisende, dvs. uden væsentlige fejl og mangler. Rigsrevisionen kan endvidere foretage en vurdering af, om de penge, statens institutioner modtager, er anvendt på den bedst mulige måde. Rigsrevisionen offentliggør resultaterne af sine undersøgelser på webstedet www.rigsrevisionen.dk.

Organiseringen af Statsgældsforvaltningen er opsummeret i boks 1.4.

INFORMATION OM STATSGÆLDEN

1.6

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 forvaltningen af statens gæld. Der offentliggøres løbende en bred vifte af information, jf. boks 1.5.

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

KILDER TIL INFORMATION OM STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD	Boks 1.5
Information om statens låntagning og gæld kan hentes fra: • Danmarks Nationalbanks nyhedsformidling (DN-nyheder) • Danmarks Nationalbanks websted, www.nationalbanken.dk under Statsgæld¹ • Den årlige publikation, <i>Statens låntagning og gæld</i> • Den halvårslige strategimeddelelse, <i>Statsgældspolitikken</i> • Finansministeriets budgetoversigter, www.fm.dk • Danske og internationale nyhedsformidlere, fx Bloomberg, Reuters og Ritzau mv. Information om statspapirmarkedet kan hentes fra: • MTS' websted, www.mtsdenmark.dk • Københavns Fondsbørs' websted, www.omxgroup.com.	

¹ Danmarks Nationalbanks nyhedsservice udsender desuden nyheder pr. e-mail. Tilmelding på www.nationalbanken.dk.

Beretningskapitler

KAPITEL 2

Statens gæld og renteudgifter

I 2006 blev statsgælden nedbragt med 90 mia.kr. til 328 mia.kr. som følge af overskud på statens budget. Det svarer til, at statsgælden blev reduceret med ca. 17.000 kr. pr. indbygger. Den markante gældsreduktion medførte, at statens renteudgifter faldt med 3,4 mia.kr. til 17,3 mia.kr. i 2006. Den gennemsnitlige forrentning af statsgælden i 2006 udgjorde 4,6 pct., hvilket er på niveau med 2005.

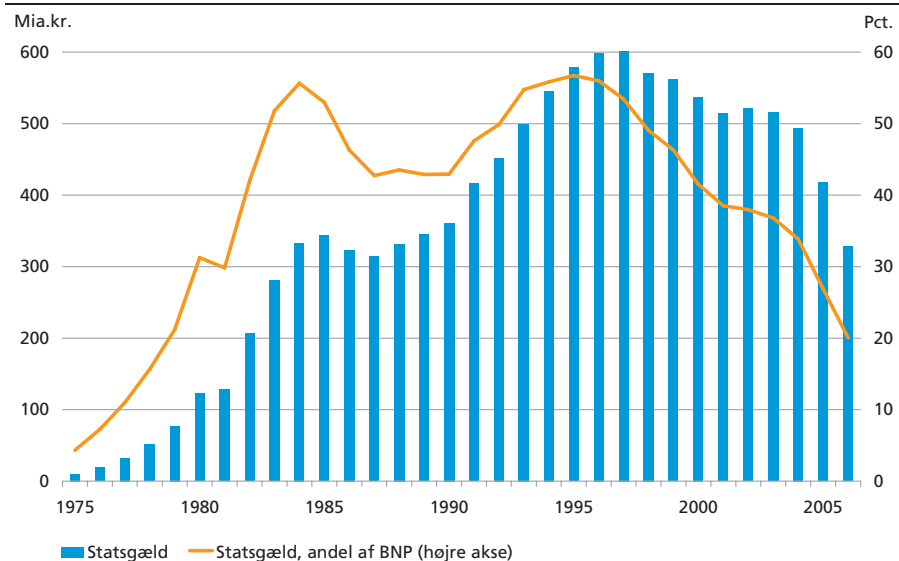
STATSGÆLD OG RENTEUDGIFTER

2.1

Statsgælden opgøres som statens samlede indenlandske og udenlandske gæld fratrukket indeståendet på statens konto i Nationalbanken samt aktiverne i Den Sociale Pensionsfond (DSP), Finansieringsfonden og Højteknologifonden. Gælden opgøres til nominel værdi, jf. boks 2.1. Statsgældens andel af BNP har været faldende siden 1995 og udgjorde 20 pct. ultimo 2006, jf. figur 2.1.1.

STATSGÆLDEN, 1975-2006

Figur 2.1.1



Anm.: Statsgælden er opgjort inkl. DSPs aktiver fra 1. januar 1982.

OPGØRELSE AF STATENS GÆLD OG RENTEUDGIFTER

Boks 2.1

Statsgælden opgøres i statsregnskabet som den nominelle værdi af indenlandsk og udenlandsk gæld fratrukket statens indestående i Nationalbanken samt aktiverne i Den Sociale Pensionsfond (DSP), Finansieringsfonden, Højteknologifonden og Forebyggelsesfonden (fra 2007). Opdelingen på henholdsvis indenlandsk og udenlandsk gæld sker på basis af valutaeksponering. Indenlandsk gæld er eksponeret i kroner, mens udenlandsk gæld er eksponeret i valuta.

Renter

Renteudgifter i forbindelse med statens gæld består af renter, fordelte emissionskurstab og realiserede valuta- og opkøbskurstab. 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 nominal værdi og kursværdi ved emission, fordeles lineært over lånets løbetid. Ved opkøb fremrykkes de resterende fordelte emissionskurstab til indeværende år.

Genudlån

Opgørelsen af statsgælden omfatter ikke statens fordringer på selskaber, der modtager genudlån. Da genudlånene finansieres ved statens løbende låntagning, øger genudlån statsgælden. Ligeledes indgår renteudgifter på statslige udstedelser til finansiering af genudlån i opgørelsen af renteudgifterne, hvorimod renteindtægter til staten i forbindelse med genudlån ikke indgår.

Opgørelse til markedsværdi

I en række OECD-lande er der kommet mere fokus på opgørelse af statsgælden til markedsværdi. Det er dog kun få lande, fx New Zealand, der laver opgørelser til både nominal værdi og markedsværdi. Opgørelsen til markedsværdi afhænger af markedrenterne. I en situation, hvor gælden handles omkring pari, er forskellen mellem markedsværdi og nominal værdi dog begrænset. Opgørelser til markedsværdi kan blive mere relevante, når en stadig større del af gælden købes op inden udløb, eller hvis der opbygges aktivporteføljer, som typisk har en højere omsætningshastighed end gældsporteføljer.

Ved udgangen af 2006 er statsgælden opgjort til 327,7 mia.kr. til nominal værdi, svarende til omkring 60.000 kr. pr. indbygger. Statsgælden faldt med 90 mia.kr. i forhold til 2005, jf. tabel 2.1.1, hvilket svarer til et fald pr. indbygger på ca. 17.000 kr.

Markedsværdien af statsgælden var 342 mia.kr. ved udgangen af 2006, jf. tabel 2.1.2. Det afviger ikke meget fra statsgælden opgjort til nominal værdi, hvilket afspejler, at obligationerne i gennemsnit handles tæt på pari. Siden 2005 er markedsværdien af gælden faldet med 104 mia.kr., hvoraf 14 mia.kr. skyldes lavere kursværdi på de udestående obligationer som følge af de stigende renter i 2006, jf. kapitel 3.

STATSGÆLDEN OPGJORT TIL NOMINEL VÆRDI, 2004-06			Tabel 2.1.1
Mia.kr.	2004	2005	2006 ¹
Indenlandsk gæld	604,6	516,5	454,0
Udenlandsk gæld	83,9	90,7	79,8
Statens konto i Nationalbanken ²	-57,6	-53,3	-71,4
Den Sociale Pensionsfond ³	-136,9	-133,2	-128,9
Højteknologifonden	-	-1,8	-4,3
Finansieringsfonden	-	-0,9	-1,4
Statsgæld	494,1	417,9	327,7
Udestående genudlån ⁴	-19,1	-23,1	-34,0
Statsgæld korregeret for genudlån	475,0	394,8	293,8

Kilde: Statsregnskab 2004 og 2005. 2006 er foreløbige tal fra statens bogføring.

¹ Hypotekbanken indgår fra 2006 i statsgælden, hvilket øger gælden med 0,4 mia.kr. Beløbet indgår ikke i ovenstående opgørelse.

² For 2006 er statens konto opgjort i henhold til Danmarks Nationalbanks månedsbalance.

³ Den Sociale Pensionsfonds beholdning af indeksobligationer er opgjort til indekseret værdi.

⁴ Genudlån til Ørestadsselskabet I/S, A/S Storebælt, A/S Øresund, Energinet.dk og Danmarks Skibskredit A/S.

I 2006 var renteudgifterne 17,3 mia.kr., jf. tabel 2.1.3. Det er et fald på 3,4 mia.kr. i forhold til 2005. Den gennemsnitlige forrentning på statsgælden var 4,6 pct. i 2006, hvilket er på niveau med 2005.¹ Det afspejler, at det lidt højere renteniveau i 2006 blev opvejet af forfald af gæld indgået til højere renter.

STATSGÆLDEN OPGJORT TIL MARKEDSVÆRDI, 2004-06			Tabel 2.1.2
Mia.kr.	2004	2005	2006 ¹
Indenlandsk gæld	655,0	564,2	480,2
Udenlandsk gæld	80,9	87,6	78,5
Statens konto i Nationalbanken ²	-57,6	-53,3	-71,4
Den Sociale Pensionsfond	-154,0	-149,4	-139,2
Højteknologifonden	-	-2,0	-4,5
Finansieringsfonden	-	-1,0	-1,5
Statsgæld til markedsværdi	524,2	446,2	342,0
Udestående genudlån	-21,5	-25,6	-36,0
Statsgæld korregeret for genudlån	502,8	420,6	306,0

Anm.: Markedsværdien er beregnet på baggrund af de officielle børskurser ultimo året i henhold til regnskabspraksis for statsregnskabet. Instrumenter, hvor der ikke findes børskurser, fx swaps, er værdiansat til markedsværdi efter de gældende markedsrenter.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

¹ Hypotekbanken indgår fra 2006 i statsgælden, hvilket øger gælden med 0,4 mia.kr. Beløbet indgår ikke i ovenstående opgørelse.

² For 2006 er statens konto opgjort i henhold til Nationalbankens månedsbalance.

¹ Den gennemsnitlige forrentning beregnes som årets samlede renteudgifter divideret med gennemsnittet af statens gæld primo og ultimo året opgjort til nominal værdi.

STATSGÆLDENS RENTEUDGIFTER, 2004-06

Tabel 2.1.3

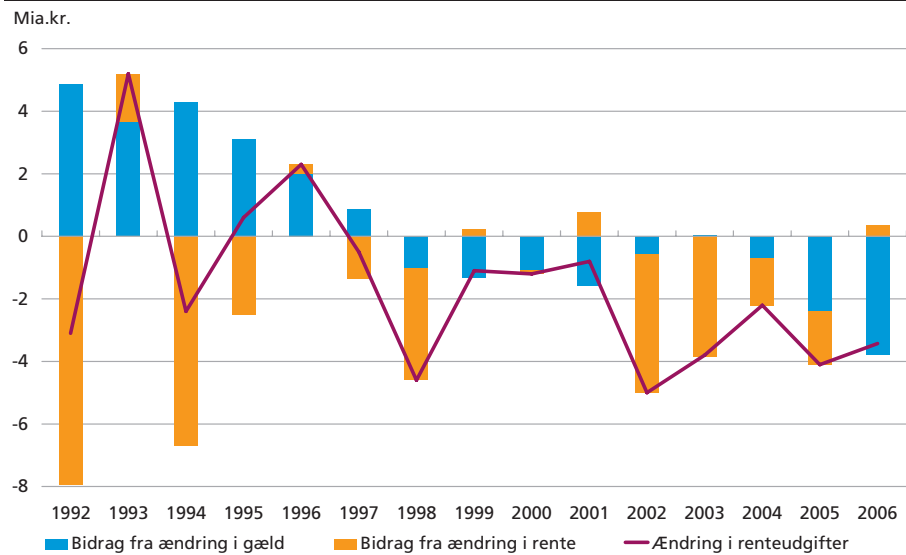
Mia.kr.	2004	2005	2006
<i>Renteudgifter</i>			
Indenlandsk gæld	33,2	27,8	23,0
Udenlandsk gæld	1,7	1,7	2,2
<i>Renteindtægter</i>			
Statens konto i Nationalbanken	-1,7	-1,1	-1,2
Den Sociale Pensionsfond	-8,3	-7,6	-6,6
Højteknologifonden	•	0,0	-0,1
Finansieringsfonden	•	0,0	0,0
Statsgældens renteudgifter	24,9	20,7	17,3
Renteindtægter vedr. genudlån	-0,8	-0,9	-1,2
Statsgældens renteudgifter korrigeret for genudlån ..	24,1	19,8	16,1

Kilde: Statsregnskab 2004 og 2005. 2006 er foreløbige tal fra statens bogføring.

De senere år har renteniveauet overordnet set været faldende, hvilket har bidraget til lavere renteudgifter for staten, jf. boks 2.2. Faldet i statsgælden har ligeledes medvirket til faldende renteudgifter. En dekomponering af udviklingen i renteudgifterne viser, at faldet de seneste år primært kan forklares af statens faldende gæld, jf. figur 2.1.2.

DEKOMPONERING AF ÅRLIG ÆNDRING I RENTEUDGIFTERNE

Figur 2.1.2



Anm.: Bidrag fra ændring i gæld er ændringen i gælden multipliceret med den gennemsnitlige rente på statsgælden i den foregående periode. Bidrag fra ændring i rente beregnes residualt.

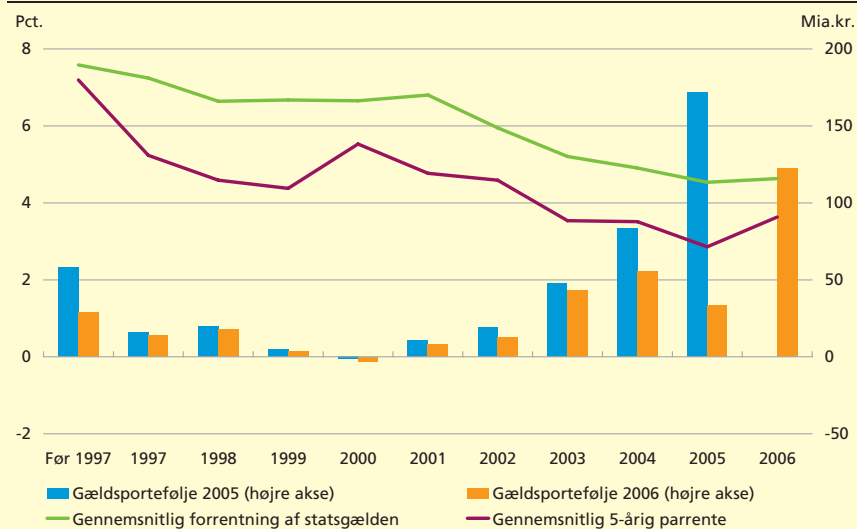
UDVIKLING I MARKEDSRENTER OG RENTEOMKOSTNINGER

Boks 2.2

Statsgælden består af statspapirer og swaps. Forrentningen af statsgælden afspejler rentevilkårene på tidspunktet for låntagningen og indgåelsen af swaps. I nedenstående figur er vist, hvordan statsgælden ultimo 2005 og 2006 var fordelt på rentefastsættelsestidspunkter. Rentefastsættelsestidspunktet er defineret som året for optagelse af fast forrentede lån eller seneste rentefixing for variabelt forrentede lån.

Den store andel af gælden, der er fastsat rente på i 2005/06, skyldes det betydelige omfang af renteswaps i statens gældsportefølje, hvorpå der fastsættes ny rente halvårligt. Det fremgår endvidere, at renten på en væsentlig del af gælden er fastsat i tidligere år og dermed afspejler historiske markedsforhold.

STATSGÆLDEN FORDELT PÅ RENTEFASTSÆTTELSESTIDSPUNKT OG GENNEMSITLIG FORRENTNING



Anm.: Gennemsnitlig rente på statsgælden er beregnet som årets renteomkostninger divideret med gennemsnittet af statsgælden primo og ultimo året. Den gennemsnitlige forrentning og gennemsnitlige 5-årige par-rente for "før 1997" er beregnet som gennemsnit over perioden 1994-96.

Kilde: Bloomberg og egne beregninger.

Ændringer i markedsrenterne får først betydning på statsgældens renteudgifter i takt med, at der sættes ny rente på gælden. I en periode med faldende renter, som i hovedtræk har været tilfældet siden 1994, vil det tage tid, før det lavere renteniveau slår fuldt igennem på den gennemsnitlige forrentning af gælden, når periodiserede regnskabsprincipper anvendes i regnskabsopgørelsen.

ØMU-GÆLDEN	Boks 2.3
Opgørelsen af ØMU-gælden sker i henhold til EU-traktaten. ØMU-gælden omfatter gæld hos staten, regioner og kommuner mv. Gælden opgøres brutto, men den offentlige sektor kan konsolidere gælden med fordringer på sig selv. Det betyder, at beholdninger af statspapirer i de statslige fonde fratrækkes i gældsopgørelsen, hvorimod fx DSPs beholdning af realkredit- og indeksobligationer samt indestående på statens konto i Nationalbanken ikke fratrækkes.	

OFFENTLIG SEKTORS BRUTTOGÆLD (ØMU-GÆLD)

2.2

Udviklingen i EU-medlemslandenes budgetsituation overvåges af Europa-Kommissionen og Ecofin-Rådet med henblik på at vurdere, om budgetdisciplinen overholdes. Overvågningen sker med udgangspunkt i kriterierne angivet i EU-traktaten og stabilitets- og vækstpagten. Det offentlige underskud må som hovedregel ikke overstige 3 pct. af BNP, og den offentlige gæld, defineret som ØMU-gælden, jf. boks 2.3, må som hovedregel ikke overstige 60 pct. af BNP. Den offentlige sektors ØMU-gæld ultimo 2006 er skønnet til ca. 460 mia.kr., svarende til 28 pct. af BNP, jf. tabel 2.2.1.

Danmark har stort set haft offentlige budgetoverskud siden 1997. De offentlige budgetoverskud har været medvirkende til at reducere den danske ØMU-gæld til omkring 28 pct. af BNP, mens den gennemsnitlige ØMU-gæld i euroområdet har været stabil omkring 70 pct., jf. figur 2.2.1.

Danmark og Irland skiller sig ud i forhold til euroområdet, idet begge lande har lav offentlig gæld og har oplevet en markant reduktion i gælden de senere år. Det har betydet væsentlige ændringer i de to landes statsgældspolitik, jf. kapitel 10 for andre landes erfaringer med faldende statsgæld.

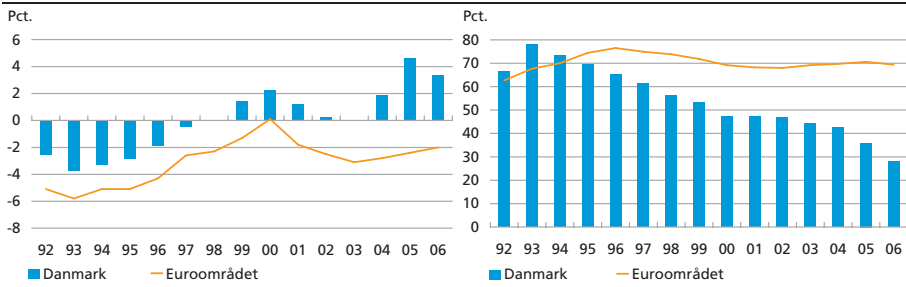
DEN OFFENTLIGE SALDO OG ØMU-GÆLD, 2004-06	Tabel 2.2.1		
	2004	2005	2006
Offentlig saldo i mia.kr.	27,9	71,8	56,2
Offentlig saldo i pct. af BNP	1,9	4,6	3,4
ØMU-gæld i mia.kr.	624,9	557,5	461,5
ØMU-gæld i pct. af BNP	42,6	35,9	28,1

Anm.: Tallene for 2006 er baseret på estimat foretaget i efteråret 2006. Efterfølgende forbedringer af den offentlige saldo er ikke medregnet.

Kilde: Finansministeriet, *Økonomisk Redegørelse*, december 2006.

OFFENTLIG SALDO OG ØMU-GÆLD, ANDEL AF BNP

Figur 2.2.1



Kilde: Europa-Kommissionens efterårsprognose 2006.

KAPITEL 3

Låntagning i 2006

I 2006 fik staten et stort budgetoverskud med et nettofinansieringsbehov på -92,8 mia.kr., hvilket svarer til et budgetoverskud på ca. 6 pct. af BNP. Skønnet på budgetoverskuddet blev opjusteret i løbet af året i takt med forventninger til højere vækst i dansk økonomi, og dermed blev lånebehovet gradvist nedjusteret. Det gav anledning til en reduktion af skatkammerbevisprogrammet, mens udstedelsesstrategien for statsobligationer blev fastholdt. Tilpasningen af programmet skal endvidere ses i lyset af en faldende efterspørgsel efter skatkammerbeviser.

Der blev solgt statsobligationer for 32 mia.kr., hvoraf salget i det 10-årige løbetidssegment udgjorde 25 mia.kr. Salget af statspapirer oversteg lånebehovet med 18 mia.kr., primært som følge af højere indtægter end forventet i slutningen af året. Det betød, at indeståendet på statens konto blev forøget og endte på 71 mia.kr. ultimo 2006.

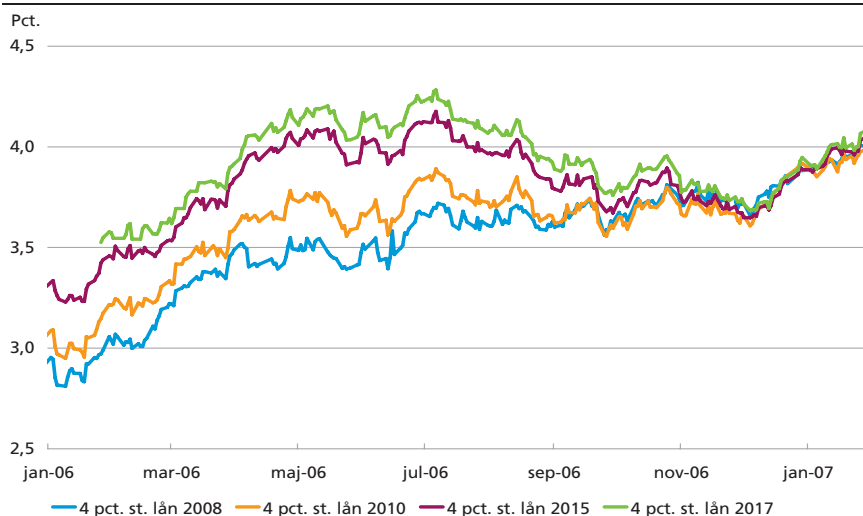
RENTEUDVIKLING

3.1

1. halvår 2006 var præget af rentestigninger, jf. figur 3.1.1. I 2. halvår faldt de lange renter med omkring 30 basispoint, mens de korte renter fortsatte med at stige i takt med forventninger om højere pengepolitiske renter.

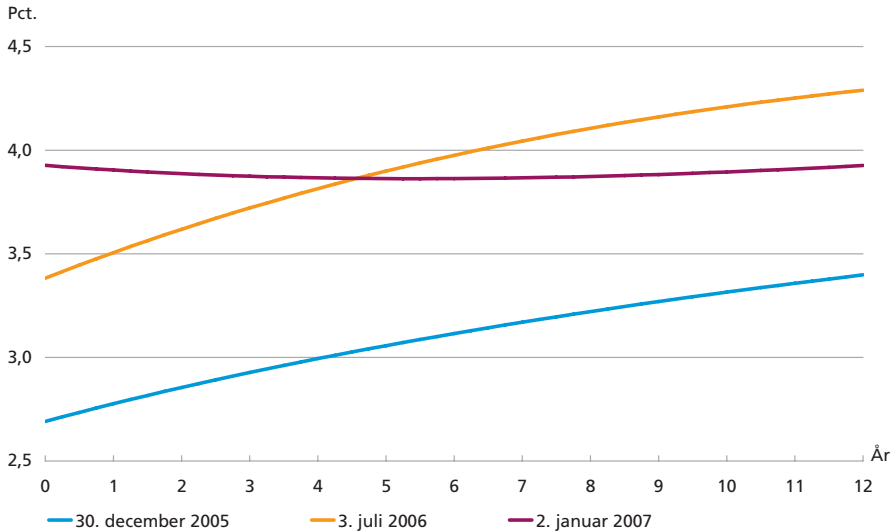
EFFEKTIVE RENTER FOR BENCHMARKPAPIRER

Figur 3.1.1



STATSLIGE NULKUPONRENTESTRUKTURER

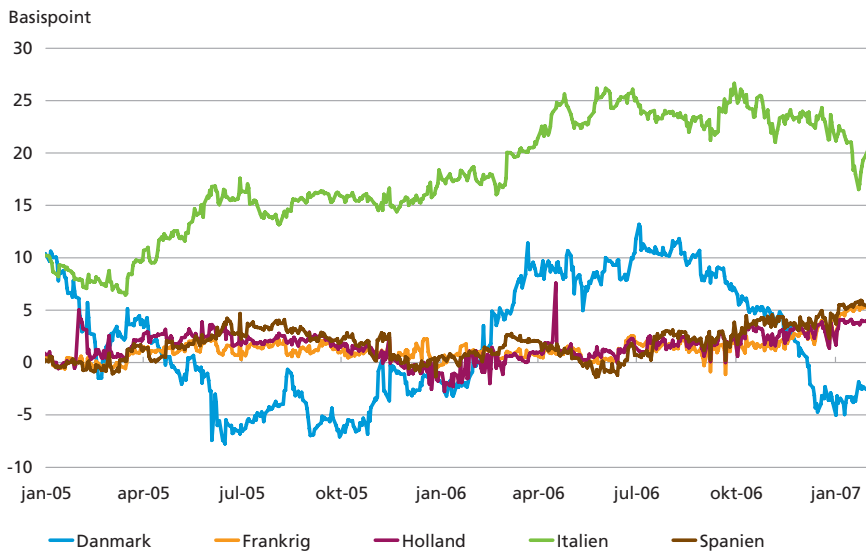
Figur 3.1.2



Renteudviklingen i 1. halvår førte til en parallelforskydning af rentekurven på omkring 50 basispoint, mens renteudviklingen i 2. halvår medførte en fortsat fladere rentekurve, jf. figur 3.1.2. I slutningen af året var renterne lidt under 4 pct. for alle løbetidssegmenter.

10-ÅRIGE RENTESPÆND TIL TYSKLAND

Figur 3.1.3



Anm.: Rentespændene er løbetidskorrigerede. Danmark, Frankrig, Holland og Spanien er rated Aaa/AAA. Italien er rated Aa2/A+.

Kilde: Bloomberg.

I størstedelen af 2005 var rentespændet til Tyskland negativt, men det blev udvidet efter Danmark Nationalbanks ensidige renteforhøjelse i februar 2006. Efter offentliggørelsen af de positive udsigter for statens budget i slutningen af året blev rentespændet igen negativt, jf. figur 3.1.3.

EJERFORDELING AF DANSKE STATSPAPIRER

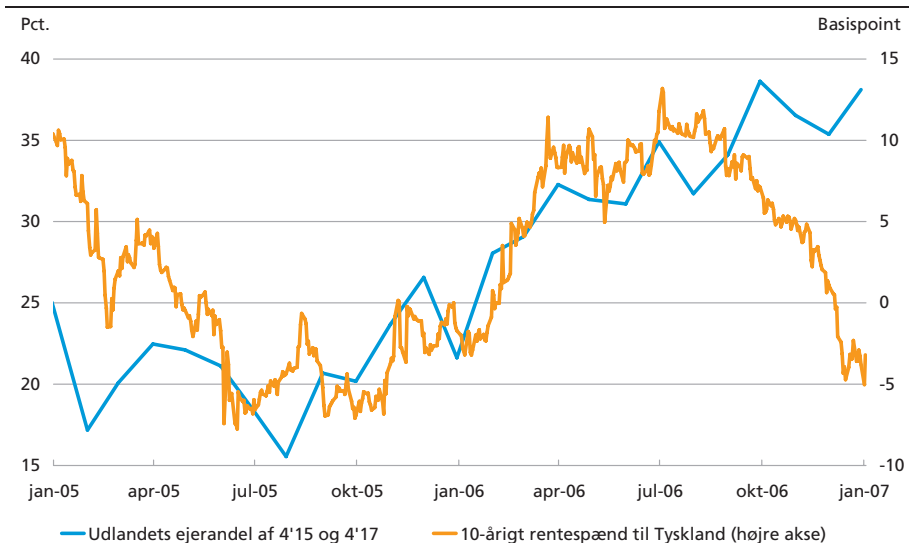
3.2

Der har i 2006 været en stigning i livsforsikrings- og pensionssektorens (L&P) ejerandel i danske statspapirer, jf. tabel 3.2.1. L&P-sektoren har hovedsageligt købt statsobligationer med kort løbetid, mens de for længere løbetider har solgt 5 pct. stående lån 2013 og i stedet købt 4 pct. stående lån 2017. L&P-sektoren og den offentlige sektor, som hovedsageligt udgøres af Den Sociale Pensionsfond, ejer tilsammen omkring 60 pct. af de indenlandske danske statspapirer.

Udlandets ejerandel af danske statspapirer er samlet set faldet i 2006. Det dækker over en lavere ejerandel i korte papirer, herunder skatkammerbeviser, og en stigning i ejerandelen af lange statspapirer. Udlandets ejerandel af lange statspapirer steg i takt med udvidelsen af rentespændet i 1. halvår 2006, jf. figur 3.2.1. Ejerandelen er dog ikke faldet i 2. halvår på trods af indsnævringen af rentespændet.

UDLANDETS EJERANDEL AF LANGE STATSPAPIRER OG 10-ÅRIGT RENTESPÆND TIL TYSKLAND

Figur 3.2.1



Anm.: 4'15 og 4'17 er henholdsvis 4 pct. stående lån 2015 og 4 pct. stående lån 2017. Ejerandel er korrigeret for DSPs beholdning af statsobligationer. Det 10-årige rentespænd er korrigeret for forskelle i løbetid.

Kilde: Bloomberg og Danmarks Nationalbank, *Værdipapirstatistik*.

EJERFORDELING FOR INDENLANDSKE STATSPAPIRER

Tabel 3.2.1

Pct. af nominelt udestående	Dec 2005	Dec 2006
Finansielle institutioner inkl. Danmarks Nationalbank	20	16
Livsforsikrings- og pensionskasser	24	28
Ikke-finansielle selskaber	3	2
Offentlig sektor	25	28
Husholdninger mv.	1	1
Udlændinge	26	24
Uoplyst	1	1
I alt	100	100

Kilde: Danmarks Nationalbank, *Værdipapirstatistik*.

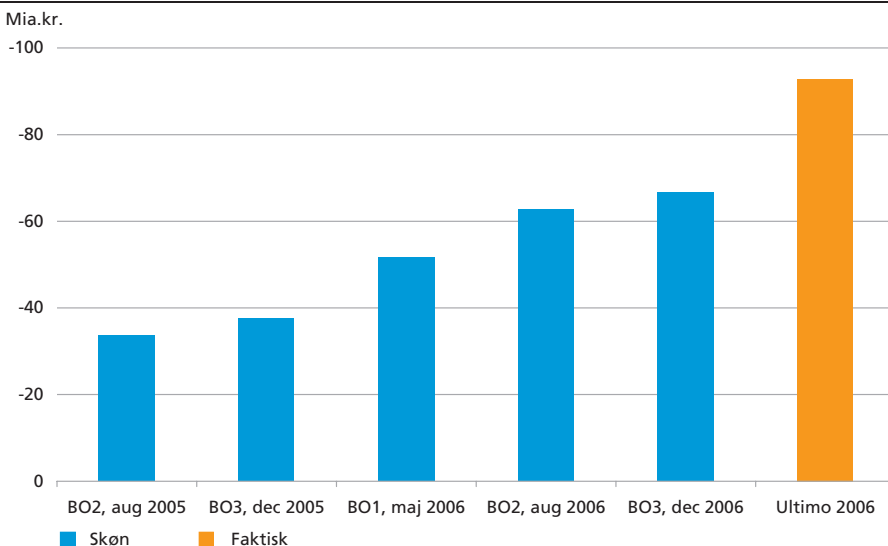
LÅNEBEHOV

3.3

I 2006 fik staten et stort budgetoverskud med et nettofinansieringsbehov på -92,8 mia.kr. Skønnet for statens budgetoverskud blev opjusteret i løbet af året i takt med forventninger til højere vækst i dansk økonomi, jf. figur 3.3.1. Derudover blev indtægterne fra pensionsafkastskatten og Nordsøaktiviteterne højere end forventet. Forbedringerne af statens overskud medførte, at lånebehovet blev nedjusteret i løbet af året. Højere indtægter end forventet i slutningen af året medførte, at salg af statspapirer oversteg statens lånebehov, jf. tabel 3.3.1. Det betød, at indeståendet på statens konto blev forøget med 18 mia.kr. og endte på 71 mia.kr. ultimo 2006.

UDVIKLING I FORVENTET NETTOFINANSIERINGSBEHOV FOR 2006

Figur 3.3.1



Anm.: Ultimo 2006 er ifølge Danmarks Nationalbanks månedsopgørelse.

Kilde: Finansministeriets budgetoversigter fra august 2005 til december 2006.

STATENS LÅNEBEHOV I 2006		Tabel 3.3.1
Mia.kr.		
Nettofinansieringsbehov ¹	-92,8	
Afdrag på gæld mv. ²	88,0	
Lånebehov	-4,8	
Finansiering af lånebehov:		
Salg af statsobligationer, kursværdi	32,1	
Nettofinansieringsbidrag fra skatkammerbevisprogrammet	-19,0	
Reduktion af indeståendet på statens konto i Nationalbanken	-17,9	

¹ Baseret på Danmarks Nationalbanks opgørelse ultimo året. Tallene kan afvige fra statsregnskabet.

² Herunder opkøb i papirer med udløb i efterfølgende år, statslige fondes nettoobligationskøb og nettobetalingen på statens valutaswaps.

LÅNTAGNING

3.4

Det lave lånebehov i 2006 gav anledning til en reduktion af skatkammerbevisprogrammet, mens udstedelsesstrategien for statsobligationer blev fastholdt, jf. de strategiske benchmarks i boks 3.1.

Indenlandske statsobligationer

Statens lånebehov blev i 2006 udelukkende finansieret ved udstedelse af indenlandske statsobligationer. Der blev solgt statsobligationer for 32 mia.kr. til kursværdi, størstedelen i det 10-årige løbetidssegment, jf. tabel 3.4.1.

Den 26. januar 2006 blev 4 pct. stående lån 2017 åbnet som nyt primært udstedelsespapir i det 10-årige løbetidssegment. Udstedelserne har efter

STRATEGISKE BENCHMARKS FOR 2006	Boks 3.1
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:	
• Det endelige udestående i 4 pct. stående lån 2010 opbygges til min. 35 mia.kr. • Det endelige udestående i 4 pct. stående lån 2015 opbygges til min. 60 mia.kr. • Det endelige udestående i 4 pct. stående lån 2017 opbygges til omkring 50 mia.kr. Heraf forventes ca. 25 mia.kr. udstedt i 2006. • I tilfælde af usædvanlige markedsforhold kan staten udstede for mindre beløb i statspapirer med udløb efter 2006. • Nettofinansieringsbidrag på nul fra skatkammerbevisprogrammet.¹	

¹ I oktober blev sigtepunktet for nettofinansieringsbidraget fra skatkammerbevisprogrammet nedjusteret til -15 mia.kr.

STATSLIGE INDENLANDSKE UDSTEDELSER I 2006

Tabel 3.4.1

Mio.kr.	Udstedelse		Nominelt udestående ultimo 2006
	Nominelt	Kursværdi	
4 pct. stående lån 2010	3.850	3.905	31.890
4 pct. stående lån 2015	3.090	3.220	60.000
4 pct. stående lån 2017	24.700	25.008	24.700
Stående lån i alt	31.640	32.133	
Skatkammerbeviser	60.860	59.338	42.660
Indfrielse	-78.292	-78.292	
Skatkammerbeviser, netto	-17.432	-18.954	
Indenlandsk statspapirsalg i alt	14.208	13.179	

åbningssalget været jævnt fordelt hen over året, jf. figur 3.4.1. Det nye papir fik benchmarkstatus i det 10-årige løbetidssegment i oktober 2006.

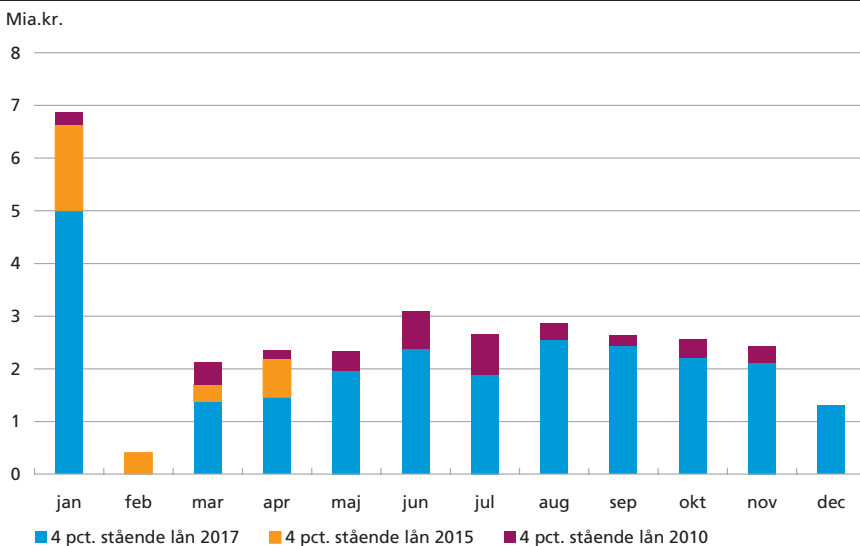
Salgsfordelingen i 2006 afspejler, at fokus har været på at opbygge udeståendet i det nye papir 4 pct. stående lån 2017. Derudover blev udeståendet i det "gamle" 10-årige papir 4 pct. stående lån 2015 opbygget til den udmeldte minimumsstørrelse på 60 mia.kr. Endvidere blev der udstedt i 4 pct. stående lån 2010.

Skatkammerbeviser

I 2006 blev der udstedt skatkammerbeviser for 59,3 mia.kr. til kursværdi og indfriet for 78,3 mia.kr., hvilket medførte et nettofinansieringsbidrag

SALG AF STATSPAPIRER, 2006

Figur 3.4.1



fra programmet på -19,0 mia.kr., jf. tabel 3.4.1. Reduktionen af skatkammerbevisprogrammet i 2006 skal ses i lyset af begrænset efterspørgsel ved årets skatkammerbevisauktioner bl.a. på grund af markedsforventninger om stigninger i de pengepolitiske renter. Samtidig blev skatkammerbevisprogrammet reduceret i takt med den faldende gæld.

Skatkammerbevisprogrammet blev i 2006 anvendt aktivt i statens cash management styring for at undgå et lavt indestående på statens konto i august og november. Ved skatkammerbevisauktionen med valør primo juli blev der åbnet et ekstra skatkammerbevis med forfald den 1. december 2006.

Udenlandsk låntagning

I modsætning til tidligere år blev der ikke udstedt eurolån eller indgået valutaswaps i 2006. Statens Commercial Paper-programmer, der fungerer som beredskab for kortvarig låntagning til valutareserven eller statens konto, blev afprøvet som beredskab, men ikke anvendt i øvrigt i 2006.

OPKØB

3.5

Staten opkøber statspapirer i det sekundære marked for at understøtte likviditeten i de primære udstedelsespapirer og udjævne den indenlandske afdragsprofil. Derudover placerer de statslige fonde primært deres aktiver i statsobligationer. Opkøbte statspapirer, der ikke opkøbes til statens fonde, annulleres normalt efterfølgende.

Den faldende statsgæld og koncentrationen af gælden på færre papirer reducerer antallet af statspapirer samt den udestående mængde. Det øger risikoen for, at der opstår knaphed i papirerne, hvilket har begrænset mulighederne for at foretage opkøb i 2006. Udenlandske erfaringer med opkøb i perioder med faldende gæld har vist, at staten typisk betaler en præmie ved store tilbagekøb på grund af knaphed i markedet. Statsgældsforvaltningen i Danmark foretager kun opkøb, såfremt markedspriserne vurderes fair, fx i forhold til priserne på statens udstedelser.

For Statsgældsforvaltningen er det vigtigt at sikre fleksibilitet i forbindelse med gennemførelse af opkøb. Derfor blev der i oktober 2006 introduceret en ny opkøbsfacilitet på MTSDenmark, bl.a. efter anbefalinger fra markedsdeltagere, som muliggør tilbagekøb ud over de løbende tapopkøb. Derudover overvejes introduktionen af en ombytningsfacilitet, således at Statsgældsforvaltningen på samme tid kan gennemføre opkøb og udstedelser af danske statspapirer. Hensigten er at øge antallet af opkøbsmetoder og dermed fleksibiliteten i forbindelse med opkøb.

I 2006 blev der samlet opkøbt for 28 mia.kr. til kursværdi fra markedet, jf. tabel 3.5.1. Opkøbene var hovedsageligt i 5 pct. stående lån

STATENS OPKØB OG FONDENES NETTOOPKØB I 2006

Tabel 3.5.1

Mio.kr., kursværdi	Staten	DSP	Finansieringsfonden	Højteknologifonden	I alt opkøbt fra markedet
8 pct. stående lån 2006	593	-	-	-	593
3 pct. stående lån 2006	4.579	-2.064	-36	309	2.789
Papirer med udløb i 2006 i alt	5.172	-2.064	-36	309	3.381
7 pct. stående lån 2007	16.756	-15.831	303	928	2.156
6 pct. stående lån 2009	-	2.417	306	919	3.641
6 pct. stående lån 2011	-	3.549	-	-	3.549
5 pct. stående lån 2013	1.467	9.310	308	1.131	12.215
4 pct. stående lån 2015	-	675	-	177	853
7 pct. stående lån 2024	74	1.883	-	-	1.957
5 pct. serielån 2007	0	-	-	-	0
4 pct. serielån 2017	0	-	-	-	0
3,5 pct. 1886 uamortisabelt	16	-	-	-	16
Papirer med udløb efter 2006 i alt ..	18.312	2.004	917	3.154	24.387
Indenlandske statspapirer i alt	23.485	-60	881	3.463	27.769
3,125 pct. 2009 eurolån	634	-	-	-	634
Uamortisable lån ¹	14	-	-	-	14
Udenlandske statspapirer i alt	648	-	-	-	648

Anm.: Negativt fortegn betyder nettosalg. De statslige fonde sælger kun obligationer til staten.

¹ 3 pct. 1894, 3,5 pct. 1901 og 3,5 pct. 1909.

2013. Udover indenlandske papirer opkøbte staten i løbet af 2006 cirka halvdelen af den udestående mængde uamortisable lån. Endvidere blev der opkøbt for 85 mio.euro i 3,125 pct. 2009 eurolån (634 mio.kr.).

RENTESWAPS

3.6

Renteswaps anvendes til at styre statens renterisiko. Hermed kan udstedelsesstrategien fokuseres på at opbygge likvide serier, og renteswaps kan anvendes for at nå det ønskede mål for varigheden. I 2006 blev der indgået renteswaps for i alt 17,9 mia.kr., jf. tabel 3.6.1.

Varighed

Varigheden på statsgældsporteføljen opgøres som Macauley-varigheden og styres inden for et bånd, der fastsættes årligt i forbindelse med statsgældsmødet i december. I 2006 var båndet 3 år $\pm$ 0,5 år.

I 2006 lå varigheden hovedsageligt omkring midten af båndet, jf. figur 3.6.1. I 1. halvdel af året var det strategien at reducere varigheden mod 3 år, men i slutningen af året blev der taget en taktisk beslutning om at være i den øvre del af båndet. Det skal ses i lyset af den flade rentekurve og det relativt lave niveau for de lange renter, jf. kapitel 11 for en evaluering af varighedsstyringen i 2006.

STATENS INDGÅELSE AF RENTESWAPS FRA FAST TIL VARIABEL RENTE, 2006 Tabel 3.6.1

Mia.kr.	5-årige	10-årige	I alt
1. kvartal	2,4	3,9	6,3
2. kvartal	0,4	3,7	4,1
3. kvartal	-	3,0	3,0
4. kvartal	-	4,5	4,5
Renteswaps i alt	2,8	15,1	17,9

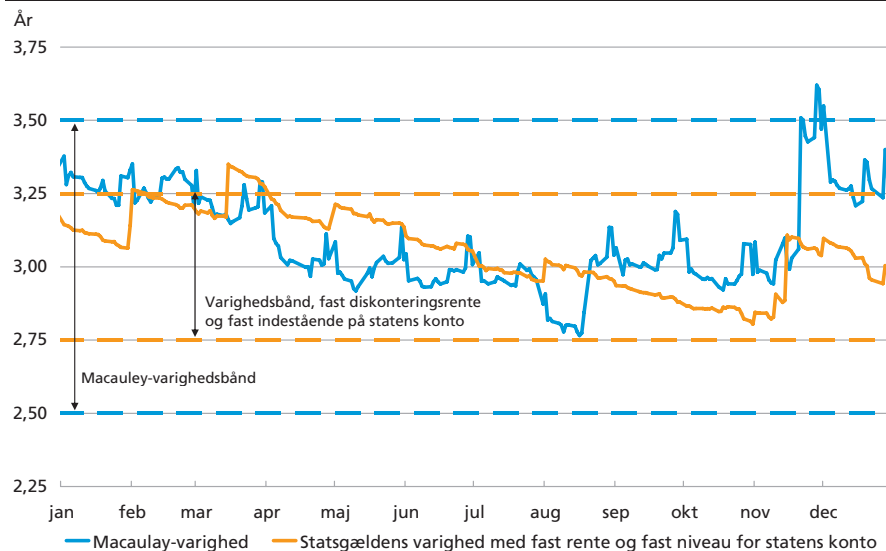
Anm.: Tabellen angiver størrelsen af referencehovedstolene for de indgåede renteswaps.

Statsgældens Macauley-varighed lå over varighedsbåndet i slutningen af november, jf. figur 3.6.1. Det afspejler, at statens konto blev øget med ca. 50 mia.kr. den 21. november som følge af indbetaling af selskabs- og kulbrinteskatt, jf. figur 3.6.2. Indbetalingen foranledigede en varighedsstigning på 0,45 år. Givet den midlertidige karakter blev det besluttet ikke at modgå bevægelsen gennem yderligere anvendelse af renteswaps. Statsgældens varighed forventes fremover at udvise større udsving, efterhånden som statsgælden falder, da kontoen udgør en større andel af porteføljen.

Det 10-årige swapspænd¹ blev udvidet i 2006, jf. figur 3.6.3, hvilket indikerer, at betalingen for kreditrisiko er øget. Det har isoleret set gjort det mere fordelagtigt at indgå renteswaps. Omvendt blev swapkurvens hældning reduceret i 2. halvår 2006. Det reducerede den umiddelbare kompensation for renterisikoen, som staten påtager sig ved at swappe fra fast til variabel rente.

VARIGHEDSBÅND OG VARIGHED I 2006

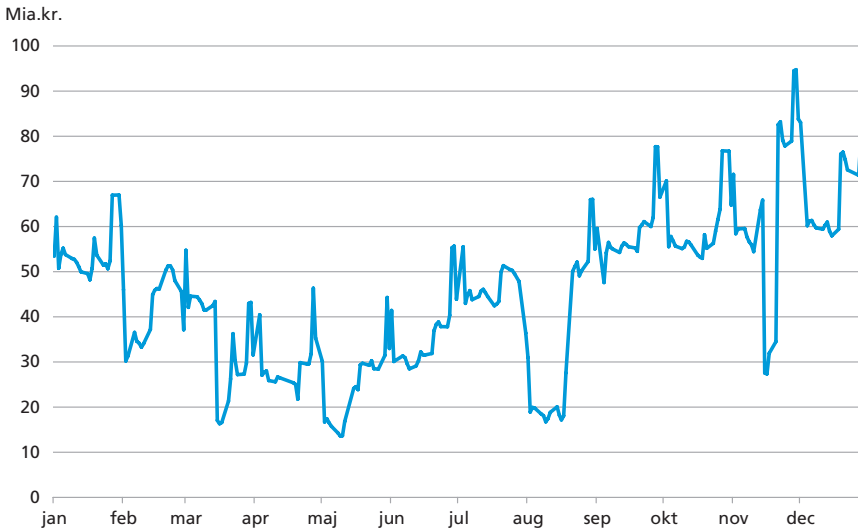
Figur 3.6.1



¹ Swapspændet angiver forskellen mellem den 10-årige swaprente og den 10-årige statslige par-rente.

INDESTÅENDE PÅ STATENS KONTO, 2006

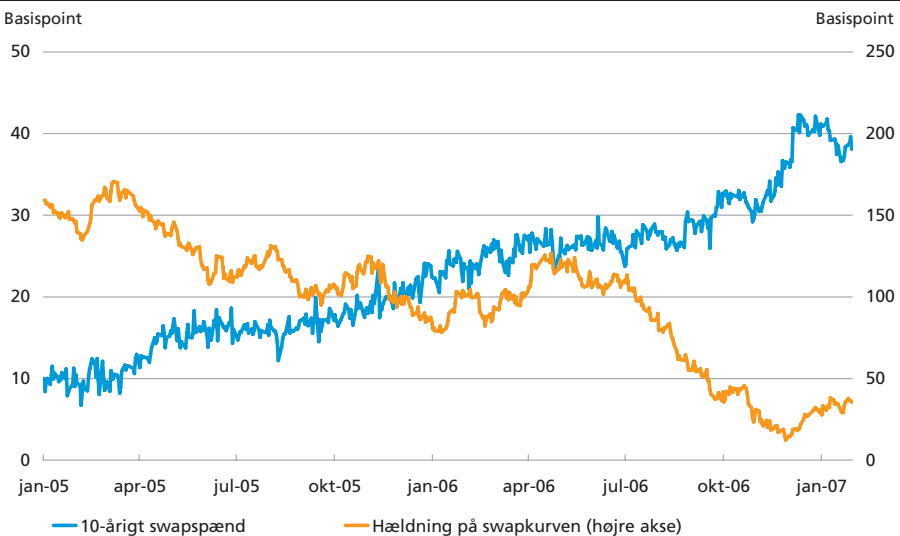
Figur 3.6.2



Renteswaps indgås i såvel kroner som euro. Valget mellem swaps i kroner og euro baseres dels på en vurdering af fordelagtigheden, dels på baggrund af likviditeten i det danske swapmarked. I det omfang statens transaktioner skønnes at påvirke prisdannelsen i det danske swapmarked, gennemføres transaktionerne i euromarkedet.

10-ÅRIGT SWAPSPÆND OG SWAPKURVENS HÆLDNING I DANMARK

Figur 3.6.3



Anm.: Swapkurvens hældning er beregnet som forskellen på den 10-årige swaprente og 6-mdr. Cibur-rente, mens swapspændet er forskellen mellem den 10-årige swaprente og den 10-årige statslige par-rente.

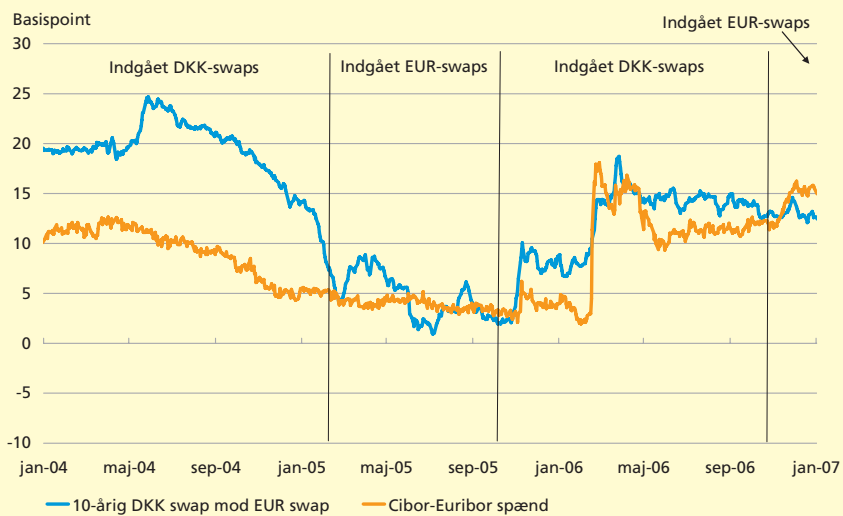
Kilde: Bloomberg.

OVERVEJELSER VED INDGÅELSE AF RENTESWAPS I KRONER ELLER EURO

Boks 3.2

Den relative fordelagtighed mellem swaps i kroner og euro kan vurderes ved at betragte forskellen mellem krone- og euroswaprenten i forhold til forskellen mellem 6-mdr. Cibor og 6-mdr. Euribor. Hvis eksempelvis den 10-årige kroneswaprente er 4,08 pct. og euroswaprenten 3,96 pct., vil man opnå 12 basispoint ved at modtage fast kronerente sammenlignet med at modtage fast eurorente. Dette skal ses i forhold til, at man hvert halve år herefter betaler Cibor og ikke Euribor. Hvis Cibor i gennemsnit er mindre end 12 basispoint højere end Euribor, vil kronerenteswappen være mere fordelagtig.

RELATIVE PRISBETRAGTNINGER MELLEM KRONE- OG EURORENTESWAPS, 2004-06



Anm.: Alle rentesatser er korrigeret for forskelle i løbetid og afbilledet som 5-dages glidende gennemsnit.
Kilde: Bloomberg og egne beregninger.

I 2006 indgik staten indtil midten af oktober kontrakter på det danske swapmarked for 13,6 mia.kr., hvorefter alle kontrakter blev indgået i euro. Årsagen hertil var, at kronerenteswaps i perioden frem til oktober 2006 blev vurderet attraktivt prisfastsat relativt til eurorenteswaps, jf. boks 3.2.

KAPITEL 4

Strategi 2007

Udstedelserne bliver i 2007 i lyset af det lave lånebehov koncentreret i det indenlandske lånemarked og primært i det 10-årige segment. Skatkammerbevisprogrammet nedskaleres, hvilket forventes at øge udstedelsesbehovet i statsobligationer med omkring 20 mia.kr. Statens udenlandske låneprogram er stillet i bero.

Opbygningen af 4 pct. stående lån 2017 fortsætter. Derudover er det hensigten i 2007 at nå den udmeldte minimumsstørrelse på 35 mia.kr. i 4 pct. stående lån 2010. Opkøb foretages i det omfang, at de kan gennemføres til fair markedspriser.

HOVEDELEMENTER I UDSTEDELSESTRATEGIEN**4.1****Udstedelser**

I de senere år – og særligt i 2005 og 2006 – har solide statslige overskud medført et stort fald i statens gæld og løbende medført justeringer i statens udstedelsesstrategi. Finansministeriet forventer også i 2007 et stort statsligt overskud.

I lyset heraf bliver udstedelsesstrategien i 2007 koncentreret i det 10-årige løbetidssegment. Valget af det 10-årige løbetidssegment afspejler tre forhold. For det første har staten normalt en komparativ fordel i det lange løbetidssegment på grund af sin høje kreditværdighed. For det andet anses det 10-årige løbetidssegment internationalt som ét af de vigtigste. For det tredje har markedsdeltagere udtrykt ønske om et likvidt 10-årigt punkt på statskurven frem for kortere udstedelser, hvor der er flere substitutter til statspapirer. Som led i koncentrationen nedskaleres skatkammerbevisprogrammet, og det negative finansieringsbidrag herfra dækkes ved udstedelse af statsobligationer.

Opkøb

Statsgældsforvaltningen foretager løbende opkøb af statspapirer på markedet, enten med henblik på annullering for at understøtte opbygningen af nye statspapirer, eller for at dække placeringsbehovet i de statslige fonde, der administreres af Statsgældsforvaltningen.

Fremadrettet vil Statsgældsforvaltningen fortsat anvende opkøb i det omfang, at opkøbene kan gennemføres til fair markedspriser, når der sammenlignes med bl.a. markedspriser i de primære udstedelsespapirer. I takt med at udeståendet i statspapirer falder, er der i de kommende år risiko for, at det bliver sværere at foretage opkøb. Dertil kommer en større risiko for "forudsigelighed" i fondenes opkøb. De statslige fondes samlede placeringsbehov udgør i de kommende år i gennemsnit 10-15 mia.kr. Den Sociale Pensionsfonds (DSP) midler er primært placeret i danske statsobligationer. De øvrige fonde kan alene placere i danske statsobligationer.

Statens konto

Statens låntagning tilrettelægges, så der altid er et passende indestående på statens konto til at opfange udsving i statens ind- og udbetalinger. Udsvingene kan helt eller delvist modgås ved at justere på de løbende udstedelser, og fx kan likvide midler tilvejebringes ved at fremrykke udstedelsen eller udskyde opkøb af statspapirer.

Med koncentrationen af statens udstedelser og den lavere bruttoaktivitet på udstedelsessiden er dette ikke i samme grad som tidligere muligt. Dermed er der behov for en større "buffer" på statens konto. En større buffer betyder desuden, at et midlertidigt lavt indestående på statens konto ikke begrænser statens mulighed for at foretage opkøb eller yde genudlån.

STRATEGISKE BENCHMARKS I 2007

4.2

Lånebehov

I 2007 forventer Finansministeriet et overskud på statens budget på 58 mia.kr., hvilket stort set svarer til afdrag på statens gæld, og dermed er lånebehovet nul, jf. tabel 4.2.1.¹

Tilpasningen i skatkammerbevisprogrammet forventes at give et nettofinansieringsbidrag på omkring -20 mia.kr., der finansieres ved udstedelse af statsobligationer, jf. nedenfor. Dermed bliver udstedelsesbehovet i statsobligationer 20 mia.kr.

Strategisk benchmark for udstedelser og likviditet i 2007

Opbygning af 4 pct. stående lån 2017 fortsætter i 2007, og opbygningen af 4 pct. stående lån 2010 fortsætter med henblik på at nå den udmeldte minimumsstørrelse på 35 mia.kr. i 2007, jf. benchmarkstrategien i

¹ Lånebehovet opdateres løbende på www.nationalbanken.dk under Statsgæld.

STATENS LÅNEBEHOV I 2007		Tabel 4.2.1
Mia.kr.		I alt
Lånebehov, jf. <i>Budgetoversigt 3, 2006</i>		0,1
Efterfølgende opkøb af papirer med forfald i 2007		-0,5
Lånebehov ¹		-0,4
Finansiering af lånebehov:		
Udstedelse i statsobligationer		19,6
Nettofinansieringsbidrag fra skatkammerbevisauktioner		-20,0

¹ Opgjort 31. december 2006.

boks 4.1. I tilfælde af særlige markedsforhold kan der udstedes i de øvrige statspapirer med udløb efter 2007.

Skatkammerbevisprogrammet nedskaleres, svarende til et nettofinansieringsbidrag på omkring -20 mia.kr. i 2007 for at øge udstedelsesbehovet i statsobligationer. Reduktionen indebærer en omlægning fra åbning af fire beviser årligt til to beviser årligt:

- Ved auktionen med valør første bankdag i maj åbnes SKBV08-I med forfald første bankdag i juni 2008. Skatkammerbeviset har fra start en løbetid på 13 måneder for at lette tilpasningen til det nedskalerede program.
- Ved auktionen med valør første bankdag i december 2007 åbnes SKBV08-II med forfald første bankdag i december 2008. Skatkammerbeviset har en løbetid på 12 måneder.
- Der kan udstedes i skatkammerbeviser ved alle auktioner indtil forfald.

STRATEGISKE BENCHMARKS FOR 2007	Boks 4.1
Udstedelser og likviditet: • 4 pct. stående lån 2017 opbygges mod det endelige mål for udeståendet på omkring 50 mia.kr. • 4 pct. stående lån 2010 opbygges til et udestående på mindst 35 mia.kr. i 2007. • Nettofinansieringsbidraget fra skatkammerbevisprogrammet forventes at blive omkring -20 mia.kr. Der åbnes to nye skatkammerbeviser i 2007. • I tilfælde af særlige markedsforhold kan der udstedes i de øvrige stående lån med udløb efter 2007. • Staten kan købe op i alle statspapirer, bortset fra de primære udstedelsespapirer (4 pct. stående lån 2010 og 4 pct. stående lån 2017).	
Risikostyring: • Renterisikoen styres i 2007 inden for et varighedsbånd på 3 år ± 0,5 år.	

Staten kan købe op i alle inden- og udenlandske statspapirer undtagen primære udstedelsespapirer. Statens opkøb kan understøtte opbygningen af det 10-årige papir eller anvendes til at nedbringe indeståendet på statens konto. Derudover vil der blive købt op for at dække de statslige fondes placeringsbehov.

Statens udenlandske låneprogram, hvor der tidligere er optaget 5-årige eurolån, er stillet i bero. Udenlandske afdrag finansieres ved indenlandske låntagning, evt. kombineret med valutaswaps.

Strategisk benchmark for risikostyringen i 2007

Renterisikoen på statens gæld styres gennem en strategisk benchmark for gældsporteføljens varighed i form af en Macauley-varighed for de samlede passiver og aktiver under statsgældsområdet, jf. kapitel 8. Som strategisk benchmark fastholdes i 2007 et varighedsbånd på $3 \text{ år} \pm 0,5 \text{ år}$. Sigtebåndet giver mulighed for i løbet af året at tage taktiske positioneringer inden for rammerne af den strategiske benchmark. Styringen sker ved indgåelse af renteswaps, hvorved udstedelsesstrategien og risikostyringen separeres.

Fra 2007 benyttes i den daglige styring et snævrere kvartalssigtebånd for Macauley-varigheden på $\pm 0,25 \text{ år}$, der ligger inden for årets strategiske benchmark. Båndet fastsættes på statsgældsmøderne med Finansministeriet. Det snævre sigtebånd kan understøtte en ny ramme for evaluering af varighedsbeslutningerne, jf. kapitel 11.

Statsgældsforvaltningen går bort fra at anvende Macauley-varighed med fast diskonteringsrente og fast indestående på statens konto som styringsredskab.¹ Det har vist sig vanskeligt at forene et beregningsteknisk fast indestående på statens konto med de senere års store bevægelser i indeståendet. I perioder har niveauet for Macauley-varigheden således adskilt sig væsentligt fra niveauet for Macauley-varigheden, beregnet med fast indestående og fast rente.

¹ Macauley-varighed med fast diskonteringsrente og fast indestående på statens konto har været anvendt siden 2004.

KAPITEL 5

Udstedelse og handel med statspapirer

Danske statspapirer udstedes til primary dealere på MTSDenmark. Primary dealerne har forpligtelse til løbende at stille bud- og udbudspriser inden for fastlagte maksimale spænd og for minimumsbeløb. Market makingen bidrager til, at markedet for danske statspapirer er gennem-sigtigt og velfungerende.

I 2006 var den gennemsnitlige daglige omsætning på MTSDenmark ca. 1,4 mia.kr., hvilket er et fald sammenlignet med 2005. Andre lande har ligeledes oplevet fald i omsætningen. Faldet i omsætningen i Danmark skal ses i lyset af den faldende gæld.

PRIMARY DEALER-ORDNINGER I DANSKE STATSPAPIRER

5.1

Danske statspapirer udstedes til og opkøbes fra banker, der har indgået en primary dealer-aftale. Primary dealerne videresælger statspapirerne til en bredere investorkreds. Ved indgåelse af en primary dealer-aftale opnår bankerne rettigheden til at aftage statspapirer ved udstedelse og være modpart i opkøbstransaktioner. Samtidig har primary dealerne en løbende forpligtelse til at foretage market making i statspapirer. Ifølge aftalen skal primary dealerne løbende stille bud- og udbudspriser inden for fastlagte maksimale spænd og for minimumsbeløb, jf. boks 5.1.

Statsgældsforvaltningen har primary dealer-aftaler i statsobligationer og skatkammerbeviser. Primary dealer-aftalen i statsobligationer blev oprettet i forbindelse med introduktionen af MTS i det danske obligationsmarked i 2003. Pr. 1. januar 2007 omfatter ordningen 12 banker. Fra 2007 har Dresdner Bank ændret status fra primary dealer til market taker. I 2005 blev der yderligere etableret en primary dealer-ordning for skatkammerbeviser, som i dag omfatter 10 banker, jf. tabel 5.1.1. Derudover har nogle af primary dealerne indgået en frivillig aftale om market making i statens eurolån.

Primary dealerne omfatter både danske og internationale banker. En del af de internationale banker er primary dealere i flere lande, jf. kapitel 12.

OVERSIGT OVER PRIMARY DEALERE I DANSKE STATSPAPIRER PRIMO 2007

Tabel 5.1.1

Primary dealere i statsobligationer	Primary dealere i skatkammerbeviser	Market takers
ABN Amro	Arbejdernes Landsbank	BNP Paribas
Barclays	Danske Bank	Citibank
Danske Bank	Fionia Bank	DGZ Bank
Deutsche Bank	HSH Nordbank	Dresdner Bank
Fionia Bank	JP Morgan	Fortis
HSH Nordbank	Jyske Bank	Merrill Lynch
JP Morgan	Nordea	
Morgan Stanley	Nykredit	
Nordea	SE-Banken	
Nykredit	Sydbank	
SE-Banken		
Sydbank		

MTSDenmark

Efter konsultation med primary dealerne er det aftalt, at udstedelse og elektronisk market making foretages på et dedikeret markedssegment – MTSDenmark. Udover primary dealerne har market takers mulighed for at tilknytte sig MTSDenmark. En market taker kan handle på priser stillet af andre, men har ikke selv mulighed for at stille priser. Pr. 1. januar 2007 var seks banker tilknyttet MTSDenmark som market takers, jf. tabel 5.1.1.

MTSDenmark er et markedssegment på MTSAM, jf. boks 5.2. MTSAMs bestyrelse tager de overordnede og strategiske beslutninger, mens de enkelte markedssegmenter på MTSAM fastlægger regler for markedsindretning. På MTSDenmark fastlægges reglerne af en komité bestående af Statsgældsforvaltningen, primary dealerne og repræsentanter for MTS S.p.A. og MTSAM.

EuroNext og Borsa Italiana overtog kontrollen med MTS S.p.A. i 2005. MTS S.p.A. planlægger at afgive individuelle tilbud til de lokale MTS markedssegmenter om at overtage bankernes og udstedernes aktier i de lokale selskaber. Dermed vil selskaberne blive kontrolleret af MTS S.p.A. I dag ejer MTS S.p.A. mellem 15 og 30 pct. af aktiekapitalen i disse lokale selskaber. Den danske statsgældsforvaltning har ingen aktier i MTSAM.

Statsgældsforvaltningen lægger vægt på, at MTSAM efter en eventuel ændring i ejerfordelingen fortsat har en struktur, hvor udstedere og primary dealere beslutter reglerne for markedsindretningen i de segmenter, hvor de er repræsenteret.

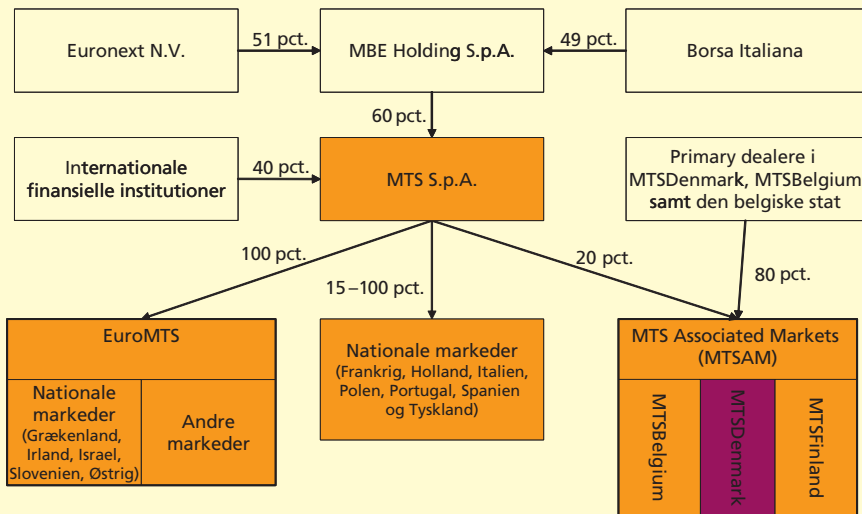
En central del af infrastrukturen på MTSDenmark involverer clearing og afvikling. Markedsdeltagerne kan vælge mellem Værdipapircentralen (VP), Euroclear og Clearstream som deres foretrukne clearingcentral til direkte afvikling af handler indgået på MTSDenmark. Denne indretning

MTS-SYSTEMETS ORGANISATION

Boks 5.2

MTS S.p.A. administrerer den elektroniske handelsplatform Telematico. Selskabet blev grundlagt i 1988 med henblik på at øge gennemsigtigheden i det italienske statspapirmarked. I 1997 blev selskabet privatiseret og solgt til en kreds af større, internationale finansielle institutioner. I 1999 etablerede MTS S.p.A. selskabet EuroMTS, hvor bl.a. de største europæiske benchmarkpapirer omsættes. MTS S.p.A. har samtidig ejerandele i de lokale MTS-selskaber, der anvender Telematico. Disse platforme er etableret med henblik på at øge gennemsigtigheden og effektiviteten for handlen med de udstedte statspapirer, herunder papirer der ikke har benchmarkstatus. I 2005 overtog et konsortium bestående af Euronext og Borsa Italiana kontrollen med MTS S.p.A. MTS' ejerstruktur er vist i nedenstående figur.

MTS' EJERSTRUKTUR



Anm.: Markederne under EuroMTS og MTSAM er divisioner af selskaberne.
 Kilde: MTS Group årsrapport, www.mtsgroup.com.

reducerer adgangsbarriererne til MTSDenmark, idet nye markedsdeltagere kan blive tilsluttet MTSDenmark uden at skulle foretage ændringer i deres interne afviklingsprocesser.

Værdipapirudlånsordning

Primary dealerne har adgang til statens og Den Sociale Pensionsfonds (DSP) værdipapirudlånsordninger. Statens værdipapirudlånsordning omfatter som udgangspunkt primære udstedelsespapirer. DSP kan udlåne i alle statspapirer af typen stående lån med over 1 måneds restløbetid, som DSP har i sin portefølje. Udlån af værdipapirer sker mod sikkerhed i

VÆRDIPAPIRUDLÅN I 2005 OG 2006

Tabel 5.1.2

Mia.kr.	2005	2006
Staten	18,7	83,9
DSP	20,1	49,8
Værdipapirudlån i alt	38,8	133,7

Anm.: Beløbene angiver akkumulerede værdipapirudlån over året.

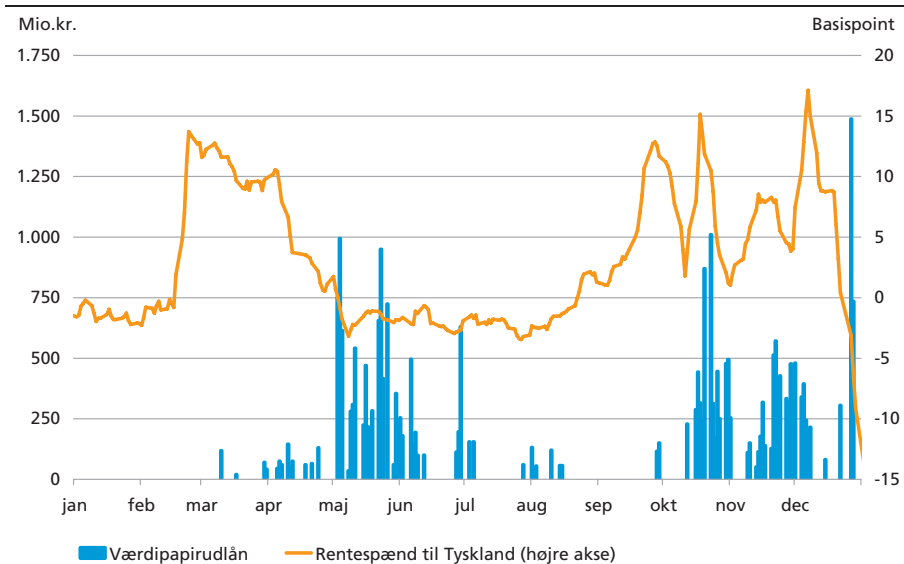
andre statspapirer. Hensigten med værdipapirudlånsordningerne er at understøtte og styrke et effektivt marked for handel med statspapirer.

Værdipapirudlånsordningerne understøtter likviditeten i det sekundære marked for statspapirer. Derved har primary dealerne lettere ved at foretage market making, og samtidig er der mindre risiko for en skæv prisdannelse. DSPs udlånsordning blev i 2006 udvidet til at omfatte papirer med ned til 1 måneds restløbetid (tidligere 13 måneder). Vilkårene for anvendelse af ordningerne kan findes i bilagsdelen bagerst i publikationen.

I 2006 udgjorde de samlede værdipapirudlån fra staten og DSP i alt 133,7 mia.kr. mod 38,8 mia.kr. i 2005, jf. tabel 5.1.2. Hovedparten af udlånene blev foretaget i 4 pct. stående lån 2010 og 7 pct. stående lån 2007. Udlånene af disse papirer er primært sket i forbindelse med, at papirerne er blevet dyrere målt i forhold til den tyske statskurve, jf. figur 5.1.1 for så vidt angår 7 pct. stående lån 2007. Det afspejler, at der i takt

RENTESPÆND TIL TYSKLAND OG VÆRDIPAPIRUDLÅN FOR 7 PCT. STÅENDE LÅN 2007 I 2006

Figur 5.1.1



Anm.: Rentespændet er beregnet som forskellen til den tyske nulkuponkurve. 5-dags glidende gennemsnit.
Kilde: Bloomberg og Danmarks Nationalbank.

med den faldende statsgæld oftere kan opstå perioder, hvor der er knaphed i det private marked for værdipapirudlån. Det øger efterspørgslen efter statens og DSPs udlånsordninger.

STATSOBLIGATIONER

5.2

Udstedelse og opkøb

Danske statsobligationer udstedes på MTSDenmark til primary dealerne. Efter åbningsauktionen udstedes via tapsalg, hvorved salget spredes over året. Tapsalget foregår elektronisk direkte i det sekundære marked til markedspriser, der bliver stillet af primary dealerne. Ved udstedelsen har Statsgældsforvaltningen status som market taker, dvs. salget foregår til den bedste budpris. Ved udstedelsen har alle primary dealere derfor lige mulighed for at aftage statsobligationer.

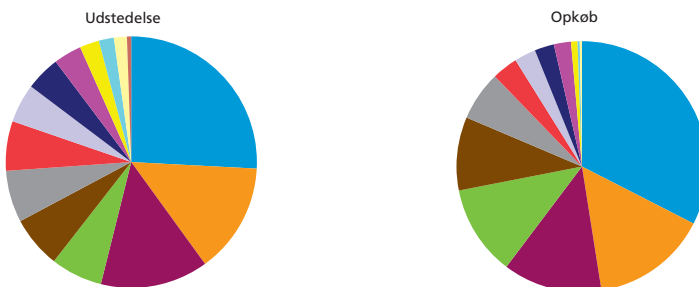
For at undgå markedspåvirkning udstedes der, når der er en høj underliggende interesse, dvs. når der er lav kursforskel mellem bud- og udbudspris. I 2006 aftog tre banker over 50 pct. af det samlede salg, mens de seks største aftagere købte ca. 70 pct., jf. figur 5.2.1. Det er på niveau med året før.

Opkøbene foretages på MTSDenmark med primary dealerne som modparter. Opkøb i papirer med en restløbetid på mere end 13 måneder foregår i MTSDKL-segmentet, hvor der løbende købes statspapirer til den gældende markedspris (bedste udbudspris), eller via den nye opkøbsfacilitet, jf. nedenfor. For statspapirer med mindre end 13 måneders restløbetid foregår opkøbene i et specifikt opkøbssegment (MTSDBB), da disse papirer ikke er omfattet af market making.

Opkøbene er koncentreret på færre primary dealere end udstedelserne. Seks primary dealere er modpart ved omkring 90 pct. af de gennemførte opkøb.

FORDELING AF UDSTEDELSE OG OPKØB PR. PRIMARY DEALER, 2006

Figur 5.2.1



Ny opkøbsfacilitet

I takt med den faldende statsgæld er det nyttigt at udvide instrumentariet for gennemførelse af opkøb. Dermed øges fleksibiliteten i forbindelse med statens opkøb fra markedet. Statsgældsforvaltningen har i 2006 indført en ny opkøbsfacilitet, der supplerer de eksisterende tapopkøb. Opkøbsfaciliteten er en videreudvikling af auktionssystemet, der anvendes til udstedelse af skatkammerbeviser. Opkøbsfaciliteten gør det bl.a. muligt for primary dealerne at sælge større mængder af statsobligationer til Statsgældsforvaltningen.

Faciliteten blev taget i brug i oktober 2006 og er frem til 31. januar 2007 benyttet fem gange, hvor der i gennemsnit har været handlet for 250 mio.kr. Det er intentionen, at faciliteten anvendes regelmæssigt og med kort varsel. Resultaterne offentliggøres via MTSDenmarks hjemmeside. I 2007 overvejer Statsgældsforvaltningen at udvide sit instrumentarium med en ombytningsfacilitet.

Elektronisk handel og market making på MTSDenmark

Et centralt element i primary dealer-aftalen er kravet om løbende market making. Som konsekvens af primary dealernes market making har markedet løbende adgang til handlebare priser på de enkelte statspapiere. Dermed har markedsdeltagere adgang til førhandelsinformation om priser, man kan købe og sælge til markedet. Denne gennemsigtighed reducerer risikopræmierne og er med til at øge omsætteligheden i markedet.

Den gennemsnitlige ordredækning, der defineres som andelen af handelsdagen med handlebare priser, var omkring 93 pct. i 2006, jf. tabel 5.2.1. Dette er et lille fald i forhold til 2005. Den gennemsnitlige ordredækning dækker over udsving i løbet af dagen. Der er fx en tendens til, at prisbilledet bliver mindre skarpt hen mod slutningen af dagen. Der er derudover korte tidsrum, fx omkring offentliggørelse af nøgletal, publikationer mv., hvor markedsdeltagerne ikke stiller priser.

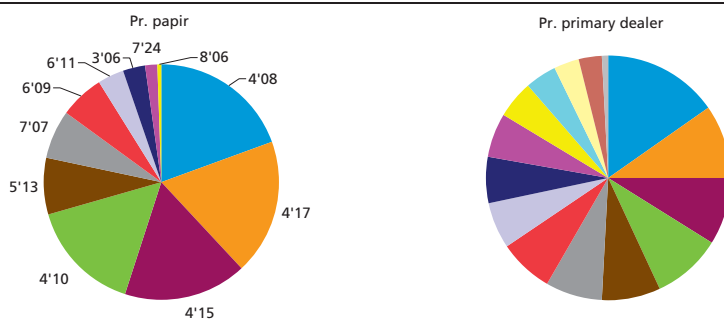
TRANSPARENS, BID OFFER-SPÆND OG DYBDE I STATSOBLIGATIONER, 2006			Tabel 5.2.1
Benchmarkpapirer	2-årigt	5-årigt	10-årigt
Gennemsnitlig ordredækning, pct.	93	92	93
Gennemsnitligt spænd ml. bud- og udbudspris, ticks ..	2	3	5
Gennemsnitlig dybde på bedste pris, mio.kr.	201	116	91

Anm.: Den gennemsnitlige daglige ordredækning er beregnet som andel af handelsdagen med handlebare priser i tidsrummet kl. 9.00-16.30. Det gennemsnitlige spænd mellem bud- og udbudsprisen beregnes som et vægtet gennemsnit af de daglige intradag-observationer mellem bedste udbuds- og budpris. Den gennemsnitlige dybde er beregnet som et gennemsnit af de daglige intradag-observationer for den gennemsnitlige dybde på bedste bud- og udbudspris.

Kilde: MTSDenmark.

**FORDELINGEN AF OMSÆTNINGEN I STATSOBLIGATIONER PR. PAPIR OG
PR. PRIMARY DEALER, 2006**

Figur 5.2.2



Kilde: MTSDenmark.

Omsætningen har været koncentreret i benchmark- og primære udstedelsespapirer, idet omkring 70 pct. af omsætningen var i de 2-, 5- og 10-årige benchmarkpapirer, jf. figur 5.2.2. Handlen var nogenlunde ligeligt fordelt mellem primary dealerne i danske statsobligationer. Seks af primary dealerne i danske statsobligationer stod for lidt under 60 pct. af omsætningen, hvilket er på niveau med 2005.

SKATKAMMERBEVISER

5.3

Udstedelse af skatkammerbeviser

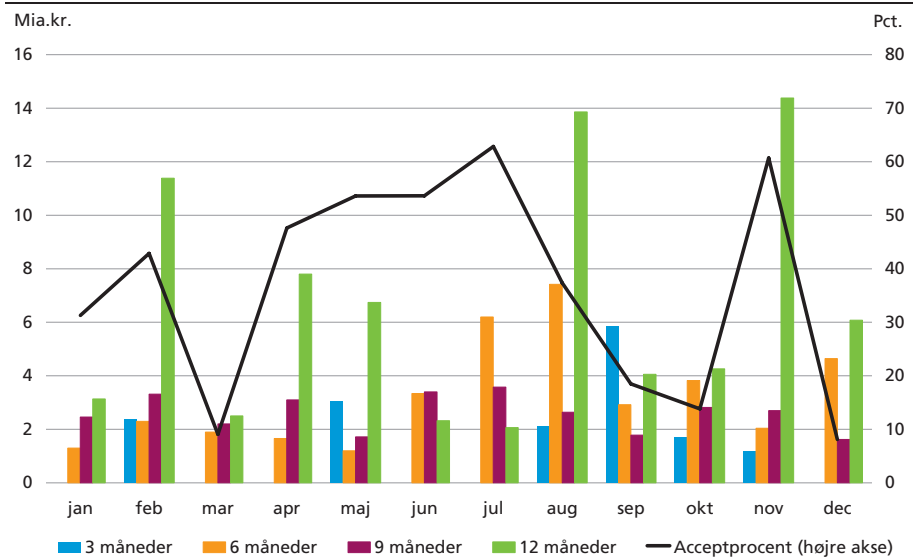
Skatkammerbeviser sælges ved månedlige auktioner på MTSDenmark til en modpartskreds bestående af 10 primary dealere. Auktionsformen er baseret på uniform prisfastsættelse, dvs. alle accepterede bud tilgodeses til den samme rente – skæringsrenten. Denne auktionsform indebærer, at alle primary dealere har mulighed for at deltage uden at løbe en risiko for at betale mere end de øvrige bydere.

Budmængderne ved auktionerne var størst i 2. halvår 2006, jf. figur 5.3.1. Den gennemsnitlige budmængde ved auktionerne faldt i forhold til 2005 med 8 mia.kr. til 14 mia.kr. Den faldende efterspørgsel skal ses i lyset af markedets forventning om stigende pengepolitiske renter. Samtidig har Statsgældsforvaltningen reduceret udstedelsen af skatkammerbeviser som følge af nedjusteringerne i statens lånebehov. Kombinationen af faldende efterspørgsel og reduktionen af programmet har betydet, at acceptprocenten i 2006 har været på samme niveau som året før.

Der er fortsat en tendens til koncentration i auktionsdeltagelsen, uden at dette i sig selv synes at have påvirket prisdannelsen på auktionerne. De tre største markedsdeltagere aftager omkring 80 pct. af de samlede udstedelser. Sammenligning af priser ved skatkammerbevisauktionerne og priser i det sekundære marked umiddelbart efter auktionerne peger fortsat mod en effektiv prisdannelse ved auktionerne.

BUDMÆNGDE OG ACCEPTPROCENT, 2006

Figur 5.3.1

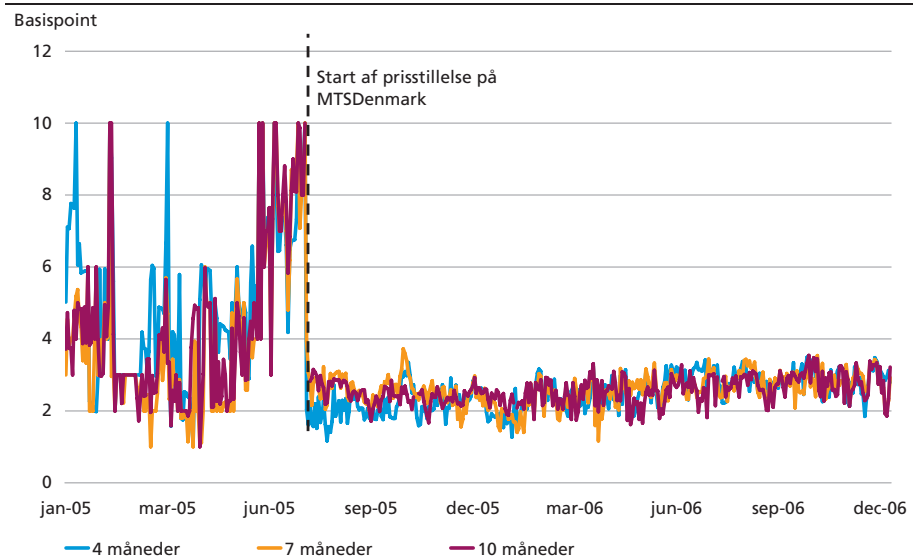


Anm.: 3 måneder inkluderer papirer med en restløbetid på 3 og 4 måneder. 6 måneder inkluderer papirer med en restløbetid på 5, 6 og 7 måneder. 9 måneder inkluderer papirer med en restløbetid på 8, 9 og 10 måneder, og 12 måneder inkluderer papirer med en restløbetid på 11 og 12 måneder.

Kilde: Danmarks Nationalbank og MTSDenmark.

 BID OFFER-SPÆND I SKATKAMMERBEVISER I INTERDEALER-MARKEDET
 FORDELT PÅ RESTLØBETID, 2005-06

Figur 5.3.2



Anm.: Bid offer-spændet er beregnet som et tidsvægtet gennemsnit mellem bedste bud- og udbudspris og er løbetids-korrigeret ved lineær interpolation.

Kilde: Danmarks Nationalbank og MTSDenmark.

Sekundær handel og market making på MTSDenmark

Introduktionen af elektronisk handel og market making i skatkammerbeviser har øget gennemsigtigheden i det sekundære marked. Der er løbende adgang til førhandelsinformation, hvilket giver markedsdeltagerne bedre vilkår for at følge prisudviklingen. Ordredækningen viser, at der i næsten hele markedets åbningstid er mulighed for at se handlebare bud- og udbudspriser i systemet. Siden indførelsen af market making på MTSDenmark er det gennemsnitlige bid offer-spænd reduceret betydeligt, jf. figur 5.3.2.

OMSÆTNING I DANSKE STATSPAPIRER

5.4

På interdealer-markedet omsættes danske statspapirer på MTSDenmark, ICAP/BrokerTec¹. Udover interdealermarkedet foregår handlen med danske statspapirer på elektroniske handelsplatforme i dealer-to-customer-systemer som eksempelvis Bloomberg, TradeWeb og BondVision. På disse systemer foregår prisstillelsen typisk via quote-on-request-ordninger, hvor dealerne stiller en pris på baggrund af en konkret henvendelse fra en kunde, der ønsker at købe eller sælge statspapirer. Da flere dealere er tilknyttet disse platforme, vil der typisk opnås en effektiv prisdannelse, da dealerne konkurrerer om kunderne. Statsgældsforvaltningen har desuden etableret en prisstillerordning på Københavns Fondsbørs. Endelig omsættes danske statspapirer i et betydeligt omfang på elektroniske single dealer-platforme² og i telefonmarkedet.

Elektronisk handel med danske statspapirer

Den overvejende del af den elektroniske handel med danske statspapirer i interdealer-markedet foregår via MTSDenmark. I 2006 var den gennemsnitlige daglige omsætning på MTSDenmark omkring 1,4 mia.kr., jf. figur 5.4.1.

Siden introduktionen af elektroniske platforme i det danske marked i slutningen af 2003 er den elektroniske handel vokset betydeligt. Tidligere foregik den overvejende del af handlen i telefonmarkedet, som generelt er kendetegnet ved lavere gennemsigtighed, da markedsdeltagerne har mindre adgang til førhandelsinformation.

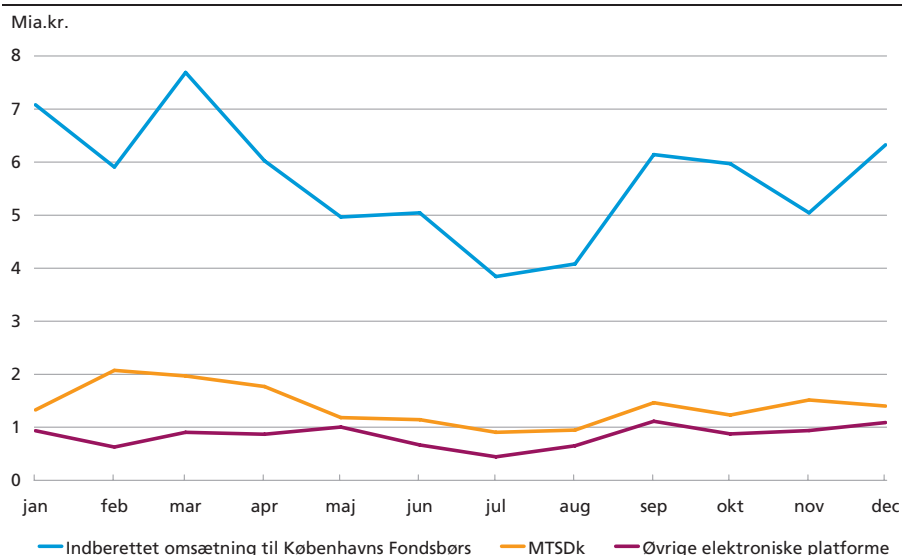
Ifølge markedsdeltagere er telefonmarkedet dog vokset på det seneste. Det skyldes bl.a., at investorerne i højere grad ønsker direkte kontakt med dealerne. Telefonhandler er karakteriseret ved at have en større volumen

¹ ICAP/BrokerTec er en elektronisk handelsplatform, som er repræsenteret på en række statspapirmarkeder.

² Single dealer-platforme oprettes som dedikerede handelssystemer mellem en markedsdeltager og dennes kunder.

GENNEMSITLIG DAGLIG OMSÆTNING I DANSKE STATSPAPIRER, 2006

Figur 5.4.1



Anm.: Indberettet omsætning til Københavns Fondsbørs indeholder alle handler uanset oprindelse, som alle medlemmer af Københavns Fondsbørs har pligt til at indberette. MTSDenmark-omsætningen indeholder data fra MTS. Omsætningen på de øvrige elektroniske platforme er baseret på tal fra TradeWeb, BondVision og ICAP/BrokerTec.

Kilde: MTSDenmark, TradeWeb, BondVision, ICAP/BrokerTec og Københavns Fondsbørs.

end de gennemsnitlige handler på de elektroniske platforme¹ og foretages ofte på baggrund af information fra de elektroniske platforme.

I forhold til 2005 er omsætningen faldet på MTSDenmark. Denne tendens har været generel på flere MTS-markeder, herunder de øvrige MTSAM-segmenter (MTSBelgium og MTSFinland). Den faldende omsætning i Danmark afspejler bl.a. det begrænsede udbud af statsobligationer som følge af den faldende statsgæld. Måles omsætningen på MTSDenmark i forhold til det samlede udestående har den ligget nogenlunde konstant siden midten af 2004, jf. figur 5.4.2.

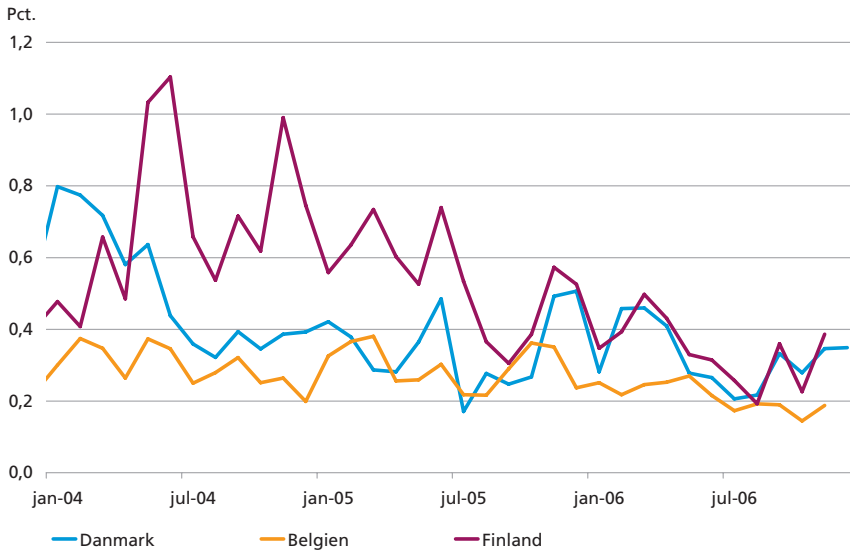
Prisstillerordning på Københavns Fondsbørs

Statsgældsforvaltningen introducerede parallelt med introduktionen af engrosmarkedet MTSDenmark også en prisstillorordning på Københavns Fondsbørs. Ordningen gør det muligt for mindre investorer at få gennemført handler med danske statspapirer i et elektronisk marked svarende til det elektroniske engrosmarked. En gruppe bestående af seks banker (Danske Bank, Fionia Bank, Jyske Bank, Nordea, Nykredit og Sydbank) har forpligtet sig til løbende at stille priser i danske statsobligationer på Københavns Fondsbørs. Dermed sikres mindre investorer adgang til et transparent og effektivt marked for handel med statsobligationer.

¹ Celent (2004): Electronic Trading in European Fixed Markets.

GENNEMSITLIG DAGLIG MTS-OMSÆTNING I STATSPAPIRER I PCT. AF
SAMLET UDESTÅENDE MÆNGDE

Figur 5.4.2



Kilde: MTS, Bank of Finland og Danmarks Nationalbank.

Prisstillerne i ordningen har forpligtet sig til at stille priser i alle statsobligationer af typen stående lån med en restløbetid over 13 måneder. Den løbende prisstillelse medfører, at deltagerne skal stille bud- og udbudspriser inden for fastlagte spænd og for fastlagte beløb i 95 pct. af tidsrummet kl. 9.00-16.30.

Medlemmerne af Københavns Fondsbørs' obligationsdelmarked har mulighed for at handle på de priser, der bliver stillet af prisstillerne. Samtidig har de også mulighed for at indlægge egne ordrer i systemet. Desuden har andre investorer mulighed for via deres bankforbindelse at indlægge handelsordrer. Handelsreglerne er designet, så en ordre på mere end 1.000 kr. kan være med til at påvirke priserne i handelssystemet.

Prisstillerordningen medfører, at investorerne løbende har adgang til at se handlebare priser i systemet. Siden introduktionen af prisstillerordningen i december 2003 har der i gennemsnit været adgang til førhandelsinformation ca. 95 pct. af tiden på en handelsdag. Kombineret med muligheden for selv at kunne indlægge ordrer via en bankforbindelse, giver det mindre investorer mulighed for at få afviklet en handel i et effektivt marked.

EU-DIREKTIV FOR FINANSIELLE MARKEDER**5.5**

I 2007 ændres en række regler for værdipapirhandel i forbindelse med implementeringen af EU-direktivet om markeder for finansielle instrumenter (MiFID).

MiFID-direktivets regler for gennemsigtighed omfatter kun aktier. To år efter direktivets vedtagelse skal Kommissionen undersøge muligheden for at udvide reglerne til også at omfatte andre finansielle instrumenter end aktier. Indtil da er det op til de nationale tilsyn at fastsætte regler om pligten til offentliggørelse af information for andre værdipapirer end aktier. Finanstilsynet har udarbejdet et lovforslag om implementering af MiFID-direktivet, hvor handel med statspapirer ikke er omfattet af gennemsigtighedsreglerne.

Der er en høj grad af transparens i markedet for danske statspapirer. Det afspejler, at markedsdeltagerne gennem den udbredte anvendelse af elektroniske handelssystemer er med til at etablere løbende prisbilleder, som afspejler markedsdeltagernes interesse i at handle statspapirer. Det vurderes, at offentliggørelsesregler for handel med statspapirer ikke vil bidrage yderligere til gennemsigtigheden i markedet.¹

¹ Se Nationalbankens fulde høringssvar til Finanstilsynet om lovforslaget på Nationalbankens websted www.nationalbanken.dk under Presse og Jesper Ulriksen Thuesen, Nye rammer for de europæiske værdipapirmarkeder, *Kvartalsoversigt 1, 2007*, Danmarks Nationalbank.

KAPITEL 6

Forvaltning af midlerne i statens fonde

Statsgældsforvaltningen administrerer på vegne af Finansministeriet midlerne i Den Sociale Pensionsfond (DSP), Højteknologifonden og Finansieringsfonden. Fra 2007 vil midlerne i Forebyggelsesfonden ligeledes blive administreret af Statsgældsforvaltningen. Fondenes aktiver indgår i den samlede statsgæld og samstyes med statens øvrige finansielle aktiver og passiver under statsgældsområdet.

I 2006 overførte DSP 9,6 mia.kr. til Socialministeriet, og fondens aktiver var ultimo året 132,1 mia.kr. Staten indskød 2 mia.kr. i Højteknologifonden og 0,6 mia.kr. i Finansieringsfonden i 2006. Højteknologifondens og Finansieringsfondens aktiver udgjorde ultimo året henholdsvis 4,4 mia.kr. og 1,5 mia.kr.

DEN SOCIALE PENSIONSfond

6.1

Forvaltningen af midlerne i Den Sociale Pensionsfond (DSP) sker under hensyntagen til den samlede statsgældspolitik, jf. boks 6.1. Fondens aktiver indgår i opgørelsen af den samlede statsgæld. Risikoen på fondens dispositioner vurderes separat, men indgår i risikostyringen af den samlede statsgæld.

DSPs midler er placeret i børsnoterede obligationer, primært statsobligationer. Der investeres dog ikke i de primære udstedelsespapirer. Udover statsobligationer har fonden en beholdning af realkreditobligationer og indeksobligationer på ca. 10 mia.kr.

DSPs INDTÆGTER OG UDGIFTER	Tabel 6.1.1
Mia.kr.	2006
<i>Indtægter</i>	
Renter mv.	6,6
<i>Udgifter</i>	
Overførsel til Socialministeriet	9,6
Pensionsafkastskat	0,3
Netto	-3,3

Anm.: Foreløbige tal fra statens bogføring.

DEN SOCIALE PENSIONS FOND	Boks 6.1
Den Sociale Pensionsfond (DSP) blev oprettet ved lov i 1970, hvor der blev indført et særligt folkepensionsbidrag. Midlerne blev henlagt til DSP og anbragt i obligationer. Med virkning fra 1. januar 1982 blev loven ændret, og indbetalingerne ophørte. Fonden blev videreført som en del af statens aktiver. DSP hører under Socialministeriets og Finansministeriets ansvarsområder. Styrelsen af DSP varetages af et udvalg med repræsentanter fra Finansministeriet, Socialministeriet og Statsgældsforvaltningen i Danmarks Nationalbank. Principperne for placeringen af DSPs midler er nærmere fastsat i et reglement.¹ Indtægterne fra DSPs obligationsbeholdning fratrullet pensionsafkastskat anvendes til finansiering af pensionsforbedringer eller henlægges i fonden. DSPs grundkapital kan anvendes til finansiering af pensionsforbedringer, hvis udgifterne til pensionsforbedringer overstiger DSPs indtægter. DSPs driftsbudget er en del af statens regnskab. På finansloven fastsættes det beløb, der løbende overføres fra DSP til Socialministeriet til dækning af udgifter til pensionsforbedringer.	

¹ Reglementet findes på www.nationalbanken.dk under Statsgæld.

For 2006 blev indtægter fra obligationsbeholdningen fratrullet overførsel til Socialministeriet og pensionsafkastskat -3,3 mia.kr., jf. tabel 6.1.1. Herudover blev der fra fonden netto solgt obligationer for 3,4 mia.kr. til kursværdi.

Ultimo 2006 var DSPs beholdning af obligationer 128,9 mia.kr., jf. tabel 6.1.2, og fondens kontoindestående var 3,2 mia.kr. Fondens beholdning af statsobligationer udgør en relativ stor andel af det samlede udestående i flere statsobligationsserier.

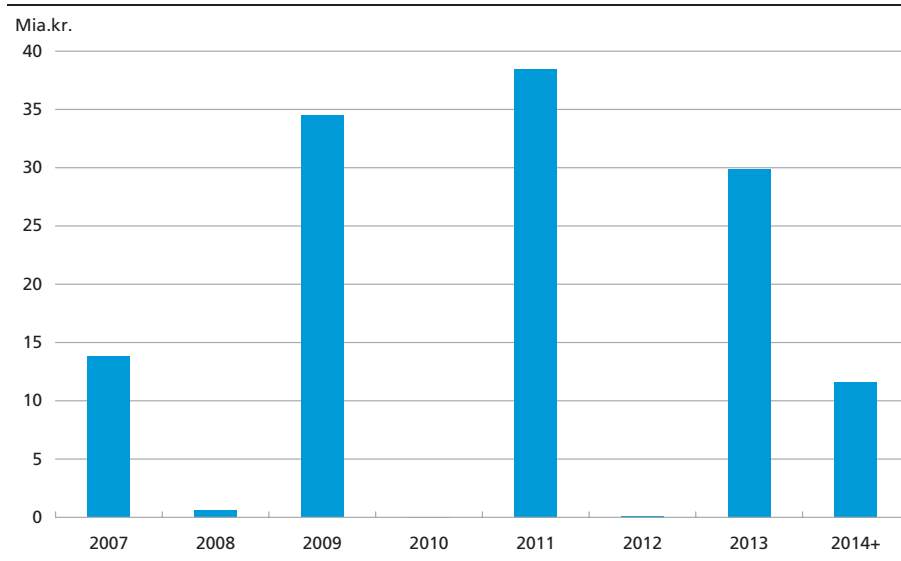
FONDENES OBLIGATIONSBEHOLDNING, ULTIMO 2006				Tabel 6.1.2
Nominal værdi, mia.kr.	DSP	Højteknologifonden	Finansieringsfonden	Andel af samlet udestående (pct.)
7 pct. stående lån 2007	13,8	0,9	0,3	43
4 pct. stående lån 2008	0,6			1
6 pct. stående lån 2009	34,4	1,7	0,6	55
6 pct. stående lån 2011	38,3			63
5 pct. stående lån 2013	29,8	1,5	0,6	41
4 pct. stående lån 2015	0,7	0,2		1
7 pct. stående lån 2024	1,8			7
Statsobligationer i alt	119,4	4,3	1,4	
Realkreditobligationer mv. ¹	2,7			
Indeksobligationer ²	6,9			
I alt	128,9	4,3	1,4	

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

² Indeksret værdi.

DSPs BEHOLDNING AF OBLIGATIONER FORDELT PÅ UDLØBSÅR

Figur 6.1.1



I forvaltningen af fondens midler tilstræbes en udjævning af placeringsbehovet, så det undgås, at store beløb skal placeres i situationer med ufordelagtige markedsvilkår. Da fonden har relativt store beholdninger af statsobligationer med udløb i ulige år, jf. figur 6.1.1, kan salg til staten i lige år bidrage til at udjævne placeringsbehovet.

Varigheden på fondens obligationsbeholdning var 4,4 år ved udgangen af 2006, jf. tabel 6.1.3. Varigheden indgår i styringen af statsgældens samlede varighed.

VARIGHED PÅ DSPs OBLIGATIONSBEHOLDNING

Tabel 6.1.3

År (ultimo)	2004	2005	2006
Statsobligationer	4,0	4,2	4,1
Realkreditobligationer mv.	0,2	0,6	1,2
Indeksobligationer	10,2	10,5	10,7
Samlet beholdning	4,1	4,4	4,4

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

HØJTEKNOLOGI-, FINANSIERINGS- OG FOREBYGGELSESFONDEN**6.2**

Principperne for forvaltningen af Højteknologifonden, Finansieringsfonden og Forebyggelsesfonden er beskrevet i boks 6.2.

Opbygningen af midler i fondene fastsættes på de årlige finanslove. I bemærkningerne til loven for Højteknologifonden fremgår, at der tilstræbes en opbygning af fondens grundkapital til mindst 16 mia.kr. inden 2012. Hvert år overføres fra Højteknologifonden og Finansieringsfonden det beløb, som er vedtaget på finansloven, til Ministeriet for Videnskab, Teknologi og Udvikling. I 2006 blev der fra staten indskudt 2 mia.kr. i Højteknologifonden og 0,6 mia.kr. i Finansieringsfonden.

Højteknologifondens og Finansieringsfondens aktiver udgjorde ved udgangen af 2006 henholdsvis 4,4 mia.kr. og 1,5 mia.kr. Fondenes indtægter udgjorde henholdsvis 94 mio.kr. og 31 mio.kr.

Placeringen af fondenes midler sigter mod en lige fordeling på korte, mellemlange og lange obligationer. Varigheden på fondenes beholdninger indgår i styringen af statsgældens samlede varighed.

Forebyggelsesfonden blev oprettet i starten af 2007 og får tilført 3 mia.kr. Af disse forventes 2,8 mia.kr. placeret i danske statsobligationer, og i 2007 vil 200 mio.kr. blive overført til Beskæftigelsesministeriet. Fra og med 2008 skal der årligt overføres 350 mio.kr., og der er ikke planlagt yderligere opbygning af fondens midler. Investeringsstrategien for Forebyggelsesfonden fastlægges, så den afspejler udbetalinger fra fondens midler.

**HØJTEKNOLOGIFONDEN, FINANSIERINGSFONDEN OG
FOREBYGGELSESFONDEN**
Boks 6.2

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. Finansieringsfonden er oprettet med hjemmel i finansloven for 2005 til støtte for Danmarks grundforskning. Hvert år overføres fra Højteknologifonden og Finansieringsfonden til Ministeriet for Videnskab, Teknologi og Udvikling det beløb, som er vedtaget på finansloven. I 2007 oprettes Forebyggelsesfonden² med det formål at støtte projekter, der forhindrer fysisk og psykisk nedslidning af arbejdsstyrken. Fondenes midler anbringes i danske statsobligationer. I placeringen af fondenes midler tilstræbes et højt afkast under hensyntagen til en rimelig risiko.

¹ Lov nr. 2, Lov om Højteknologifonden af 16. december 2004.

² Lov nr. 89, Lov om Forebyggelsesfonden af 25. januar 2007.

KAPITEL 7

Statslige lånegarantier og genudlån

Statsgældsforvaltningen administrerer statslige lånegarantier og genudlån til en række selskaber. Hovedparten af de statslige lånegarantier og genudlån er udstedt til statsejede selskaber, som er engageret i store infrastrukturprojekter.

Ved udgangen af 2006 udgjorde de statslige lånegarantier 67 mia.kr. og genudlånene 34 mia.kr., heraf 4,6 mia.kr. til Danmarks Skibskredit A/S. Lån med statsgaranti er reduceret med 8 mia.kr. i 2006, mens genudlånene er øget med 11 mia.kr. I takt med den faldende gæld udgør genudlånene en stadig større andel af statsgældsporteføljen. Genudlån øger statens udstedelsesbehov, hvilket medvirker til at opbygge likviditeten i udstedelsespapirerne.

FORMÅL OG RAMMER

7.1

En række selskaber har adgang til at 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 særlig lovgivning eller finansloven. Statslige lånegarantier eller genudlån medvirker til at sikre selskaberne gode lånevilkår, da selskaberne kan drage nytte af statens høje kreditvurdering.

Otte statslige selskaber har adgang til at optage lån med statsgaranti eller optage lån hos staten via genudlån, jf. tabel 7.1.1. Nogle af selskaberne har endvidere mulighed for at låne i markedet uden statsgaranti.

SELSKABER MED ADGANG TIL STATSLIG LÅNEGARANTI ELLER GENUDLÅN Tabel 7.1.1

	Genudlån	Lån med statsgaranti
Danmarks Radio	X	X
DSB	-	X
Energinet.dk	X	-
Nordsøfonden	X	-
A/S Storebælt	X	X
Ørestadsselskabet I/S	X	X
A/S Øresund	X	X
Øresundsbro Konsortiet	-	X

Selskaberne er helt eller delvist ejet af den danske stat:

- Ørestadsselskabet er et interessentselskab ejet af Københavns Kommune (55 pct.) og staten (45 pct.)
- A/S Øresund og A/S Storebælt er gennem Sund & Bælt Holding A/S 100 pct. statsejede aktieselskaber
- Energinet.dk og DSB er selvstændige offentlige virksomheder
- Danmarks Radio er en selvstændig offentlig institution
- Nordsøfonden er en statslig fond
- Øresundsbro Konsortiet, som driver Øresundsbron, ejes i fællesskab af den danske og svenske stat.

Udover de statslige selskaber har Danmarks Skibskredit A/S adgang til genudlån, jf. *Statens låntagning og gæld 2003*, kapitel 10.

Der er fastlagt overordnede retningslinjer for selskabernes aktiviteter på lånemarkederne, jf. boks 7.1. Hensigten er at sikre, at selskaberne ikke påtager sig finansielle risici, som staten ikke selv vil påtage sig. Selskaberne må endvidere ikke indgå meget komplekse lånearrangementer, ligesom selskaberne ikke må optage lån, der er i modstrid med politiske signaler om, at handelsmæssigt eller finansielt samkvem med et land eller en investorgruppe er uacceptabelt.

RETNINGSLINJER FOR SELSKABERNES LÅNTAGNING	Boks 7.1
Retningslinjerne for selskabernes låntagning er fastlagt i et aftalesæt bestående af tre elementer: • En aftale mellem det relevante ministerium og Nationalbanken • En aftale mellem det relevante ministerium og det enkelte selskab • En liste over acceptable lånetyper, der udarbejdes og vedligeholdes af Statsgældsforvaltningen • For Øresundsbrons vedkommende er der tillige indgået en trepartsaftale mellem Øresundsbron, Riksgældskontoret og Statsgældsforvaltningen. Listen over acceptable lånetyper bygger på følgende kriterier: • Transaktionerne skal være 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 ratingbaseret limitsystem • Der indgås aftaler om sikkerhedsstillelse (CSA-aftaler) for at sikre, at kreditrisikoen på ethvert tidspunkt er mindst mulig • Låneporteføljens valutakurseksponering skal som udgangspunkt begrænses til euro (eller svenske kroner i Øresundsbrons tilfælde).	

Statsgældsforvaltningens rolle

Statsgældsforvaltningen afholder årligt møder med selskaberne, som har adgang til lånegarantier og genudlån. På møderne orienterer selskaberne om låntagning og risikostyring i relation til låneporteføljen. Endvidere orienteres om planlagt låntagning. Der er løbende kontakt med selskaberne, blandt andet ved forespørgsler om genudlån. Derudover orienterer selskaberne Statsgældsforvaltningen om deres finansforvaltninger i form af blandt andet finansrapporter og opgørelser af forventede lånebehov.

Det er selskabernes ansvar, at lovgivning og regler om finansforvaltning overholdes. Selskabernes revisorer bekræfter årligt, om selskaberne følger retningslinjerne for låntagningen.

I forbindelse med ændringer i eksisterende aftaler eller udvidelse til flere selskaber medvirker Statsgældsforvaltningen til udarbejdelse af nye aftaler.

Optagelse af genudlån

De statslige genudlån afspejler lån i eksisterende statspapirer, således at genudlånenes kuponrente, rentetermin og afdragstidspunkt modsvarer bagvedliggende statspapirers karakteristika. Statsgældsforvaltningen fastlægger en liste over, hvilke statslån der kan optages genudlån i (genudlånsviften). Genudlånsviften udgøres af alle statsobligationer af typen stående lån i løbetidssegmenterne mellem 2 og 10 år. I særlige tilfælde kan der afviges herfra.

Når et selskab henvender sig for at få genudlån i et statspapir, fastsætter Statsgældsforvaltningen kursen på lånet på baggrund af de aktuelle markedsforshold. Låneprovenuet udbetales fra statens konto. Det afledte finansieringsbehov dækkes ved de løbende udstedelser. Der udstedes således ikke specifikt med henblik på at afdække genudlånet. Genudlånene indgår i den konsoliderede risikostyring på statsgælden, jf. kapitel 8.

SAMMENLIGNING AF STATSLIGE LÅNEGARANTIER OG GENUDLÅN 7.2

Statslige lånegarantier og genudlån muliggør typisk billigere finansiering for selskaberne i forhold til privat låntagning uden garanti. De lave låneomkostninger afspejler, at staten har påtaget sig den kreditrisiko, som selskaberne ellers skulle betale for i markedet. Staten har den samme eksponering over for et potentielt tab ved statsgarantier og genudlån, hvis selskabet misligholder sine lån. Lånegarantier og genudlån kan derfor overordnet set sidestilles, hvad angår statens kreditrisiko, jf. *Statens låntagning og gæld 2004*, kapitel 9.

STATSLIGE GARANTIER VEDRØRENDE LÅN		Tabel 7.3.1
Mia.kr.	Nye garanterede lån i 2006	Ultimo 2006
Sund & Bælt Holding A/S	-	-
A/S Storebælt	0,0	28,4
A/S Øresund	0,0	3,3
Øresundsbro Konsortiet	3,3	20,7
Danmarks Radio	0,4	2,9
DSB	0,6	11,8
I alt	4,3	67,1

En del af selskaberne har både adgang til at låne med statsgaranti og optage genudlån. Ved genudlån afspejler lånevilkårene kursen på statens stående lån, hvor der normalt opnås en likviditetspræmie. Ved lån med statsgaranti i det private marked kan selskaberne indgå lånearrangementer, som er særligt målrettet specifikke investorers ønsker.

Statslige lånegarantier og genudlån adskiller sig endvidere ved, at genudlån medvirker til at opbygge likviditeten i udstedelsespapirerne, fordi de øger statens udstedelsesbehov.

UDSTEDTE LÅNEGARANTIER

7.3

Ved udgangen af 2006 har de statslige selskaber med lånegaranti optaget gæld med statsgaranti for i alt 67,1 mia.kr., jf. tabel 7.3.1. Det er et fald fra 75,4 mia.kr. i 2005, hvilket bl.a. skyldes omlægning af lån med statsgaranti til genudlån, jf. nedenfor. Udover statsgarantierne, administreret af Statsgældsforvaltningen, har staten stillet garanti for yderligere ca. 100 mia.kr., bl.a. i forbindelse med almenyttigt boligbyggeri, eksportkreditter og internationale institutioner, jf. statsregnskabet.

Hypotekbanken blev afviklet 1. januar 2006, og bankens passiver i form af statsgaranterede lån overgik til staten. Dermed indgår Hypotekbankens lån ikke længere som en del af statens lånegarantier, men direkte i statsgælden. Hypotekbankens lån overføres med udgangen af 2006 til administration i Statsgældsforvaltningen.

GENUDLÅN TIL STATSLIGE SELSKABER

7.4

I 2006 var det samlede optag af genudlån til statslige selskaber 10,3 mia.kr., jf. tabel 7.4.1. Der forfaldt genudlån for 1,2 mia.kr. Ved udgangen af 2006 var den samlede beholdning af genudlån 29,4 mia.kr. Der blev ydet genudlån til A/S Storebælt, A/S Øresund og Energinet.dk pri-

GENUDLÅN, NOMINEL VÆRDI		Tabel 7.4.1
Mia.kr.	Nye genudlån i 2006	Beholdning 2006
A/S Storebælt	6,7	8,2
A/S Øresund	1,8	6,0
Ørestadsselskabet I/S	-	13,4
Energinet.dk	1,9 ¹	1,9
I alt	10,3	29,4

¹ Energinet.dk optog bl.a. genudlån i 7 pct. stående lån 2024, der handles væsentligt over pari. Kursværdien af de udstedte genudlån til Energinet.dk i 2006 udgjorde 2,3 mia.kr.

mært i lange statsobligationer. Ét af Energinet.dk's genudlån blev optaget i 7 pct. stående lån 2024, som ikke normalt er omfattet af genudlånsviften, under forudsætning af, at genudlånet blev swappet til inflationseksponering. Det skal ses i lyset af, at selskabets infrastrukturinvesteringer forventes at have en levetid på 30-40 år, og at selskabets indtægter er pristalsregulerede.

Den markante stigning i genudlånsomfanget hænger sammen med, at A/S Storebælt og A/S Øresund i stort omfang har omlagt statsgaranteret låntagning i markedet til genudlån, da genudlånene ifølge selskaberne har været attraktivt prissat i 2006.

Energinet.dk og Nordsøfonden fik adgang til genudlån i 2006. Nordsøfonden har ikke gjort brug af denne mulighed i 2006, men planlægger at optage genudlån i 2007.

Det samlede genudlån til statslige selskaber i 2007 forventes at blive ca. 9 mia.kr., hvoraf 5 mia.kr. er refinansiering af eksisterende genudlån.

GENUDLÅN TIL DANMARKS SKIBSKREDIT A/S

7.5

Danmarks Skibskredit A/S 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 de statslige selskaber.

Danmarks Skibskredit A/S kan optage genudlån i kroner eller dollar, der udformes som 12-årige serielån med halvårslige betalinger. Staten indgår valutaswaps mellem kroner og dollar i tilknytning til genudlånene i dollar, så staten ikke får nogen valutakurseksponering i forbindelse med genudlånene. Prissætningen af lånet fastsættes på baggrund af statens lånevilkår, herunder swapvilkårene.

Danmarks Skibskredit A/S optog i 2006 genudlån på i alt 411 mio.dollar, svarende til 2,5 mia.kr. Selskabet har ved udgangen af 2006

genudlån for 4,6 mia.kr. I 2007 planlægger Danmarks Skibskredit A/S at optage genudlån for 247 mio.dollar, svarende til 1,4 mia.kr.

Der kan ydes genudlån til Danmarks Skibskredit A/S frem til 31. december 2012. Danmarks Skibskredit A/S kan fastlåse renten på genudlån i op til tre år inden udbetalingen ved at indgå en terminsaftale med staten. Dermed kan udbetaling af genudlån ske frem til 31. december 2015.

KAPITEL 8

Risikostyring

Renterisikoen styres gennem en strategisk benchmark for gældsporteføljens varighed. Sigtebåndet for varigheden i 2007 er fastsat til 3 år $\pm$ 0,5 år, hvilket er uændret i forhold til de seneste år. I takt med faldet i gælden, har staten mulighed for at påtage sig en højere renterisiko, dvs. lavere varighed. To forhold taler for, at sigtebåndet for varigheden ikke reduceres i 2007. For det første er rentekurven flad, hvilket betyder, at der er en meget lille forventet besparelse ved at reducere varigheden set i forhold til den øgede risiko. For det andet er renteniveauet lavt, og modelfremskrivninger viser, at sandsynligheden for stigende renter overstiger sandsynligheden for faldende renter. I begyndelsen af 2007 har varigheden på gældsporteføljen ligget i den øvre halvdel af båndet.

Staten har udenlandsk gæld af hensyn til valutareserven. Valutakursrisikoen begrænses ved, at statens samlede gældsportefølje udelukkende er eksponeret i euro.

Kreditrisikoen på statens swapportefølje begrænses ved at følge veldefinerede principper for kreditstyringen, herunder at stille høje krav til modparternes kreditværdighed og kun at indgå swaps med modparter, der har indgået aftale om ensidig sikkerhedsstillelse. I 2006 blev kreditværdigheden på statens modparter generelt øget og krediteksponeringen var omkring 6 mia.kr.

Den operationelle risiko nedbringes ved funktionsadskillelse, anvendelse af simple, velkendte finansielle instrumenter og veldokumenterede arbejdsgange.

RENTERISIKO**8.1**

Renterisiko er risikoen for højere finansieringsomkostninger på statens gæld som følge af renteudviklingen. Renterisikoen styres konsolideret på baggrund af Asset Liability Management (ALM) princippet, hvor renteomkostningerne på passiverne og renteindtægterne på aktiverne betragtes samlet, jf. boks 8.1. Passiverne udgøres af den indenlandske og udenlandske statsgæld. Aktivsiden er statens konto i Danmarks Nationalbank, porteføljerne i de fire statslige fonde, der administreres af Statsgældsforvaltningen, samt genudlån til statslige selskaber og Danmarks Skibskredit A/S.

GENUDLÅN OG KONSOLIDERET RISIKOSTYRING

Boks 8.1

Genudlån til statslige selskaber finansieres ved indenlandsk låntagning, hvorved statens passiver øges. Samtidig udgør genudlån et aktiv for staten i form af en fordring på de statslige selskaber, men aktivet indgår ikke i definitionen af statsgælden. Genudlån øger imidlertid ikke statens renterisiko, da renteudgifter og afdrag på lånet betales af de statslige selskaber. Risikostyringen tager derfor udgangspunkt i risikoen på statsgælden inklusive aktiverne ved genudlån.

Staten yder endvidere genudlån til Danmarks Skibskredit A/S, som normalt er i US-dollar. Genudlånene finansieres ved indenlandsk låntagning kombineret med valutawaps fra kroner til dollar. På konsolideret basis påtager staten sig således hverken rente- eller valutakursrisiko ved genudlån i US-dollar.

Den centrale strategiske benchmark for statens renterisiko er den samlede gældsporteføljes varighed. Varigheden er stigende med rentebindingstiden og er derfor et summarisk mål for afvejningen mellem omkostninger og risiko. Jo lavere varigheden er, jo højere vil renterisikoen på statsgælden være. Det skyldes, dels at udsving i de korte renter er større end for lange renter, dels at der på obligationer med kort løbetid oftere fastsættes ny, ukendt rente. Omvendt er finansiering i korte obligationer forbundet med lavere forventede renteudgifter, da renteniveauet normalt er stigende med løbetiden.

Adskillelse af udstedelsesstrategi og renterisiko

I Danmark er udstedelsesstrategien adskilt fra styringen af statsgældens varighed gennem indgåelse af renteswaps. Fordelen ved denne adskillelse er, at udstedelsesstrategien kan rettes mod opbygning af store, likvide

DEFINITION AF CENTRALE RISIKO- OG EKSPONERINGSBEGREBER

Boks 8.2

Rentefixing: Angiver størrelsen af den gæld, hvorpå der fastsættes ny, ukendt rente inden for ét år. Rentefixingen opgøres som årets udstedelse af statspapirer korrigeret for genudlån og beholdningen af renteswaps primo året fratrukket indeståendet på statens konto ultimo året. En stigning i renteniveauet på 1 procentpoint vil medføre en stigning i renteomkostninger i det pågældende år på ca. 1 pct. af rentefixingen.

Varighed: Gældens varighed opgøres som Macauley-varighed. 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 er dermed forbundet med lav risiko.

Forventede renteomkostninger: Angiver middelværdien af de beregnede renteomkostningsscenarier i CaR.

Absolut CaR: Et risikomål, der angiver de maksimale renteomkostninger med 95 pct. sandsynlighed i et år. Absolut CaR er 95 pct. fraktilen af de beregnede renteomkostningsscenarier i CaR.

statsobligationer i de centrale løbetidssegmenter, hvor staten har en komparativ fordel. Derved opnår staten en billigere låntagning.

Hvert år fastlægges et niveau for statsgældens varighed det efterfølgende år. Beslutningen træffes på baggrund af en langsigtet analyse af udviklingen i statsgældens renteomkostninger, rentefixingen og simuleringer med den såkaldte Cost-at-Risk model (CaR-model), jf. boks 8.2. CaR-modellen anvendes til at kvantificere forventede renteomkostninger og renterisici under forskellige antagelser for varigheden.

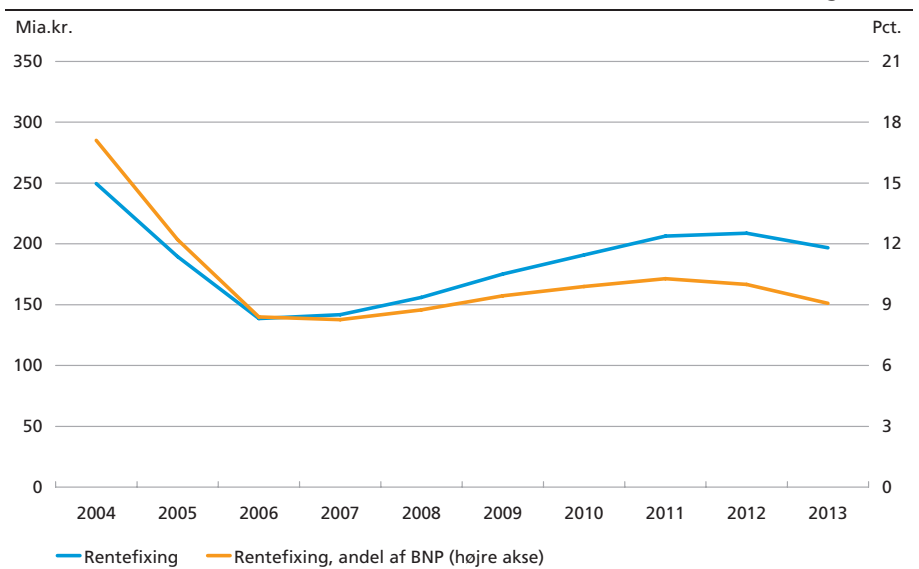
Analyse af rentefixingen

Gældsporteføljens varighed indeholder ikke information om den absolute størrelse eller den tidsmæssige spredning på statens renteeksponering. En lav renteeksponering i form af høj varighed udelukker derfor ikke en stor eksponering i forhold til renteutviklingen i et enkelt år. Varighedsopgørelsen på statsgælden suppleres derfor med en fremskrivning af rentefixingen.

Til trods for den faldende statsgæld stiger rentefixingen i de kommende år for uændret varighed på 3 år, jf. figur 8.1.1. Det skyldes, at forfald af statspapirer finansieres ved udstedelse af nye 10-årige statsobligationer, der har lang løbetid og dermed en høj varighed. For at holde varigheden på statsgælden uændret, skal der indgås relativt mange swaps, som flytter eksponeringen fra lang til kort rente. I tidligere år var udstedelserne i højere grad fordelt på obligationer med kortere løbetid

RENTEFIXING FOR KONSTANT VARIGHED PÅ 3 ÅR

Figur 8.1.1



end 10 år. Det faldende lånebehov og hensynet til opbygningen af likvide benchmarkserier gør, at det ikke længere er hensigtsmæssigt at fordele udstedelserne på flere løbetidssegmenter.

Cost-at-Risk analyse af strategisk benchmark for varigheden i 2007

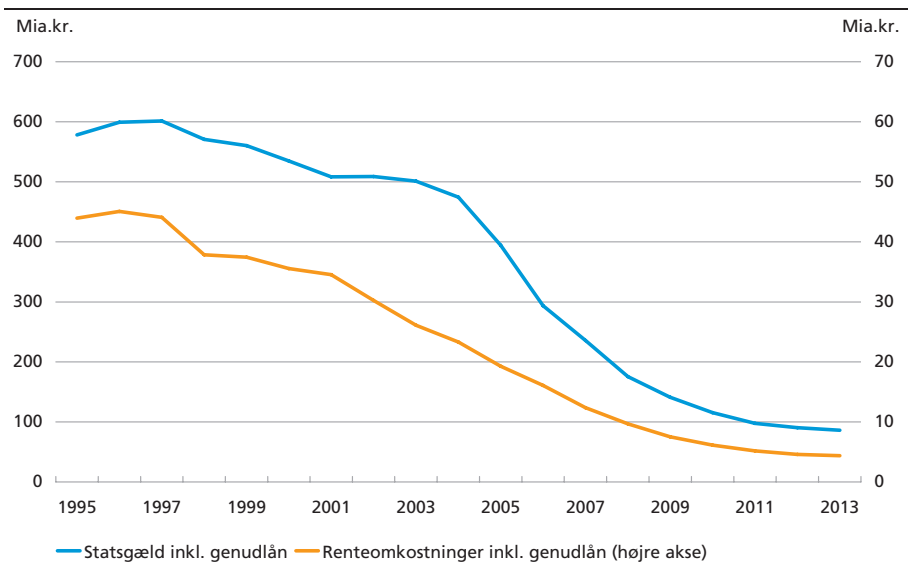
CaR-modellen benyttes til at belyse afvejningen mellem renteomkostninger og renterisici på statens gældsportefølje. I CaR-modellen simuleres renteomkostninger på mellemlangt sigt ved hjælp af 2.500 scenarier for udviklingen i renteniveauet. På baggrund af disse scenarier beregnes forventede renteomkostninger og risikoen på renteomkostningerne målt ved absolut CaR, jf. boks 8.2.

CaR-simuleringerne tager udgangspunkt i den nuværende gældsportefølje, tekniske budgetfremskrivninger fra Finansministeriet og en strategi for den fremtidige låntagning og opkøb. Varigheden og dermed rentesponeringen i de enkelte CaR-simuleringer kan varieres ved at justere omfanget af renteswaps. Renteswaps gør det således muligt at fastlægge udstedelsesstrategien uafhængigt af den ønskede varighed.

De senere års fald i statsgælden har i kombination med det lave renteniveau givet anledning til lavere renteomkostninger, jf. figur 8.1.2. Målt absolut er renterisikoen på statsgælden derfor reduceret. Finansministeriets tekniske budgetfremskrivning indebærer, at statsgælden falder i de kommende år. Det medvirker til at forklare, at renteomkostningerne reduceres over simuleringshorisonten. I modsat retning trækker, at

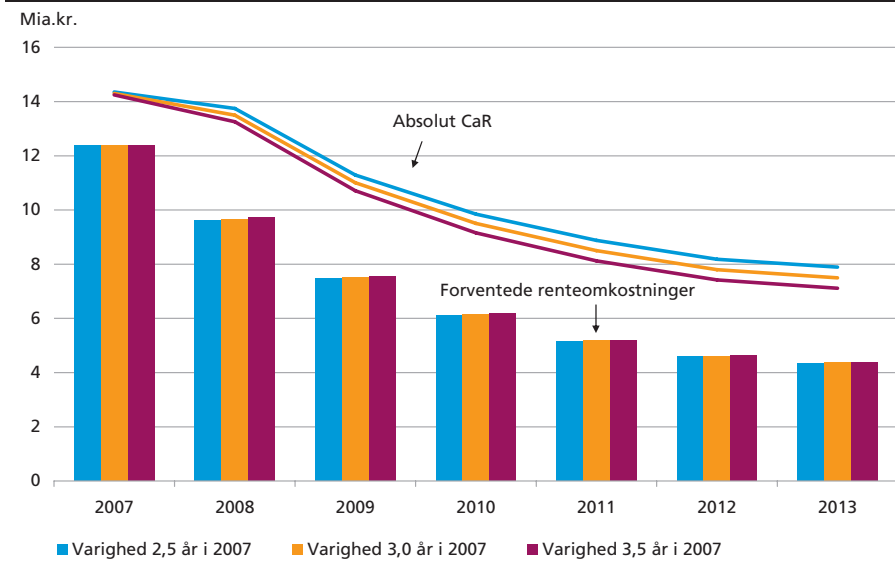
STATSGÆLD OG RENTEOMKOSTNINGER, INKLUSIVE GENUDLÅN

Figur 8.1.2



FORVENTEDE RENTEOMKOSTNINGER OG ABSOLUT CaR

Figur 8.1.3

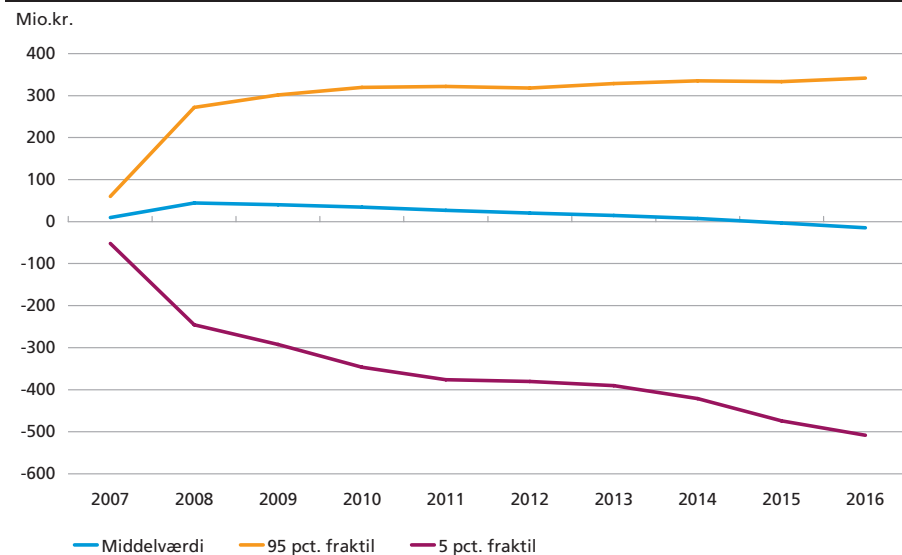


Anm.: Renteomkostninger på statsgælden inklusive genudlån.

Statsgældsforvaltningens rentemodell fremskriver en stigning i det generelle renteniveau. Effekten af reduktionen i statsgælden dominerer i fremskrivningen, hvilket forklarer, at de forventede renteomkostninger og absolut CaR reduceres over simuleringshorisonten, jf. figur 8.1.3.

FORVENTET BESPARELSE OG RISIKO VED INDGÅELSE AF RENTESWAPS FOR 15 MIA.KR. I 2007

Figur 8.1.4



Anm.: Middelværdi er den forventede besparelse. 95 pct. fraktilen angiver den maksimale rentebesparelse med 95 pct. sandsynlighed. 5 pct. fraktilen angiver den maksimale rentebesparelse med 5 pct. sandsynlighed i et år.

Den faldende statsgæld taler for, at staten kan påtage sig en højere renterisiko, dvs. reducere varigheden. Ændringer i varigheden analyseres ved at justere mængden af indgåede renteswaps. En reduktion i varigheden på 0,5 år i 2007 indebærer, at der skal indgås for 15 mia.kr. flere renteswaps i 2007. På nuværende tidspunkt vurderes det imidlertid, at den forventede besparelse ved en nedbringelse af varigheden er begrænset.

CaR-modellen beregner effekten på renteomkostningerne og renterisikoen ved at reducere varigheden med 0,5 år i 2007. Den umiddelbare gevinst ved at indgå renteswaps er lav på grund af den flade rentekurve. I 2008 er den forventede besparelse 45 mio.kr., jf. figur 8.1.4. Det skal sammenholdes med, at der er 5 pct. sandsynlighed for et tab på mere end 245 mio.kr. I de efterfølgende år er den forventede besparelse mindre og risikoen større. Det afspejler, at Statsgældsforvaltningens rentemodel peger i retning af, at de korte renter vil stige i fremskrivningen. Den lille forventede gevinst betyder, at selv små forhøjelser af den korte rente har stor indflydelse på fordelagtigheden ved at indgå renteswaps i 2007. Set i lyset af disse forhold er det besluttet at fastholde den strategiske benchmark for varigheden uændret på 3 år $\pm$ 0,5 år i 2007.

VALUTAKURSRISIKO

8.2

Staten har udlandsk gæld af hensyn til valutareserven. Valutakursrisiko er risikoen for, at statsgældens værdi i kroner stiger som følge af ændringer i valutakurserne. Valutakursrisikoen begrænses ved, at statens gældsportefølje udelukkende er eksponeret i euro. På grund af den danske fastkurspolitik over for euro er valutakursrisikoen lav. Hertil kommer, at Nationalbankens valutareserve altovervejende er eksponeret i euro.

Genudlån til Danmarks Skibskredit A/S ydes normalt i US-dollar, men valutakursrisikoen afdækkes ved indgåelse af valutaswaps fra kroner til US-dollar, hvor betalingsstrømmen modsvarer afdragene på genudlånet. Samlet set påtager staten sig derfor ikke valutakursrisiko ved ydelse af genudlån i US-dollar.

I 2006 fik Forsvarskommandoen adgang til en valutaafdækningsfacilitet i Nationalbanken. Faciliteten giver mulighed for, at staten kan låse fremtidige udgifter fast i kroner, når der investeres i militært udstyr i US-dollar. Danmarks Nationalbanks eksponering som følge heraf afdækkes som en del af den løbende risikostyring.

KREDITRISIKO**8.3**

Kreditrisikoen er risikoen for at lide et finansielt tab som følge af en modparts misligholdelse af sine betalingsforpligtelser. Staten anvender swaps til at styre rente- og valutakursrisikoen på statsgælden. Ved indgåelsen er markedsværdien af en swap nul, men over tid kan markedsværdien udvikle sig i statens eller modpartens favør afhængigt af rente-

STATENS KREDITSTYRING

Boks 8.3

Statens kreditrisiko søges minimeret ved at følge veldefinerede principper for kreditstyringen. Hovedpunkterne er:

- Modparter skal have en høj kreditværdighed (rating)
- Der indgås kun swaps med modparter, som har underskrevet en aftale om ensidig sikkerhedsstillelse
- Krediteksponeringen for en modpart skal holdes inden for forholdsvist snævre grænser (swapplines)
- Der anvendes netting af positive og negative markedsværdier på modpartsniveau
- Swaps kan ophæves, hvis modpartens rating falder under et vist niveau (rating triggers).

Statens kreditregler stiller krav om, at modparten har en rating på Aa3/AA- eller højere fra mindst to anerkendte ratingbureauer, dog kan staten indgå indenlandske renteswaps og valutaswaps mellem kroner og euro med modparter, der har en rating på A3/A- eller højere. Ved at stille krav til modparterets kreditværdighed i hele swappens løbetid sikres, at sandsynligheden for tab holdes på et lavt niveau. Hvis en modpart misligholder sine betalingsforpligtelser, begrænses statens tab som følge af kravet om ensidig sikkerhedsstillelse (CSA-aftale). Ifølge statens CSA-aftaler er modparten forpligtet til at stille sikkerhed, hvis markedsværdien af swapporteføljen overstiger en tærskelværdi, der afhænger af modpartens rating.

Statens krediteksponering på en modpart beregnes som markedsværdien fraregnet indlagt sikkerhed og tillagt en beregnet potentiel krediteksponering, der tager højde for, at markedsværdien af swapporteføljen over en tidshorisont på en måned kan stige yderligere. Kun positive værdier udgør en krediteksponering. 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. Krediteksponeringen må ikke overstige en fastsat swapline, der afhænger af modpartens rating og egenkapital.

Alle statens aftaler med swapmodparter er baseret på den standardiserede ISDA Master Agreement. Kontraktgrundlaget indeholder bestemmelser om netting og rating triggers. Ved netting modregnes tilgodehavender og tab på den samlede portefølje af swaps med en modpart. Rating triggers giver begge parter rettighed til at ophæve alle swaps, hvis den anden parts rating falder under et vist niveau (normalt A3/A-). Hvorvidt det kan betale sig for staten at ophæve alle swaps med en modpart afhænger af statens krediteksponering, porteføljens restløbetid, omkostningerne ved en afvikling, og hvilke muligheder der ellers er for at forhindre et tab, fx øget sikkerhedsstillelse.

og valutakursudviklingen. Udvikler markedsværdien sig i statens favør, opstår en krediteksponering over for modparten. Hvis modparten går konkurs eller misligholder kontrakten, risikerer staten at miste sit tilgodehavende. Rammerne for statens kreditstyring er beskrevet i boks 8.3. En mere detaljeret gennemgang findes i bilagsdelen bagerst i publikationen.

I 2006 blev det besluttet at sænke swaplines over for visse af statens special purpose vehicle modparter, jf. boks 8.4. Ændringen i statens kre-

STATENS SPECIAL PURPOSE VEHICLE MODPARTER

Boks 8.4

Selskabsform

Et Special Purpose Vehicle (SPV) er et selskab oprettet af et eller flere moderselskaber med henblik på at gennemføre og garantere handler i derivater. SPVer har som følge af deres finansielle struktur normalt den højeste rating (triple-A). SPVet er juridisk separeret fra alle koncernforbundne selskaber, hvilket betyder, at selskabets kapital ikke kan hjemtages af moderselskabet eller andre koncernforbundne selskaber, hvis disse kommer i finansielle vanskeligheder. SPVet afdækker hele sin markedsrisiko via moderselskabet, og selskabets kapitalgrundlag justeres løbende, så der på ethvert tidspunkt er tilstrækkelig kapital til at dække selskabets finansielle forpligtigelser. Derfor vurderer ratingbureauerne, at der er begrænset risiko for, at SPVet ikke kan leve op til sine finansielle forpligtigelser.

SPVer er, i modsætning til banker, kun under begrænset finansielt tilsyn. En vurdering af selskabets kreditværdighed bygger derfor primært på ratingbureauernes kreditvurdering og løbende overvågning af selskaberne.

Konsekvenser ved konkurs

Der skelnes mellem to typer af SPVer. Den ene type SPV lukkes ned i tilfælde af en trigger event¹, hvor alle udestående kontrakter afregnes med selskabets modparter på markedsvilkår (termination structure). Den anden type SPV fortsætter som udgangspunkt med at overholde sine forpligtigelser til udløb (continuation structure). Et SPV med termination structure indebærer, at swapmodparten påtager sig en risiko relateret til moderselskabets kreditværdighed, idet eksempelvis en nedgradering af moderselskabet i nogle tilfælde kan udløse en terminering (trigger event). Ratingbureauernes kreditvurdering afspejler sandsynligheden for, at SPVet kan indfri sine finansielle forpligtigelser – trigger event eller ej – og ikke risikoen for en terminering. Der er risiko for, at afviklingen af alle udestående kontrakter sker på et ugunstigt tidspunkt for Statsgældsforvaltningen, og at nedlukningen af et større SPV påvirker markedspriserne, hvormed genplacering kan ske til dårligere priser.

Betydning for statens kreditstyring

Som led i en mere generel vurdering af swaplines for statens modparter er swaplines for SPVer med termination structure sænket med 500 mio.kr., svarende til ét rating-niveau lavere end den vurdering, der ville fremkomme udelukkende ved brug af ratings. I vurderingen er de hensyn, som kan tale for at begrænse krediteksponeringen over for SPVer med termination structure, taget i betragtning. I 2007 fortsætter evalueringen af lines for statens modparter.

¹ Ved en trigger event forstås prædefinerede begivenheder (fx SPVets eller et koncernforbundet selskabs konkurs eller nedgradering til under et vist niveau), der medfører ophævelse af alle udestående kontrakter med samtlige modparter.

ditregler for tildeling af lines er et led i en mere generel vurdering af lines for statens swapmodparter, der fortsætter i 2007.

Statens swapportefølge i 2006

Ultimo 2006 udgjorde den samlede hovedstol på statens swapportefølge 157,8 mia.kr., jf. tabel 8.3.1. Staten indgik krone- og eurorenteswaps for en samlet hovedstolsværdi på 17,9 mia.kr. i 2006. I forbindelse med genudlån til Danmarks Skibskredit A/S indgik staten valutaswaps for 2,4 mia.kr. Staten benytter alene plain vanilla rente- og valutaswaps i risikostyringen, men har i porteføljen tre gamle strukturerede swaps, der alle udløber i 2007.

Markedsværdi af swapporteføljen

Markedsværdien af statens swaps ændrer sig i takt med ændringer i renterne og valutakurserne. Markedsværdien, og dermed også krediteksponeringen, stiger eksempelvis, når den lange rente falder, da staten modtager lang rente i de indgåede renteswaps. Markedsværdien af statens portefølge af valutaswaps påvirkes primært af USD-valutaswaps. Markedsværdien stiger, når dollaren svækkes, idet staten netto betaler dollars i de indgåede valutaswaps. Staten har en større portefølge af EUR-valutaswaps. Som følge af fastkurspolitikken svinger markedsværdien på disse swaps meget lidt.

Markedsværdien af statens swapportefølge faldt med 6 mia.kr. i 1. halvår 2006 hovedsageligt på baggrund af stigende renter. I 2. halvår steg markedsværdien med 2 mia.kr., hvorved markedsværdien endte på 3,7 mia.kr., jf. tabel 8.3.2. Markedsværdien kan svinge meget fra år til år og afhænger især af renteutviklingen, da renteswaps udgør størstedelen af porteføljen.

STATENS SWAPPORTEFØLJE, 2004-06, ULTIMO			Tabel 8.3.1
	2004	2005	2006
Antal modparter	26	25	24
Antal swaps	329	351	396
	Hovedstol, mia.kr.		
Renteswaps, danske kroner	59,7	61,5	75,1
Renteswaps, andre valutaer	47,4	58,6	61,6
Valutaswaps, DKK-EUR og EUR-DKK	16,2	16,9	14,2
Valutaswaps, DKK-USD ¹	0,5	2,7	4,9
Valutaswaps, andre	14,8	8,8	1,8
Strukturerede swaps	0,2	0,2	0,2
Hovedstol i alt	138,8	148,7	157,8

¹ I forbindelse med genudlån til Danmarks Skibskredit A/S.

SWAPPORTEFØLJENS MARKEDSVÆRDI (NETTO), 2003-06, ULTIMO

Tabel 8.3.2

Mia.kr.	2003	2004	2005	2006
Renteswaps	6,4	9,9	9,8	3,5
Valutaswaps	-4,2	-3,9	-2,1	0,2
Strukturerede swaps	0,1	0,0	-0,0	-0,0
I alt	2,3	5,9	7,7	3,7

Anm.: Swapporteføljens markedsværdi på nettobasis angiver summen af de enkelte swaps markedsværdier.

Krediteksponering på swapporteføljen

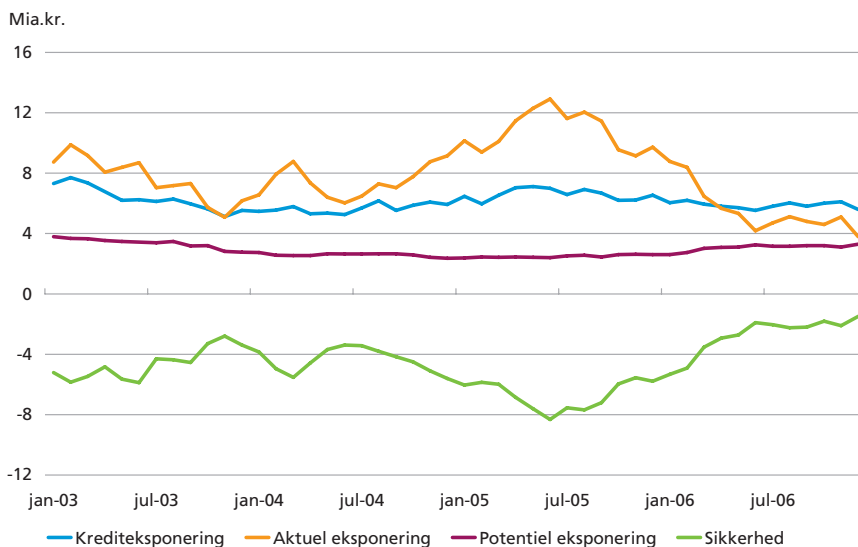
Krediteksponeringen på swapporteføljen opgøres under hensyntagen til porteføljens aktuelle markedsværdi, værdien af indlagt sikkerhed og et tillæg (potentiel eksponering), der tager højde for fremtidige, mulige udsving i markedsværdien.

Krediteksponeringen på swapporteføljen er i 2006 faldet med 0,9 mia.kr. til 5,6 mia.kr. Det skyldes et fald i den aktuelle eksponering (positive markedsværdi) på 5,9 mia.kr.¹, der delvist blev modsvaret af et fald i sikkerhedsstillelsen på 4,3 mia.kr. og en stigning i den potentielle eksponering på 0,7 mia.kr. Risikoen forbundet med de store bevægelser i den aktuelle eksponering begrænses i kraft af statens aftaler om sikkerhedsstillelse, jf. figur 8.3.1. Statens krediteksponering har således ligget stort set konstant omkring 6 mia.kr. de sidste fire år.

Aftaler om sikkerhedsstillelse (CSA-aftaler) med statens modparter blev etableret i slutningen af 1990'erne, og i dag er 99 pct. af statens

KREDITEKSPONERINGEN PÅ STATENS SWAPPORTEFØLJE

Figur 8.3.1



¹ Den aktuelle eksponering svarer ikke til markedsværdien af statens swapportefølj, idet der i markedsværdien er korrigeret for negative markedsværdier på tværs af modparter.

SWAPPORTEFØLJENS DÆKNING AF SIKKERHEDSAFTALER FORDELT PÅ RATING, ULTIMO 2006

Tabel 8.3.3

Rating	Antal modparter	Hovedstol, mia.kr.	Pct. med sikkerhedsaftale	Kredit-eksponering, mia.kr.
AAA	5	38,2	97	1,3
AA	8	46,0	99	2,0
AA-	6	67,5	100	2,0
A+	1	4,1	100	0,2
A	3	1,9	97	0,1
A-	1	0,2	0	0,0
I alt	24	157,8	99	5,6

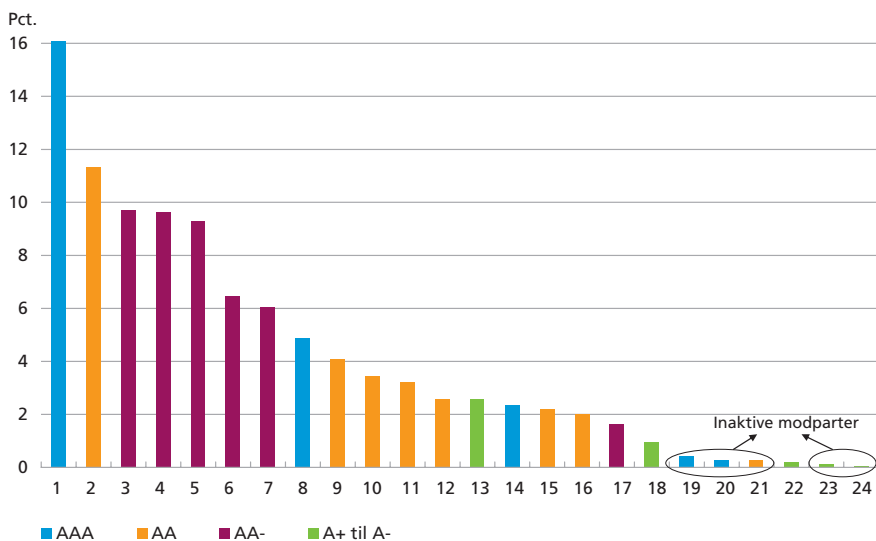
samlede swapportefølge målt ved hovedstolene omfattet af en CSA-aftale, jf. tabel 8.3.3. Andelen af swapporteføljen uden sikkerhedsaftale falder løbende i takt med, at gamle swaps med modparter uden sikkerhedsaftale udløber. Der er tale om mindre beløb, og den sidste swap uden tilknyttet sikkerhedsaftale udløber i 2009.

Spredning og rating på statens swapmodparter

Staten søger at minimere risikoen for tab ved at anvende mange modparter. Indgåelse af swaps med en bred vifte af modparter er endvidere med til at sikre bedre priser. Staten havde ultimo 2006 udestående swaps med 24 modparter, hvoraf fem ikke længere benyttes på grund af fravær af sikkerhedsaftaler. Statens swaps er bredt fordelt på de resterende 19 modparter, jf. figur 8.3.2. En enkelt modpart har en lidt højere

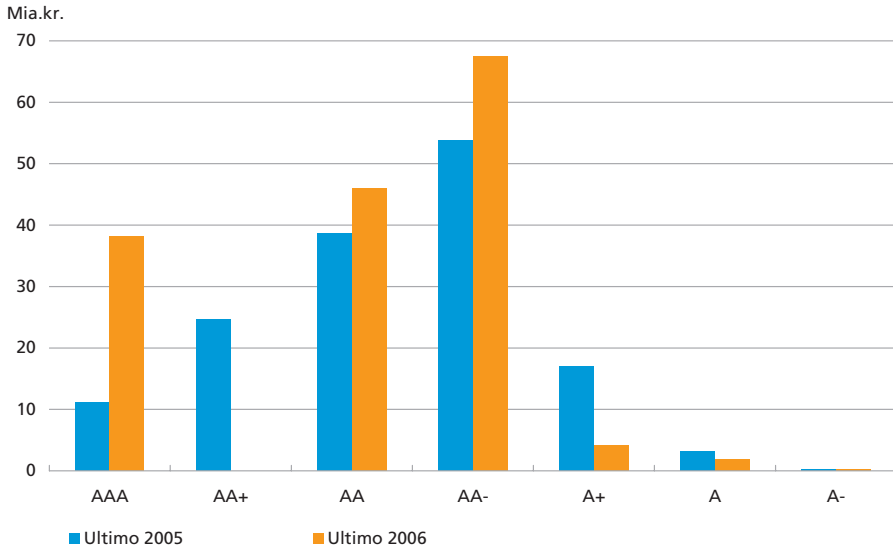
MARKEDSANDELE OG RATINGS PÅ STATENS 24 SWAPMODPARTER

Figur 8.3.2



SWAPPORTEFØLJENS HOVEDSTOLE FORDELT PÅ MODPARTERS RATINGS

Figur 8.3.3



markedsandel end de øvrige modparter, hvilket skal ses i relation til modpartens høje kreditværdighed. De 12 mest benyttede modparter har en rating på AA- eller højere.

Der har generelt været opgraderinger af statens modparter i 2006, hvormed kreditkvaliteten af statens swapportefølje er forbedret, jf. figur 8.3.3. Syv modparter er blevet opgraderet, mens to modparter er blevet nedgraderet af enten Fitch, Moody's eller Standard & Poor's. I fire tilfælde gav opgraderingerne anledning til forhøjelse af swaplines og tærskelværdier. Nedgraderingerne vedrører to tyske landesbanker, hvoraf den ene blev nedgraderet to gange, og den anden blev nedgraderet én gang. Nedgraderingerne havde ikke betydning for staten, da statens swaps med bankerne stadig er omfattet af statsgarantier, svarende til en triple-A rating. Staten indgår ikke nye swaps med bankerne på grund af fravær af CSA-aftale.

OPERATIONEL RISIKO

8.4

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

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

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. Endvidere anvendes udelukkende standardiserede og velkendte finansielle instrumenter, og juridiske risici minimeres ved udelukkende at benytte standardiserede kontrakter.

Der er udarbejdet klare forretningsgange for de enkelte arbejdsopgaver, og alle forretningsgange vedligeholdes løbende og godkendes herefter af ansvarshavende chef. Statsgældsforvaltningens forretningsgange er baseret på elektronisk gennemsyn og godkendelse.

Specialkapitler

KAPITEL 9

Styring af statens renterisiko

I de senere år er der sket en betydelig udvikling af risikostyring inden for statsgældsforvaltningen både internationalt og i Danmark. Udviklingen af Cost-at-Risk (CaR) modeller begyndte i Danmark for ca. 10 år siden og mange lande har siden udviklet egne CaR-modeller til at beskrive afvejning mellem omkostninger og risici.

Den danske CaR-model har udviklet sig fra at omfatte den indenlandske gæld til at omfatte hele statsgælden. Renterisikoen på statsgælden styres i dag på konsolideret basis, dvs. statsgældens aktiver og passiver indgår samlet i risikoanalysen.

CaR-modeller giver en systematisk tilgang til kvantificering af trade-off'et mellem omkostninger og risici. CaR-modeller kan dog ikke give svaret på den optimale statsgældspolitik, da de bygger på en række forsimplede antagelser om den fremtidige udvikling, bl.a. budgetoverskud, gældssammensætning og renteudvikling. Specielt modelleringen af renteudviklingen har central betydning for modellens afvejning af omkostninger og risici. Derfor har fokus i de senere år været på forbedring af Statsgældsforvaltningens rentemodel.

STRATEGISK BENCHMARK FOR RENTERISIKO

9.1

Den overordnede målsætning for Statsgældsforvaltningen er at opnå lavest mulige, langsigtede låneomkostninger under hensyntagen til et acceptabelt risikoniveau. Det er derfor centralt at tilrettelægge statsgældspolitikken med en passende afvejning mellem omkostninger og risici. Den altovervejende risikofaktor på den danske statsgæld er renterisikoen, dvs. risikoen for højere renteomkostninger som følge af renteudviklingen.

Varigheden er den centrale strategiske benchmark i styringen af statens renterisiko. Hvert år i december fastlægges et bånd for statsgældens varighed det efterfølgende år. Beslutningen er baseret på en langsigtet analyse af udviklingen i statsgældens renteomkostninger, statsgældens årlige renteeksponering (rentefixing) samt trade-off'et mellem omkostninger og risici baseret på CaR-modellen. Analyserne suppleres med stresstest af fremtidige budgetoverskud og skift i rentekurven. Statsgældsforvaltningen har mandat til at styre varigheden inden for et

fastlagt bånd, der i de senere år har ligget på 3 år $\pm$ 0,5 år. Der følges op på varighedsudviklingen på de kvartalsvise møder med Finansministeriet.

Risikostyring på konsolideret basis

Statsgælden opgøres som den nominelle værdi af indenlandsk og udenlandsk gæld fratrullet aktiverne i de statslige fonde samt indeståendet på statens konto i Nationalbanken. Statsgælden opgøres eksklusive aktiverne i forbindelse med genudlån.

I risikostyringen anvendes periodiserede renteomkostninger svarende til det omkostningsbegreb, der anvendes i statsregnskabet. Der tages højde for statens aktiver i forbindelse med genudlån. Det skyldes, at statens "reelle" renteomkostninger ikke øges ved genudlån, da modtageren af genudlånet betaler renteudgifterne til staten.

Risikoen på statens gæld styres i dag på konsolideret basis, dvs. både aktiverne og passiverne i statsgælden indgår i risikoanalysen. Risikostyring på konsolideret basis indebærer, at staten kan reducere den samlede renterisiko ved enten at øge varigheden på statens passiver eller nedbringe varigheden på statens aktiver. Fx vil et øget indestående på statens konto reducere følsomheden på de samlede omkostninger over for en stigning i de korte renter.

Afgrænsning af risikostyring

I Danmark ser Statsgældsforvaltningen udelukkende på omkostninger og risici forbundet med statsgældsporteføljen. Statens samlede budget og dermed gæld er imidlertid også eksponeret over for renteomkostninger, der ikke styres af Statsgældsforvaltningen. Fx har staten en betydelig renterisiko i forbindelse med finansieringen af den almene boligsektor. Staten følger imidlertid et overordnet princip om, at renterisikoen på disse områder ligger på linje med renterisikoen på statsgælden.

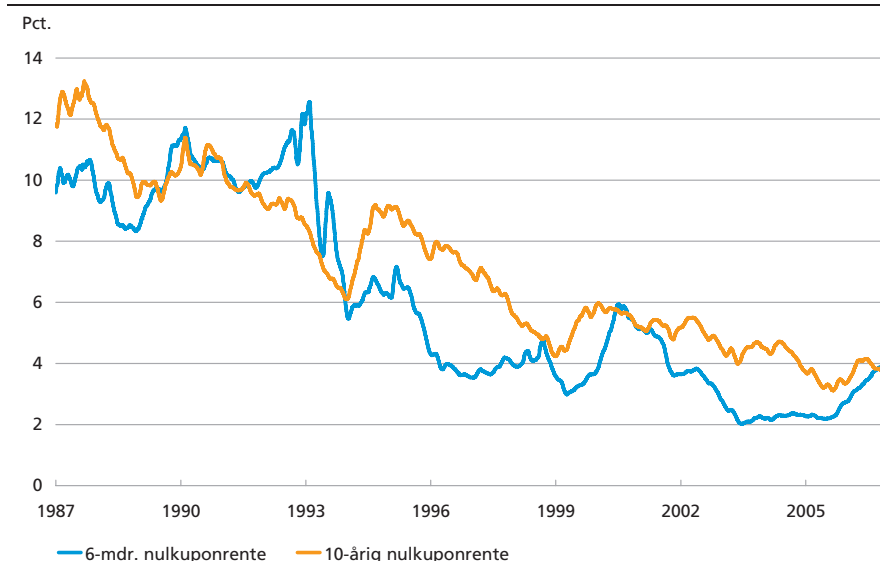
AFVEJNING AF OMKOSTNINGER OG RISICI

9.2

Gældsporteføljens renteomkostninger og renterisici hænger tæt sammen med, hvor hurtigt renteændringer slår igennem på omkostningerne. Normalt gælder, at der er et trade-off mellem renteomkostninger og renterisici, således at staten typisk kan reducere de forventede renteomkostninger ved at påtage sig en højere renterisiko. Trade-off'et mellem omkostninger og risici skyldes, at rentekurven normalt har en positiv hældning, dvs. låntagning i obligationer med kort løbetid er billigere end låntagning i obligationer med lang løbetid, jf. figur 9.2.1. Der har historisk været perioder, hvor sammenhængen ikke har været gældende. Omkring 1993 var rentekurven i en længere periode inverteret som

STATSLIGE NULKUPONRENTER

Figur 9.2.1



Anm.: 30 dages glidende gennemsnit.

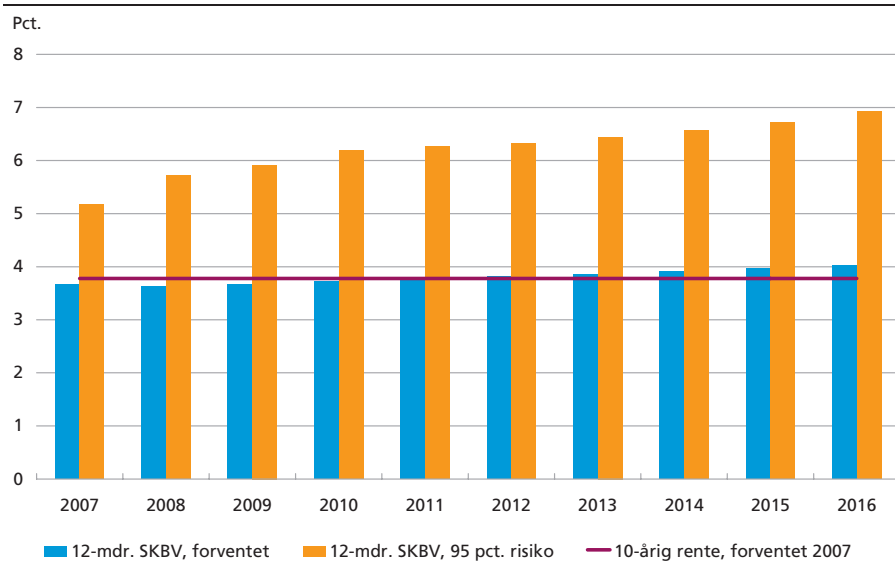
følge af, at de korte renter steg betydeligt i forbindelse med uroen på valutamarkedene. I begyndelsen af 2007 var rentekurven flad, hvorved der ikke var en væsentlig besparelse ved kort frem for lang låntagning.

Risikoen forbundet med låntagning i obligationer med kort løbetid er højere end i obligationer med lang løbetid. Det skyldes, dels at udsving i de korte renter er større end for lange renter, dels at obligationer med kort løbetid skal refinansieres oftere til ukendte, fremtidige renter. Eksempelvis er renten på 12-mdr. skatkammerbeviser typisk lavere end renten på 10-årige statsobligationer. Set over en 10-årig periode er det dog ikke sikkert, at man opnår en besparelse ved låntagning i skatkammerbeviser. Den faste 10-årige rente i dag skal sammenlignes med den gennemsnitlige rente på skatkammerbeviser de kommende 10 år. Selv om der er en forventet gevinst over 10 år ved at finansiere sig i skatkammerbeviser, er der en risiko for, at finansieringen bliver væsentligt dyrere.

Figur 9.2.2 er baseret på renteinput fra Statsgældsforvaltningens rentemodell estimeret i slutningen af 2006. I eksemplet er der kun en lille forventet besparelse på et par basispoint ved at finansiere gælden med skatkammerbeviser frem for 10-årige statsobligationer. Det skyldes, at den 10-årige rente kun var en smule højere end den korte rente, og at rentemodellen fremskrev en stigning i den korte rente. Den forventede besparelse skal sammenholdes med, at der er 5 pct. sandsynlighed for, at de årlige renteomkostninger bliver mindst 2,5 procentpoint højere med

FORVENTET RENTE OG RENTERISIKO

Figur 9.2.2



Kilde: Baseret på Statsgældsforvaltningens rentemodell, november 2006.

kort frem for lang låntagning. Den finansieringsstrategi, man vælger i dag, afhænger derfor både af forventningerne til og usikkerheden på den fremtidige renteudvikling.

Adskillelse af udstedelsesstrategi og risikostyring

Det er principielt muligt at styre statens renterisiko via udstedelsesstrategien og opkøbspolitikken. Fx kunne renterisikoen reduceres ved at købe op i korte obligationer og udstede i lange obligationer. I Danmark er udstedelsesstrategien adskilt fra styringen af statsgældens varighed gennem indgåelse af renteswaps. Fordelen ved denne adskillelse er, at udstedelsesstrategien kan rettes mod opbygning af likvide statsobligationer i de centrale løbetidssegmenter, hvor staten har en komparativ fordel. Derved opnår staten en billigere låntagning. Statens opkøbsstrategi er rettet mod at understøtte opbygningen af likvide benchmarkobligationer samt hensynet om at udjævne statens afdragsprofil.

Renterisikoen styres inden for et varighedsbånd for statsgældsporteføljen via indgåelse af renteswaps. Der indgås som regel renteswap, hvor staten modtager en 10-årig swaprente og betaler en 6-mdr. Cibor-rente. En 10-årig renteswap transformerer dermed et 10-årigt statsobligationslån til et kort lån med rentetilpasning hvert halve år. Renteswaps reducerer de forventede renteomkostninger, men er forbundet med højere renterisiko. Det er typisk billigere at kombinere 10-årige udstedelser med renteswaps frem for at udstede skatkammerbeviser direkte, jf. boks 9.1.

KOMPARATIV FORDEL VED UDSTEDELSE OG INDGÅELSE AF RENTESWAPS

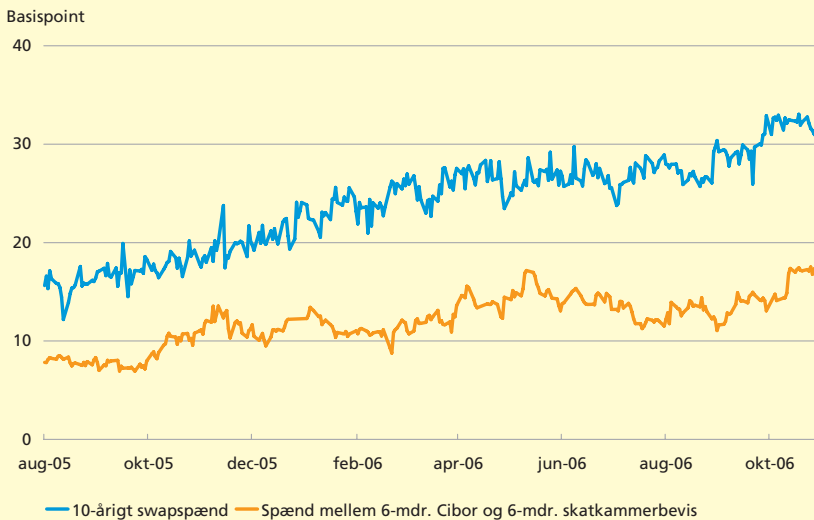
Boks 9.1

Staten kan opnå en besparelse ved at udstede 10-årige statsobligationer og indgå 10-årige renteswaps i stedet for at låne direkte i skatkammerbeviser, uden at renterisikoen på statsgælden ændres. Udstedelse af en 10-årig statsobligation kombineret med en 10-årig renteswap giver anledning til følgende omkostninger:

Staten modtager 10-årig swaprente
 Staten betaler 10-årig obligationsrente
 Staten betaler 6-mdr. Cibor
 = Staten betaler 6-mdr. Cibor minus 10-årigt swapspænd

I stedet for at betale en 6-mdr. skatkammerbevisrente kan staten betale en 6-mdr. Cibor minus det 10-årige swapspænd. Der er derfor en umiddelbar "besparelse" ved at udstede langt og swappe, hvis det 10-årige swapspænd er større end forskellen mellem 6-mdr. Cibor og 6-mdr. skatkammerbevisrenten. I 2006 var besparelsen knap 15 basispoint, jf. nedenstående figur. Det skal dog understreges, at "besparelsen" er et øjebliksbillede ved indgåelsen af swappen, som kan ændres i løbet af swappens løbetid.

10-ÅRIGT SWAPSPÆND OG SPÆND MELLEM 6-MDR. CIBOR OG 6-MDR. SKATKAMMERBEVIS



Kilde: Bloomberg og MTSDenmark.

Ved indgåelse af swaps påtager staten sig en kreditrisiko. Risikoen vurderes dog at være meget begrænset som følge af statens regler for kreditstyring, jf. kapitel 8. Staten har ikke haft tab som følge af kreditrisiko på sine swapmodparter.

OPGØRELSE AF RENTEEKSPONERING

9.3

Der findes en række mål for statens renteeksponering. Fælles for eksponeringsmålene er, at de beskriver statens rentefølsomhed over for renteændringer. For at finde statens renterisiko skal der desuden tages hensyn til sandsynligheden for renteændringer. Forventninger til den fremtidige renteudvikling og risikoen er således afgørende for, hvordan afvejningen mellem omkostninger og risici vurderes i dag.

Varighed

Den centrale strategiske benchmark for statens renterisiko er varigheden på statsgælden inklusive genudlån. Varigheden er et udtryk for den gennemsnitlige rentebindingstid på gældsporteføljen og derfor et summarisk mål for afvejningen mellem omkostninger og risici. En gældsportefølge med høj varighed består hovedsageligt af lange statsobligationer, der er forbundet med lave risici og højere forventede renteomkostninger. Hvis usikkerheden på den fremtidige renteudvikling stiger, vil en uændret varighed indebære en højere renterisiko. Den absolute risiko afhænger desuden af gældens størrelse.

Rentefixing

Gældsporteføljens varighed indeholder ikke information om den absolute størrelse eller tidsmæssige spredning på statens renteeksponering.

RENTEFIXING

Boks 9.2

Rentefixingen opgøres som den del af gælden, der fastsættes ny rente på i et givet år. Rentefixingen beregnes på konsolideret basis som:

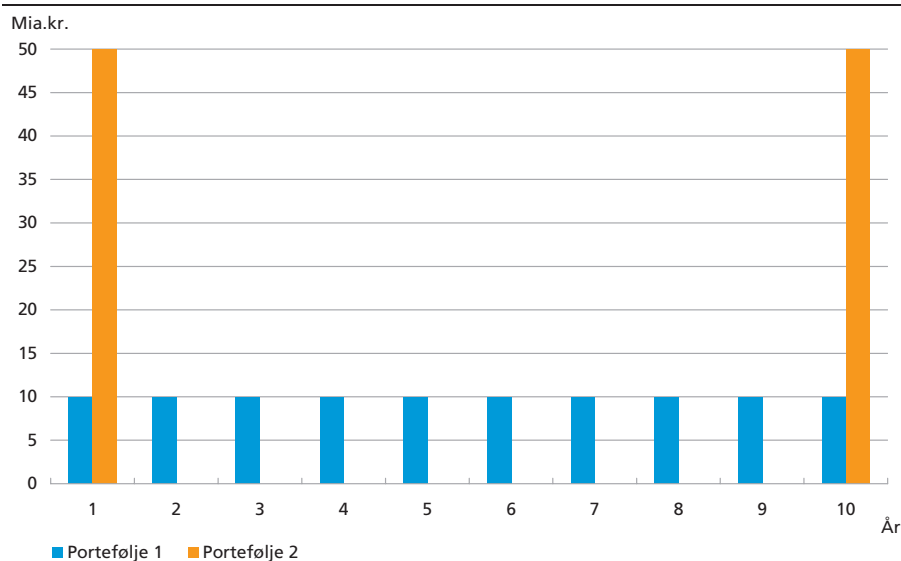
- Renteswaps, beholdning primo året
- + salg af skatkammerbeviser
- + salg af statsobligationer (ekskl. genudlån)
- statens konto ultimo året

Hovedparten af rentefixingen udgøres af renteswaps og skatkammerbeviser. Dermed er staten primært eksponeret over for ændringer i den korte ende af rentekurven. Indeståendet på statens konto reducerer risikoen forbundet med udsving i de korte renter. Rentefixingen tager ikke højde for, at der potentielt fastsættes ny rente flere gange årligt, og at indeståendet på statens konto varierer gennem året.

Staten er eksponeret over for ændringer i den lange ende af rentekurven via obligationsudstedelse. Indgåelse af renteswaps i forbindelse med obligationsudstedelse har kun betydning for rentefixingen i de efterfølgende år. Hvis der i et år udstedes for 10 mia.kr. 10-årige statsobligationer og indgås for 5 mia.kr. 10-årige renteswaps, stiger rentefixingen med 10 mia.kr. i det pågældende år og 5 mia.kr. i de efterfølgende 9 år.

ÅRLIG REFIXING AF GÆLDSPORTEFØLJE PÅ 100 MIA.KR.

Figur 9.3.1



Derfor suppleres målet med rentefixingen, jf. boks 9.2. Rentefixingen er den del af gælden, der fastsættes ny rente på i et givet år. Rentefixingen betyder, at en stigning på 1 procentpoint i renteniveauet vil medføre, at renteomkostningerne på statens gæld korigeret for genudlån stiger med omtrent 1 pct. af rentefixingen.

Staten spreder renteeksponeringen på flere år for at undgå at skulle refixe en stor del af gælden i et enkelt år, hvor renterne kan være særligt høje. Figur 9.3.1 viser to lige store porteføljer med stort set samme varighed. I portefølje 1 er refixingen spredt jævnt over 10 år med 10 mia.kr. i hvert år. I portefølje 2 er refixingen 50 mia.kr. koncentreret i 2 år. Statens låntagning og opkøb tilrettelægges mod at udjævne statens afdragsprofil, hvorved man opnår en nogenlunde konstant rentefixing (portefølje 1).

MODELLER TIL RISIKOSTYRING

9.4

Det er vanskeligt at opstille præcise mål for hvilket trade-off mellem omkostninger og risici, staten er villig til at acceptere. Afvejning af omkostninger og risici afhænger af en lang række faktorer, der ikke kan stilles op på en simpel formel. Udviklingen af CaR-modeller giver et væsentligt bidrag til at kvantificere afvejningen af omkostninger og risici for forskellige strategier, men man bør være opmærksom på modellerens begrænsning. CaR-modellen er en forsimpning af virkeligheden, og

resultaterne bygger på en række antagelser om fremtidig låntagning og renteutvikling. Derfor træffes valg omkring statens strategi ikke alene ud fra modellens resultater.

Kompleksiteten i CaR-modeller bør være tilstrækkelig stor til at beskrive de væsentligste risici på statsgælden. Omvendt bør CaR-modeller ikke være mere indviklet, end at resultaterne kan forklares. Hovedformålet med opbygningen af CaR-modeller er netop at præsentere valget mellem omkostninger og risici på en klar og letforståelig måde for beslutningstagerne.

SCENARIO-MODELLEN OG CAR-MODELLEN

9.5

Det er ikke muligt på forhånd at fastlægge en strategi for sammensætningen af statens gæld, der minimerer de faktiske renteomkostninger, fordi fremtidige renter ikke kendes i dag. Fastlæggelsen af strategien for statsgælden foretages på baggrund af en afvejning af omkostninger og risici ved forskellige strategier. Før risikoen analyseres i CaR-modellen, er det nødvendigt at opstille et basisscenario for fremtidige udstedelser og opkøb, der sikrer en sammenhæng med de forventede fremtidige finansieringsbehov. Herefter analyseres risikoen i CaR-modellen ved at beregne de fremtidige renteomkostninger for forskellige rentescenarier.

Statsgældsforvaltningen har igennem de seneste 10 år arbejdet med at udvikle CaR-modellen. CaR-modellen blev i de første år alene benyttet i forbindelse med styringen af renterisikoen på den indenlandske gæld og til fastlæggelse af lånestrategi. Modellen er løbende udviklet til at omfatte udenlandsk gæld og aktiverne i statsgælden, således at afvejningen mellem omkostninger og risici i dag modelleres på konsolideret basis.

I takt med det faldende finansieringsbehov blev variationsmulighederne i udstedelsespolitikken begrænset. CaR-modellen benyttes i dag i højere grad til at fastlægge valg af varighed frem for analyser vedrørende udstedelsesstrategi. For at beregne statens fremtidige renteomkostninger er det nødvendigt at have et skøn over gældens udvikling, gældens sammensætning og fremtidige renter.

Tidshorisont

Den danske CaR-model har en tidshorisont på 10 år. Det afspejler, at statens strategi fastlægges på mellemlangt sigt. Derudover er det længste udstedelsespapir 10-årigt, og der benyttes 10-årige renteswaps i forbindelse med styringen af varigheden. En længere tidshorisont er ikke valgt, da skøn for renter, gældsudvikling og gældssammensætning bliver for usikre.

Gældens udvikling

De fremtidige renteomkostninger afhænger af udviklingen i statens budgetbalance. I CaR-modellen indlægges et grundscenarior for budgetbalancen de kommende år. Scenariet tager udgangspunkt i skøn fra *Økonomisk Redegørelse*. For længere tidshorisonter er fremskrivningen usikker. Statens budgetbalance afhænger bl.a. af den konjunkturmæssige udvikling og udviklingen i de finansielle markeder. Derfor tages udgangspunkt i den strukturelle budgetbalance, dvs. budgetbalancen renset for midlertidige udsving.

Gældens sammensætning

Gældens sammensætning afhænger af den eksisterende gældsportefølje samt den fremtidige udstedelses-, opkøbs- og swapstrategi. I perioder med større ændringer i statens gæld er det nødvendigt løbende at tilpasse strategien. I scenario-modellen fastlægges en udstedelses- og opkøbsstrategi, der er konsistent med forventningen til fremtidige lånebehov.

Udstedelsesstrategien fastlægges ud fra et ønske om at opbygge nye statsobligationer til en størrelse, der sikrer likviditet og dermed lave låneomkostninger. I lyset af det lave lånebehov er de fremtidige udstedelser i scenario-modellen koncentreret i 10-årige papirer, der opbygges til ca. 50 mia.kr. over 2 år.

Opkøbsstrategien fastlægges i scenario-modellen ud fra at sikre, at udstedelsespapirerne opnår den ønskede størrelse. Opkøbene foretages ud fra et hensyn om at udjævne statens afdragsprofil. En jævn afdragsprofil betyder, at gælden afdrages nogenlunde ligeligt, hvilket reducerer risikoen for, at en stor del af statens gæld skal refinansieres i år med særligt høje renter.

Swapstrategien er afgørende for porteføljens varighed. I scenario-modellen styres varigheden alene ved mængden af renteswaps. Hvis varigheden ønskes ændret fra 3 til 2,5 år, vil det indebære, at der indgås flere renteswaps. Udstedelses- og opkøbsstrategien holdes som udgangspunkt uændret. I takt med at gælden falder, øges følsomheden på gældsporteføljens varighed. Det betyder, at der skal indgås færre renteswaps for at ændre varigheden på statsgælden. Det er således forbundet med mindre risiko at ændre statens varighed i takt med, at gælden falder.

Renteinput

Renteinputtet er centralt for afvejningen af omkostninger og risici. Statsgældsforvaltningen har gennem de seneste år benyttet en 2-faktor Cox-Ingersoll-Ross (CIR) rentemodell, jf. *Statens Låntagning og Gæld*

2005, kapitel 10. Rentemodellen estimeres på baggrund af de historiske rentekurver siden 1987. Rentemodellens fremskrivning af renter tager udgangspunkt i renteniveauet i dag, og renterne vil overordnet set udvikle sig inden for samme "bånd" som i den historiske periode.

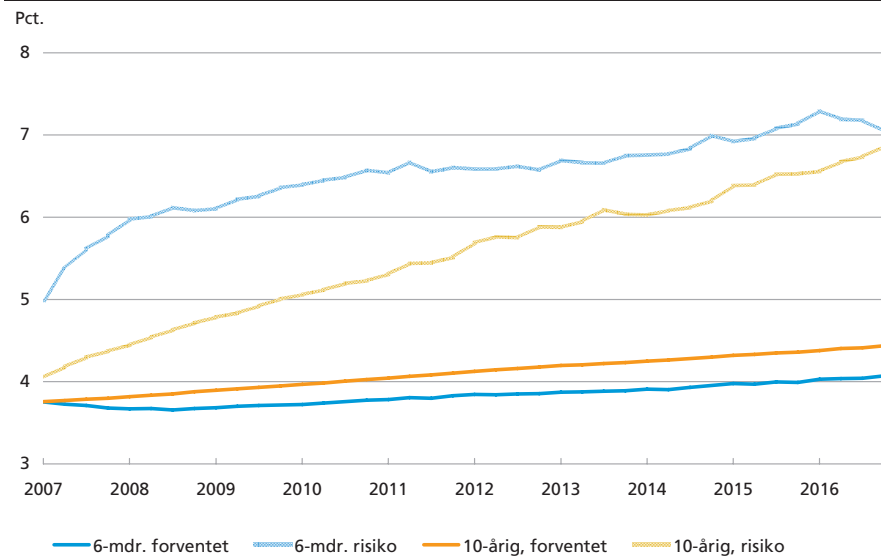
To centrale forhold kendetegner den nuværende rentemodel. For det første vil fremskrivningen af niveauet for de forventede renter gå mod det historiske gennemsnit. Det historiske gennemsnit for renterne de seneste 20 år har ligget omkring 6 pct. For det andet er tilpasningen til det langsigtede renteniveau langsom. Det afspejler, at renterne er faldet gradvist igennem stort set hele den historiske periode, dvs. tilpasningen mod det langsigtede niveau er træg.

For alle rentemodeller gælder, at de er eksponeret over for strukturelle brud, dvs. det forhold, at renteudviklingen i fortiden ikke nødvendigvis giver det bedste bud på renteudviklingen i fremtiden. I Danmark er de nominelle renter faldet fra omkring 10 pct. i slutningen af 1980'erne til omkring 4 pct. siden år 2000. En del af rentefaldet skyldes lavere inflation, og at troværdigheden omkring den danske fastkurspolitik er steget.

Strukturelle skift modelleres ikke direkte i rentemodellen, men kun indirekte via rentekurvens form i dag. Fx indebærer den flade rentekurve i dag, at den korte rente kun stiger langsomt i fremskrivningen, jf. figur 9.5.1. Historisk har den korte rente været væsentligt højere end i

FREMSKRIVNING AF 6-MDR. RENTE OG 10-ÅRIG RENTE, FORVENTET OG 95 PCT. RISIKO

Figur 9.5.1



Anm.: Baseret på Statsgældsforvaltningens rentemodel, november 2006. Forventet renteudvikling er gennemsnittet af de 2.500 rentescenarier. Risikoen for rentestigninger er 95 pct. fraktilen i de 2.500 rentescenarier.

dag, og der har været perioder med store, uforudsete stigninger. Det afspejles i rentemodellens fremskrivninger, hvor risikoen for en hurtig stigning i de korte renter er højere end risikoen for stigninger i den lange rente. På længere sigt er risikobilledet mere ens for korte og lange renter, da der historisk har været en forholdsvis tæt korrelation.

CAR-RESULTATER

9.6

Renteinputtet har afgørende betydning for CaR-modellens afvejning af omkostninger og risici. Derfor har fokus i de senere år især været på implementering og udvikling af rentemodeller. Det gennemsnitlige rentescenario har betydning for beregningen af de forventede renteomkostninger, mens usikkerheden (volatiliteten) på den fremtidige renteudvikling bestemmer risikoen for stigende renteomkostninger.

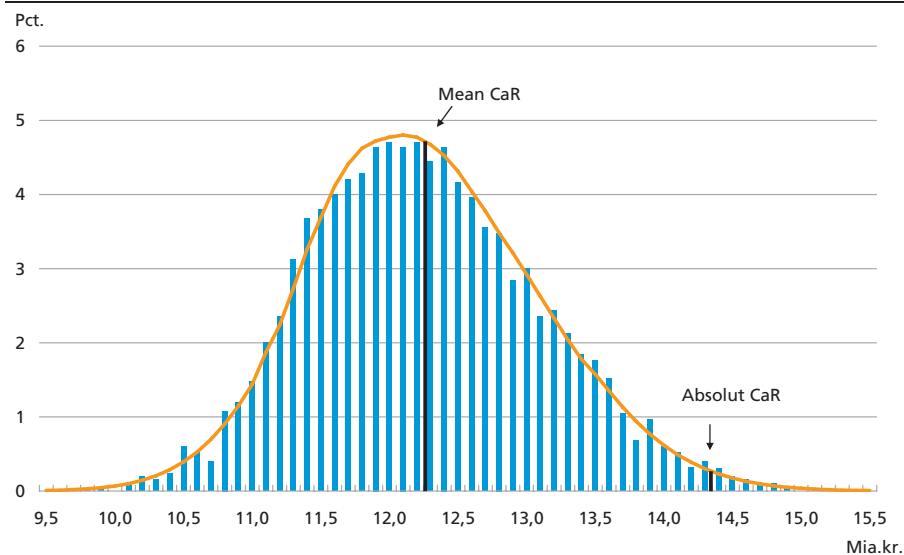
Når udviklingen i gælden, udstedelses-, opkøbs- og swapstrategien er fastlagt, kan de fremtidige renteudgifter beregnes for forskellige rentescenarier. I CaR-modellen benyttes 2.500 forskellige rentescenarier. Resultaterne samles i to hovedtal, der beregnes for hvert år:

- *Mean CaR*: forventede renteomkostninger
- *Absolut CaR*: maksimale renteomkostninger med 95 pct. sandsynlighed.

Risikoen på statens renteomkostninger beskrives med absolut CaR. Der er valgt en sandsynlighedsgrænse på 95 pct. Tallet beskriver, hvor store renteomkostninger kan blive, hvis man ser bort fra de værst tænkelige

FORDELING AF RENTEOMKOSTNINGER, 2007

Figur 9.6.1



tilfælde. De mere ekstreme tilfælde kan beskrives ved at vælge en højere sandsynlighedsgrænse eller gennem stresstest. Fordelingen af renteomkostninger for 2007 er vist i figur 9.6.1.

Omkostninger og risici beregnes for forskellige valg af varighed. Ændringer i varigheden analyseres ved at justere mængden af indgåede renteswaps. CaR-modellen beregner effekten på renteomkostningerne og renterisikoen de kommende 10 år, jf. figur 8.1.4, kapitel 8. Beslutninger om statens valg af varighed foretages ud fra en samlet vurdering af udviklingen i gældens størrelse, rentefixingen og trade-off'et mellem omkostninger og risici analyseret i CaR-modellen.

KAPITEL 10

Erfaringer med faldende statsgæld

Statsgælden er faldet fra ca. 55 pct. af BNP i 1997 til 20 pct. af BNP i 2006. En faldende statsgæld har, dels samfundsøkonomiske konsekvenser i form af lavere renteomkostninger og dermed højere budgetoverskud, dels markeds-mæssige implikationer på grund af ændringer i sammensætningen og udbuddet af instrumenter på det finansielle marked.

I de kommende år er der udsigt til overskud på statens budget, men på længere sigt er der usikkerhed omkring betydningen af længere levetid og den stigende andel af ældre, der trækker i retning af lavere offentlige indtægter og øgede udgifter. Selv om statsgælden forsvinder i en periode, kan der på et senere tidspunkt opstå lånebehov.

En række lande har erfaringer med faldende statsgæld eller gældsafvikling. Mange lande har valgt at fortsætte udstedelsen af statsobligationer, selv om der ikke har været et lånebehov. Det indebærer, at statsgælden nedbringes ved at opbygge aktiver i stedet for at nedbringe passiver. Nogle lande vurderer, at eksistensen af et statsobligationsmarked er nødvendig for at opretholde et velfungerende indenlandsk kapitalmarked. Andre lande har valgt at placere de løbende budgetoverskud i fonde for at øge statens budgetdisciplin og imødegå fremtidige udgiftsstigninger.

TILPASNINGER I DEN DANSKE STATSGÆLDSPOLITIK

10.1

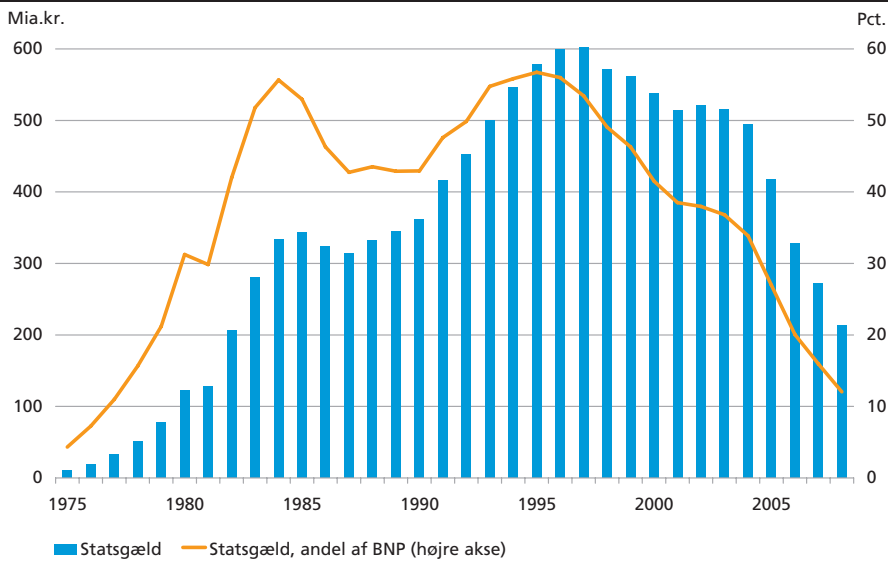
Siden 1997 har der stort set hvert år været overskud på statens budget, og statsgælden er faldet fra ca. 600 mia.kr. til ca. 330 mia.kr. i 2006, jf. figur 10.1.1. Faldet i statsgælden har været særligt kraftigt de seneste 2 år. Det afspejler, at væksten har været høj, og ledigheden lav. Derudover har der været store indtægter fra pensionsafkastskatten og Nordsø-aktiviteterne som følge af udviklingen på de finansielle markeder og de høje oliepriser.

Statsgældspolitikken er løbende blevet tilpasset for at sikre Statsgældsforvaltningens overordnede målsætninger om at:

- dække statens finansieringsbehov til lavest mulige, langsigtede låneomkostninger under hensyntagen til et acceptabelt risikoniveau
- understøtte et velfungerende indenlandsk kapitalmarked
- lette statens adgang til kapitalmarkederne på længere sigt.

STATSGÆLDEN, 1975-2008

Figur 10.1.1



Anm.: Skøn for 2007 og 2008 bygger på *Budgetoversigt 3*, december 2006. Statsgælden er opgjort inkl. DSPs aktiver fra 1. januar 1982.

Statsgælden udgøres af indenlandsk og udenlandsk gæld fratrullet aktiverne i de statslige fonde, der administreres af Statsgældsforvaltningen, og indeståendet på statens konto i Nationalbanken. Faldet i statsgælden afspejler primært en reduktion af den indenlandske gæld, jf. tabel 10.1.1.

Statsgældspolitikken er løbende blevet justeret for at understøtte likviditeten i statspapirerne. For få år siden omfattede statens udstedelser skatkammerbeviser, 2-, 5- og 10-årige indenlandske statsobligationer samt 5-årige eurolån. Udsigten til fortsatte overskud på statens budget gav i 2006 anledning til, at udstedelsesstrategien blev fokuseret mod udstedelse i det 10-årige indenlandske statspapir.

STATSGÆLDEN

Tabel 10.1.1

Mia.kr.	Ultimo 1997	Ultimo 2006
Indenlandsk gæld	674	454
Udenlandsk gæld	104	80
Passiver i alt	777	534
Statslige fonde ¹	-147	-135
Statens konto i Nationalbanken ²	-29	-71
Aktiver i alt	-176	-206
Samlet statsgæld	601	328

¹ Den Sociale Pensionsfond, Højteknologifonden og Finansieringsfonden.

² For 2006 er statens konto opgjort i henhold til Danmarks Nationalbanks månedsbalance.

STATSGÆLDSPOLITIK I LYSET AF FALDENDE GÆLD

10.2

En faldende statsgæld har, dels samfundsøkonomiske konsekvenser i form af lavere renteomkostninger og dermed højere budgetoverskud, dels markedsmæssige implikationer på grund af ændringer i sammensætningen og udbuddet af instrumenter på det finansielle marked.

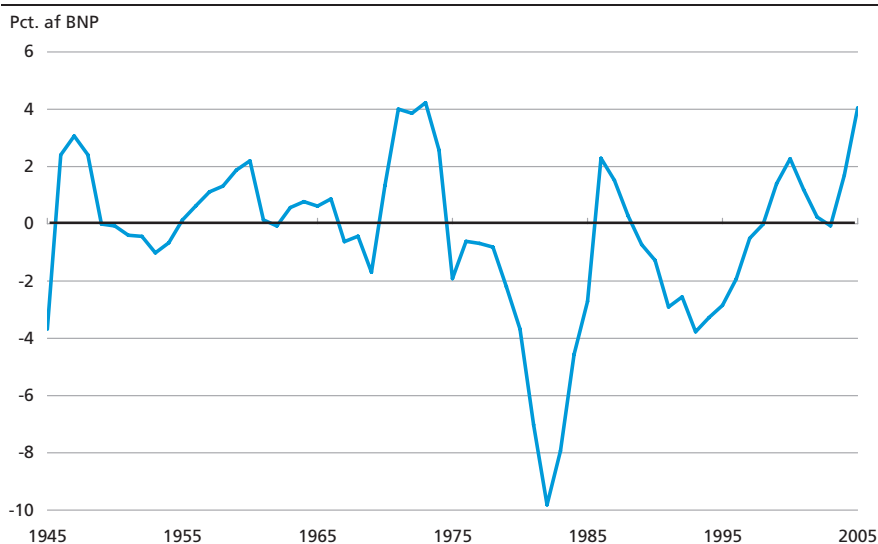
I de kommende år er der udsigt til fortsatte overskud på statens budget, men på længere sigt er der usikkerhed omkring betydningen af længere levetid og den stigende andel af ældre, der trækker i retning af lavere offentlige indtægter og øgede udgifter. Selv om statsgælden forsvinder i en periode, kan der på et senere tidspunkt opstå lånebehov. Fra 2015-20 peger flere analyser på, at de nuværende budgetoverskud vendes til underskud under forudsætning af, at finanspolitikken holdes uændret.¹

På kortere sigt afhænger gældsudviklingen bl.a. af konjunkturudviklingen, som der generelt er stor usikkerhed om. Statens budget er i de senere år blevet mere følsomt over for udsving i fx oliepriser og de finansielle markeder. Derudover har timing og størrelse af indtægter fra salg af statsejede virksomheder betydning for statens budget.

Historisk har der været længere perioder med budgetoverskud og budgetunderskud, jf. figur 10.2.1. Udsvingene skyldes ikke alene kon-

OFFENTLIG BUDGETBALANCE, 1945-2005

Figur 10.2.1



Kilde: Kim Abildgren, Estimates of the Danish General Government Budget Balance and the Cyclical Budget Volatility 1875-2005, *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, Vol. 144, No. 3, 2006, s. 287-303.

¹ Langsigtet økonomisk fremskrivning 2006 – med vurdering af velfærdsreformen, DREAM, november 2006 på www.dreammodel.dk og Fremtidens velfærd – vores valg, Velfærdskommissionens slutrapport, januar 2006 på www.velfaerd.dk.

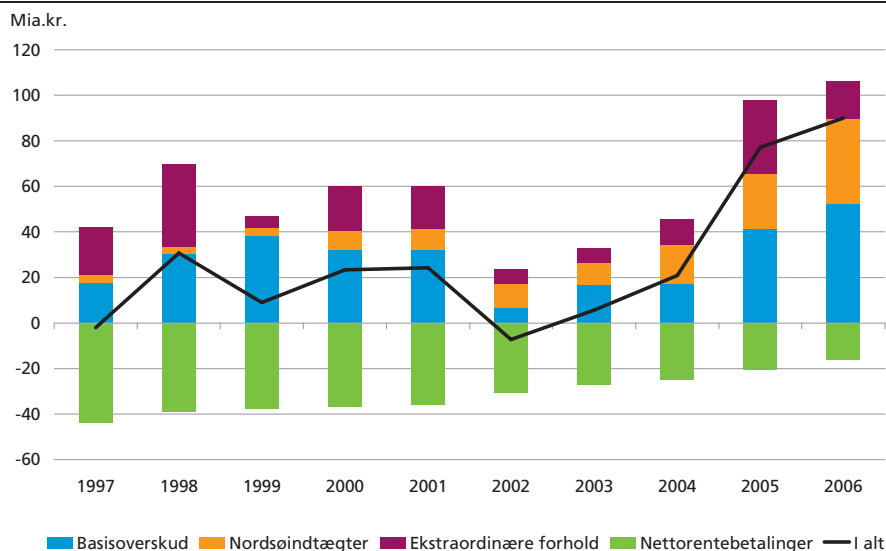
junkturforhold. Strukturelle ændringer har stor betydning, fx steg gælden bl.a. som følge af udbygningen af den offentlige sektor i 1970'erne og 1980'erne.

Den finanspolitiske styring fokuserer i dag på den strukturelle saldo, dvs. overskuddet korrigeret for konjunkturelle forhold, indtægter fra Nordsøaktiviteterne, ekstraordinære forhold og nettorentebetalinger, jf. *Økonomisk Redegørelse*, december 2006.

Figur 10.2.2 viser en dekomponering af faldet i statsgælden. Basisoverskuddet beregnes som faldet i statsgælden korrigeret for indtægter fra Nordsøaktiviteterne, ekstraordinære forhold og nettorentebetalinger. Basisoverskuddet svinger i takt med konjunkturelle forhold, men har i gennemsnit været ca. 30 mia.kr., svarende til et solidt strukturelt budgetoverskud. Omkring halvdelen af nedbringelsen af statens gæld siden 1997 har baggrund i indtægter fra Nordsøaktiviteterne og ekstraordinære forhold, der bl.a. omfatter salg af statslige virksomheder.¹ Det har bidraget til en reduktion i statens nettorentebetalinger, hvilket giver et positivt bidrag til statens budgetoverskud de kommende år.

DEKOMPONERING AF FALDET I STATSGÆLDEN

Figur 10.2.2



Anm.: Nordsøindtægter er skatter og afgifter fra olieudvinding (indeholder ikke indtægter via selskabsskat). Ekstraordinære forhold er "Engangsforbedringer og ekstraordinære forhold" eksklusive "Korrektion vedr. Nordsøindtægter". Basisoverskud er beregnet residualt.

Kilde: Statsregnskabet, *Budgetoversigt 3*, december 2006 og *Finanslovforslag 2007*.

¹ *Budgetoversigt 3*, december 2006, Bilag 1.

I det følgende analyseres mulige konsekvenser for statsgældspolitikken under forudsætning af to forløb af gældsudviklingen:

1. Statsgælden afvikles, hvorefter staten opbygger aktiver
2. Statsgælden nedbringes midlertidigt, hvorefter staten opbygger gæld.

1. Statsgælden afvikles, hvorefter staten opbygger aktiver

I det første forløb fortsætter statens budgetoverskud. Dermed afdrages statens gæld gradvist, og der vil reelt ikke være behov for at udstede statsobligationer. Fastholdes overskuddet på statens budget efter en afvikling af statsgælden, opbygger staten aktiver. Den nuværende målsætning, om at sikre lavest mulige låneomkostninger på statens gæld, kan dermed på sigt blive at sikre staten størst muligt afkast på statens aktiver.

Der kan være forhold, som taler for at placere en del af statens budgetoverskud i aktiver, før statens passiver er fuldt afdraget. Dermed nedbringes statens passiver ikke i samme tempo som den samlede statsgæld. I en situation med store budgetoverskud, fx som følge af store engangsindtægter, kan det være dyrt at købe en stor mængde statsobligationer op, specielt i en situation med et lavt udestående af statsobligationer. Stigningen i indeståendet på statens konto i de senere år kan bl.a. ses i lyset heraf.

I en situation med lav eller ingen gæld vil der fortsat være behov for styring af statens betalingsstrømme i løbet af året og mellem år. Det skyldes bl.a., at statens budgetoverskud svinger i takt med konjunkturcykler. I nogle perioder har staten behov for at placere budgetoverskud, og i andre perioder har staten behov for at finansiere budgetunderskud gennem låntagning, medmindre der er opbygget en tilstrækkelig stor og likvid aktivportefølje, som staten kan trække på.

2. Statsgælden nedbringes midlertidigt, hvorefter staten opbygger gæld

I det andet forløb er gældsnedbringelsen midlertidig. I en situation med midlertidige budgetoverskud kan det være en fordel at opretholde et udstedelsesprogram for at lette statens adgang til kapitalmarkedet på længere sigt. Fortsættelse af et udstedelsesprogram betyder, at staten primært vil nedbringe statsgælden gennem opbygning af aktiver. Styringen af statens omkostninger og risici foretages allerede i dag på konsolideret basis, dvs. statens passiver og aktiver betragtes under ét. En temporær opbygning af aktiver vil derfor ikke være forbundet med højere finansieringsomkostninger eller risici.

Stilles statens udstedelsesprogram helt i bero, kan der være omkostninger forbundet med at genindtræde på obligationsmarkedet. Reetableringsomkostninger kan stamme fra flere faktorer. For det første kan

markedet kræve en præmie som følge af usikkerhed om den forventede likviditet i de nye papirer. For det andet er der omkostninger ved genopbygning af market making- og primary dealer-ordninger, unøjagtig prisfastsættelse, genetablering af it-systemer i forbindelse med elektronisk handel, clearing og afvikling samt opbygning af markedskendskab blandt investorer mv. Det er svært at opgøre disse omkostninger med stor præcision.

ERFARINGER FRA ANDRE LANDE MED FALDENDE GÆLD

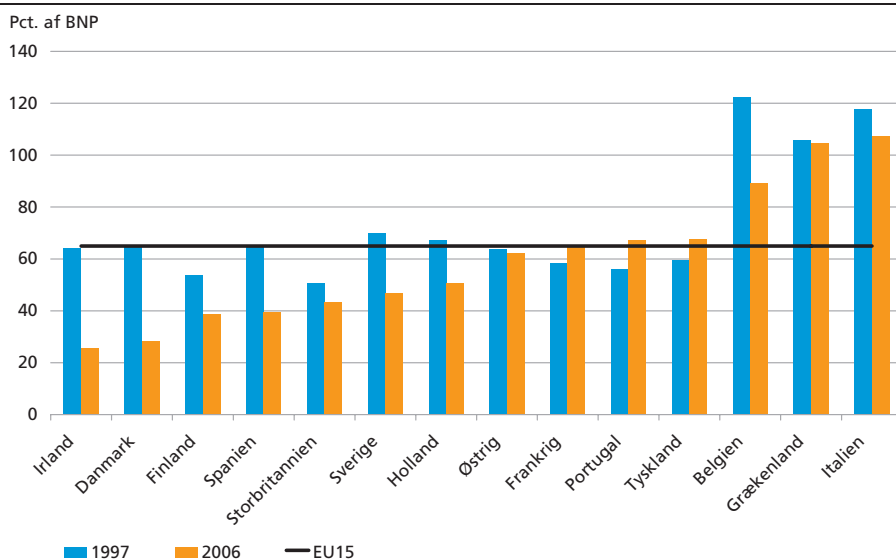
10.3

Gældsudviklingen i Danmark og Irland har i de seneste 10 år skilt sig ud fra udviklingen i de øvrige EU-lande. ØMU-gælden i de to lande faldt fra ca. 65 pct. af BNP i 1997 til ca. 25 pct. af BNP i 2006, jf. figur 10.3.1. Både den lave gæld og den hurtige ændring i gælden har betydet væsentlige ændringer i de to landes statsgældspolitik. For mindre lande kan der hurtigere opstå et behov for at justere udstedelsespolitikken, fordi den udestående mængde statsobligationer har en begrænset størrelse. Det er dermed sværere at opbygge store, likvide udstedelsespapirer.

Der er flere lande uden for Europa, der ligger på linje med eller er længere end Danmark i afviklingen af statens gæld. Fælles for landene er, at de, på trods af en meget lav eller ingen gæld, har valgt at fortsætte udstedelsen af statsobligationer.

ØMU-GÆLD I EU15-LANDE, 1997 OG 2006

Figur 10.3.1



Anm.: Eksklusive Luxembourg. I EU15-lande udgjorde gældens andel af BNP ca. 65 pct. i både 1997 og 2006.
Kilde: Europa-Kommissionens efterårsprognose 2006.

Der fremføres primært to argumenter for fortsat udstedelse af statsobligationer:

- Understøtte eller opbygge et velfungerende indenlandsk kapitalmarked
- Understøtte finanspolitisk disciplin og imødegå fremtidige udgifter.

Understøtte eller opbygge et velfungerende indenlandsk kapitalmarked

Statsobligationer har en rolle på de finansielle markeder som likviditets- og afdækningsinstrument. Endvidere bruges statsobligationer som underliggende aktiv i en række afledte instrumenter. For risikoaverse investorer er statsobligationer et vigtigt investeringsobjekt, og de anvendes også af centralbanker. Endelig bruges statsobligationer til at estimere en risikofri nul kuponrentekurve, der kan anvendes til prisfastsættelse af andre finansielle instrumenter.

Den samfundsmæssige fordel ved at fortsætte udstedelse af statsobligationer, trods en afvikling af statens gæld, afhænger af, hvor udviklet et lands finansielle system er, og i hvor høj grad der eksisterer substitutter. Et indenlandsk statsobligationsmarked er især vigtigt i lande, hvor det finansielle system er under opbygning, fx i udviklingslande. Der er imidlertid en række udviklede lande, der har valgt at fastholde eller opbygge et indenlandsk statsobligationsmarked, selv om landene ikke har statsgæld.

Australien har valgt at bibeholde et udstedelsesprogram, selv om statsgælden stort set er nul. Statsgældsforvaltningen lavede i 2002 en rapport i lyset af, at statsgælden var faldet fra ca. 20 pct. af BNP i 1995 til ca. 5 pct. af BNP i 2002.¹ Rapporten konkluderede, at finansieringsomkostningerne for den private sektor i Australien sandsynligvis ville være højere uden en likvid statskurve. Det afspejler, at det indenlandske finansielle marked blev vurderet ukomplet, bl.a. i relation til future markedet, hvorved den private sektors risikostyring ville blive dyrere. Derudover vurderede rapporten, at et mindre diversificeret marked ville gøre det finansielle system mere sårbart i perioder med ustabilitet.

Desuden har den australske statsgældsforvaltning siden 1998 holdt likvide aktiver i den australske centralbank som følge af, at der fortsat udstedes statsobligationer, selv om der ikke er et lånebehov. Aktiverne bliver benyttet til at understøtte statens cash management. I lyset af fortsatte budgetoverskud blev det i 2004 besluttet at placere en del af aktiverne i en fond (Future Fund) for at imødegå fremtidige pensionsforpligtelser.²

¹ Review of the Commonwealth Government Securities Market, 2002, er tilgængeligt på www.debtreview.treasury.gov.au.

² Debt management in a low debt environment: The Australian government's debt management framework, *Treasury Working Paper*, 2005-02.

Erfaringer fra andre lande, der har oplevet faldende gæld, vil blive anvendt i det fremadrettede arbejde med tilrettelæggelsen af statsgældspolitikken i Danmark. Hensigten er at skabe rammer, der sikrer et vel-fungerende indenlandsk kapitalmarked.

Understøtte finanspolitisk disciplin og imødegå fremtidige udgifter

Fastholdes overskud på statens budget efter en afvikling af statsgælden, opbygger staten aktiver. En række lande har valgt at opbygge fonde før afvikling af statsgælden. De overordnede argumenter herfor er, at midler placeret i en fond kan øge budgetdisciplinen og dermed bidrage til at sikre et holdbart budget på længere sigt, hvor de fleste lande har udsigt til øgede udgifter i takt med længere levetid og den stigende andel af ældre.

Irland oprettede i 2001 en pensionsfond (The National Pensions Reserve Fund) for at imødegå fremtidige pensionsforpligtelser og offentlige udgifter som følge af den demografiske udvikling. Midlerne i fonden kan først udbetales fra 2025. I forbindelse med oprettelsen af fonden udtalte finansministeren: "If we do nothing to anticipate this development now, the consequence will be either that taxes will have to rise dramatically to meet increased pension costs or else the value of pensions in real terms will have to be reduced."¹

Fonden fungerer på kommercielle vilkår, dvs. har en målsætning om størst muligt afkast under hensyntagen til risici. Den irske statsgældsforvaltning har ansvaret for fondens investeringer og risikostyring. Fondens kan investere i aktier, obligationer og reale aktiver, herunder ejendomme og råstoffer.

New Zealand har nedbragt nettogælden fra ca. 25 pct. af BNP i 1997 til at have en mindre beholdning af nettoaktiver i 2006. Det dækker henholdsvis over aktiver og passiver på ca. 20 pct. af BNP. I de kommende år forventer New Zealand fortsat budgetoverskud. Statsgældspolitikken er i 2006 ændret fra at have fokus på nedbringelse af statens passiver til at fastholde udeståendet af statsobligationer på 20 pct. af BNP. Den finansielle konsolidering sker i stedet ved at placere budgetoverskud i en aktivportefølje (New Zealand Superannuation Fund), primært for at imødegå fremtidige udgifter som følge af den stigende andel af ældre.²

Norge har nettoaktiver primært som følge af store indtægter fra olieudvinding. Statens aktiver er placeret i Statens Pensjonsfond. Formålet med fonden er at sikre budgetdisciplin i den offentlige udgiftsstyring og at imødegå forventede stigninger i pensionsudgifter. Finansministeriet

¹ www.nprf.ie.

² Budget 2006, Executive Summary, Maj 2006, www.treasury.govt.nz.

har ansvaret for forvaltningen af fonden og fastsætter retningslinjerne for placeringen af aktiverne. Fonden dækker over en udenlandsk portefølje, der administreres af Norges bank og en indenlandsk portefølje, der administreres af Folketrygdfondet. Aktiverne er investeret i både aktier og obligationer.¹

På trods af at Norge har statslige nettoaktiver, har Finansministeriet valgt fortsat at udstede både statsobligationer og skatkammerbeviser. Markedstransaktioner i forbindelse med salg af statspapirer er uddelegeret til Norges Bank, og der er etableret en primary dealer-ordning. Det samlede udestående i statsobligationer udgør knap 10 pct. af BNP.

¹ Folketrygdfondet: www.ftf.no, Norges Bank: www.norges-bank.no/kapitalforvaltning og Finansministeriet: www.dep.no/fin.

KAPITEL 11

Evaluering af statsgældspolitikken

Dette kapitel beskriver en foreløbig ramme for en intern evaluering af Statsgældsforvaltningens aktiviteter. Evaluering indebærer opfølgning på beslutninger, der er foretaget i forbindelse med forvaltning af statens gæld. Der foretages evaluering af varigheden i løbet af året og de gennemførte transaktioner i forbindelse med udstedelser, opkøb og renteswaps.

Renterisikoen styres i forhold til en strategisk benchmark for varigheden, som siden 2004 har været $3 \text{ år} \pm 0,5 \text{ år}$. Ved evaluering af varigheden vurderes den faktiske varighed i forhold til et alternativ, hvor der foretages renteswaps, så varigheden ville være i midtpunktet af båndet. Dermed kan værdien af at ligge højt eller lavt i båndet kvantificeres. I 2006 har varigheden i størstedelen af perioden ligget i den øvre del af båndet, hvilket har været en hensigtsmæssig beslutning set i lyset af markedsudviklingen. Analyserne suppleres med evaluering af varigheden i perioden 2004-06.

Evalueringen på transaktionsniveau viser, at udstedelser, opkøb og renteswaps i 2004-06 overordnet set er foretaget på hensigtsmæssige tidspunkter sammenlignet med en strategi, hvor transaktionerne spredes jævnt ud.

OVERORDNEDE PRINCIPPER FOR EVALUERING

11.1

Udgangspunktet for evaluering af beslutningerne inden for statsgældsområdet er den overordnede målsætning om at opnå lavest mulige, omkostninger under hensyntagen til risikoen. Målsætningen udmøntes bl.a. i en benchmark for renterisikostyringen i form af et mål for varigheden på statsgælden (strategisk benchmark). En præcis og eksplicit udformning af målsætningen er grundlaget for at foretage en mere systematisk evaluering. Dermed bliver det muligt at kvantificere konsekvenserne af de foretagne beslutninger.

Hidtil har Statsgældsforvaltningen løbende overvåget styringen af varigheden ved primært at foretage kvalitative vurderinger, jf. boks 11.1. Fremadrettet er det hensigten i øget omfang at supplere med en mere systematisk ramme til at evaluere beslutninger i Statsgældsforvaltningen. Systematisk evaluering giver mulighed for en mere konsi-

PRINCIPPER FOR EVALUERING INDEN FOR STATSGÆLDSOMRÅDET

Boks 11.1

Statsgældsforvaltere i det meste af verden har de seneste år haft fokus på at foretage evaluering. Blandt andet har forskellige metoder til at foretage evaluering været diskuteret i OECDs Working Party on Government Debt Management. Her er der opbygget en fælles referenceramme på området. I flere OECD-lande foretages evalueringen ud fra forskellige principper. Som udgangspunkt kan disse opdeles i følgende tre metoder:

Evaluering: Fokus er på en kvalitativ vurdering af de enkelte elementer i strategien. Vurderingen holdes på et relativt abstrakt plan, hvor der ikke foretages en egentlig sammenstilling af de opnåede resultater, og vurderingen bygger primært på en beskrivende fremstilling.

Performancemåling: Der foretages en konkret vurdering af de gennemførte transaktioner på baggrund af målbare kriterier. Metoden har primært fokus på kvantificering af årets dispositioner, og der er mindre fokus på konteksten for de gennemførte beslutninger. Dermed er der risiko for, at der bliver et ensidigt fokus på værdiskabelsen i de enkelte år.

Performanceevaluering: Kombination af de to ovenstående principper, dvs. der foretages en kvantitativ og kvalitativ vurdering af strategien. Dermed undgås, at der bliver for meget fokus på gevinsten ved enkelttransaktioner, og samtidig efterstræbes målbarhed af de opnåede resultater.

I vurderingen af den danske statsgældspolitik fokuseres på principperne bag performanceevaluering. Dvs. der opstilles en konkret og målbar reference på baggrund af hvilken, der foretages en kvantificering af resultaterne. Dette supplerer en mere kvalitativ vurdering af de opnåede resultater i perioden. Dermed er fokus på forklaring og belysning af beslutningernes konsekvenser. Vurderingen gennemføres af beslutninger, der er foretaget på tre niveauer:

- *Strategisk niveau:* De overordnede rammer for varighedsstyringen af statsgælden. Den mere systematiske evaluering vil fremover bidrage til at fastsætte den strategiske benchmark for varighed på statsgælden.
- *Taktisk niveau:* Styring inden for det fastlagte strategiske bånd, hvor der kan tages taktiske positioner. Evalueres ved at beregne værdien af at afvige fra midterværdien i den strategiske benchmark.
- *Operationelt niveau:* Indgåelsen af de konkrete transaktioner i forbindelse med udstedelser, opkøb og anvendelse af renteswaps. Evalueres ved at beregne værdien af timingen af Statsgældsforvaltningens transaktioner inden for måneden.

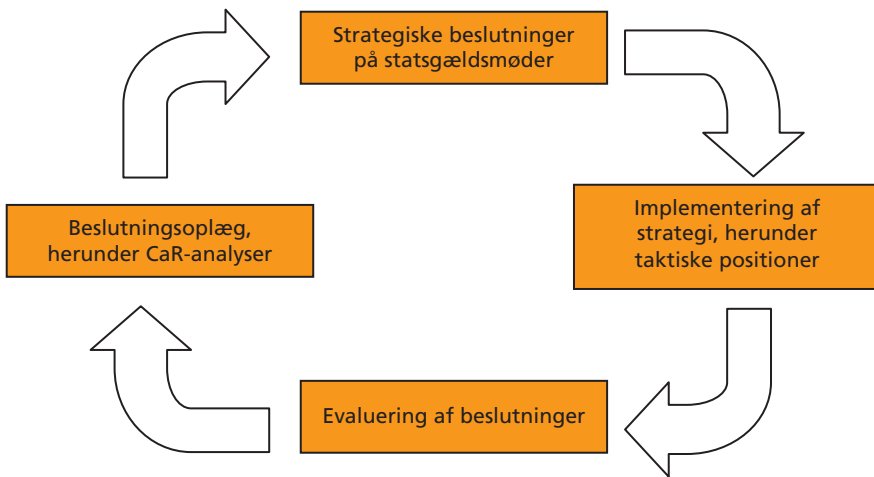
stent opfølgning på beslutninger, der er truffet omkring styring af statsgælden.

Evalueringen peger i ligeså høj grad fremad som tilbage, da den bagudskuende vurdering skal medvirke til at forbedre beslutningsgrundlaget for valget af varighed i de kommende år. Valget af varighed sker på baggrund af analyser af renterisikoen og afvejningen mellem omkostninger og risici bl.a. ved hjælp af CaR-modellen, jf. figur 11.1.1.

På baggrund af analyserne fastlægges en strategisk benchmark efter diskussion med Finansministeriet på statsgældsmødet i december. Den strategiske benchmark omfatter et midtpunkt for varigheden og et va-

SAMMENHÆNGEN MELLEM FREMADRETTEDE BESLUTNINGER OG EVALUERING

Figur 11.1.1



righedsbånd. I løbet af året kan Statsgældsforvaltningen tage taktiske positioner ved at afvige fra midtpunktet i varighedsbåndet. Den efterfølgende vurdering viser, om de taktiske positioner har været hensigtsmæssige.

Evaluering kan samtidig være med til at skabe et fundament til at forbedre valget af den strategiske benchmark, idet analyserne vil medvirke til at understøtte det fremadrettede valg af varighedsbåndet. Evaluering af den strategiske varighedsbeslutning vil naturligvis også omfatte en evaluering af CaR-modellen. I dette kapitel fokuseres der på de taktiske og operationelle beslutninger.

Evaluering af historiske beslutninger, som er truffet under usikkerhed omkring fx den fremtidige markedsudvikling, skal ske med varsomhed. Ved evalueringen skal der således tages hensyn til, at der var usikkerhed om udviklingen på tidspunktet, hvor en beslutning blev taget. Dertil kommer, at beslutningerne typisk har betydning, der rækker længere ud i fremtiden end blot et enkelt år. Det er derfor vigtigt at vise resultaterne over en længere periode.

Endvidere kan det være vanskeligt at vurdere om målsætninger, der er svære at kvantificere, er opfyldt. Fx kan det være vanskeligt at vurdere, om den sekundære målsætning om understøttelse af et velfungerende indenlandsk kapitalmarked er opnået. I det følgende evalueres på to områder: statsgældens risikostyring og statsgældens transaktioner.¹ Dette

¹ Udstedelser foretaget ved auktion evalueres ikke i dette afsnit, hvilket omfatter såvel skatkammerbevisauktioner og åbningsauktioner.

gøres ved, dels at vurdere betydningen af valget af varighed i risikostyringen på statsgælden, dels vurdere de vilkår som statens salg, opkøb og renteswaps er indgået på. Evalueringen foretages først for 2006 og udvides herefter til at omfatte perioden 2004-06.

EVALUERING AF VARIGHEDSSTYRINGEN I 2006

11.2

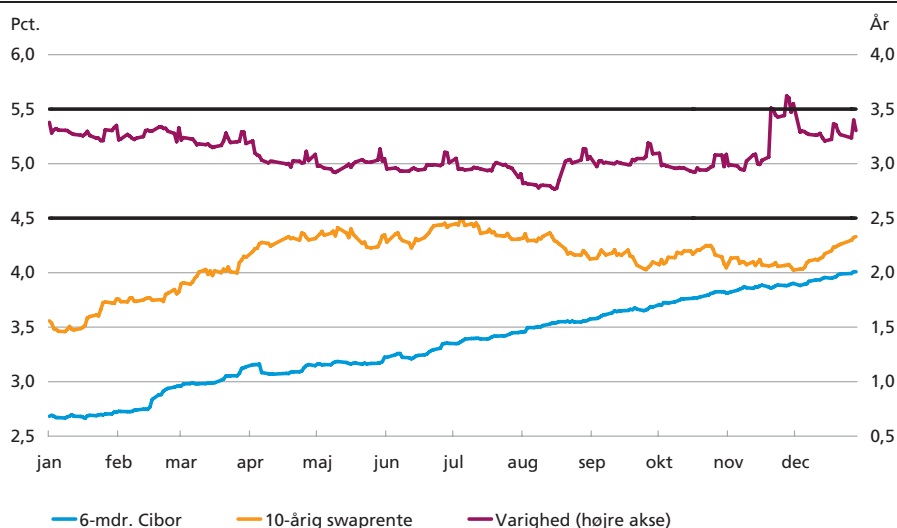
Varigheden på statsgælden styres inden for et bånd, der fastsættes ved statsgældsmødet i december. Dette bånd har i 2006 været 3 år $\pm$ 0,5 år. I 2006 har varigheden i begyndelsen og slutningen af året ligget over midtpunktet på 3 år, jf. figur 11.2.1. I første halvdel af året var det strategien at reducere varigheden og dermed have en varighed under midtpunktet, men i takt med en indsnævring af forskellen mellem de korte og lange renter, blev der taget en taktisk beslutning om at ligge i den øvre del af båndet i slutningen af året.

Evalueringen foretages ved at sammenligne værdien af den realiserede varighedsudvikling med to alternative udviklinger:

- *Metode 1:* Varigheden holdes konstant på midtpunktet i varighedsbåndet gennem hele perioden
- *Metode 2:* Den gennemsnitlige varighed for perioden svarer til midtpunktet i varighedsbåndet.

RENTER OG VARIGHED I 2006

Figur 11.2.1



Anm.: Varighedsbåndet var 3 år $\pm$ 0,5 år i 2006.

Kilde: Bloomberg og Danmarks Nationalbank.

METODER TIL EVALUERING AF VARIGHEDSSTYRING	Boks 11.2
Varighedsstyringen evalueres på baggrund af to metoder. Begge metoder viser værdien af at have afvejet fra midtpunktet i det strategiske varighedsbånd i perioden. 1. Varigheden fastholdes på midtpunktet i varighedsbåndet igennem hele perioden. Der indgås renteswaps hver måned for at opnå dette. Disse fiktive renteswaps kan være modsatrettede, så der både vil være swaps, hvor staten modtager og betaler fast rente. 2. Den gennemsnitlige varighed for perioden er midtpunktet i varighedsbåndet. De fiktive renteswaps, der sikrer en gennemsnitlig varighed på 3 år, fordeles ligeligt på hver måned i perioden. For begge metoder gælder, at indgåede renteswaps i den fiktive portefølje får betydning for varigheden i den efterfølgende periode. I beregningerne er anvendt følgende forudsætninger: • Der anvendes kun indenlandske 10-årige renteswaps med halvårlig rentetilpasning af det variable ben • Ingen transaktionsomkostninger • Alle swaps indgås den sidste handelsdag i hver måned. Markedsværdien af de fiktive swapporteføljer fremskrives på baggrund af den faktiske udvikling i markedsrenterne. Den samlede værdi af den fiktive swapportefølje opgøres som de realiserede akkumulerede rentebetalinger og markedsværdien af swapporteføljen ultimo perioden.	

De to alternative udviklinger opnås ved hjælp af indgåelse af renteswaps i en fiktiv portefølje, jf. boks 11.2. Fordelagtigheden af at ændre varigheden vurderes på baggrund af værdien af den fiktive swapportefølje.

Ved evaluering af den fiktive swapportefølje kan fordelagtigheden først opgøres efter kontraktens udløb, når renteudviklingen igennem hele swapkontraktens løbetid er kendt. Imidlertid kan værdien af porteføljen estimeres før udløb. Udviklingen i den variable rente (Cibor) siden indgåelse af renteswappen bestemmer den hidtidige realiserede værdi. Værdien af swappen i den resterende løbetid afhænger af den fremtidige, ukendte renteudvikling. For at inkludere denne effekt beregnes markedsværdien af renteswappen ultimo perioden. Markedsværdien beregnes på baggrund af rentekurven, som indeholder markedets forventninger til de fremtidige korte renter.

Det bør bemærkes, at de beregnede værdier ved de to metoder ikke ville være mulige at genskabe i praksis. Blandt andet er der ikke taget højde for transaktionsomkostninger, ligesom eventuel påvirkning af markedspriserne, der fremkommer ved at implementere metoderne, ikke medtages i beregningen.

Metode 1: Varighed på 3 år hver måned i 2006

For at fastholde en varighed på 3 år gennem hele 2006 skulle der (netto) være indgået ekstra renteswaps for 11,9 mia.kr.¹ Den samlede værdi af denne fiktive swapportefølje ville være ca. -0,9 mia.kr. ved udgangen af 2006. Det kan forklares ved to forhold. For det første er forskellen mellem 6-mdr. Cibor og 10-årige swaprenter i 2006 indsnævret markant fra et niveau omkring 100 til omkring 30 basispoint. For det andet er swaprenterne i slutningen af perioden steget til omtrent det højeste niveau i perioden, jf. figur 11.2.1, hvilket reducerer markedsværdien.

Metode 2: Gennemsnitlig varighed på 3 år i 2006

I 2006 var den gennemsnitlige varighed 3,13 år. Dermed skulle der i gennemsnit over hele året være indgået ekstra renteswaps for 10,9 mia.kr., eller 0,9 mia.kr. om måneden, for at reducere den gennemsnitlige varighed til 3 år. Værdien af denne fiktive swapportefølje ville ved udgangen af 2006 være ca. -100 mio.kr.

Sammenligning af resultater

Resultaterne viser, at det har været hensigtsmæssigt at ligge i den øvre del af båndet. Forskellen i værdien af de fiktive swapporteføljer kan forklares ved følgende forhold. Metode 1 tager udgangspunkt i væsentlig flere renteswaps, hvor der både betales og modtages 10-årige renter. Metoden forudsætter, at der i højere grad tages spekulative positioner mellem måneder.

Metode 2 tager udgangspunkt i, at den fiktive swapportefølje, der sikrer en gennemsnitlig varighed på 3 år, fordeles jævnt over perioden. Dermed indgås et færre antal renteswaps, hvor staten kun modtager 10-årige swaprenter, og der tages ikke højde for effekten af timing.

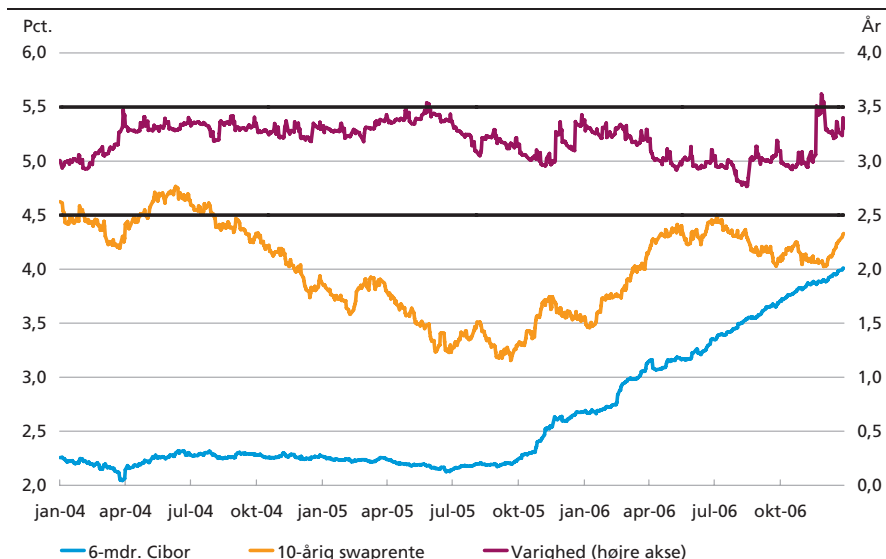
EVALUERING AF VARIGHEDSSTYRINGEN I 2004-06**11.3**

I det følgende anvendes de samme to metoder til at evaluere varighedsstyringen i perioden 2004-06. I de 3 år har den strategiske benchmark ligget konstant på 3 år $\pm$ 0,5 år, jf. figur 11.3.1. Den realiserede varighed har i de tre år primært været i den øvre del af båndet. Det afspejler, at der er taget en taktisk position om at være i den høje ende på baggrund af markedsforhold, herunder et lavt swapspænd, faldende markedsrenter og en rentekurve, som er blevet gradvis fladere.

¹ Det dækker over 47,5 mia.kr. i swaps, hvor staten modtager fast rente og 35,6 mia.kr. modsatrettede swaps.

RENTER OG VARIGHED, 2004-06

Figur 11.3.1



Anm.: Varighedsbåndet var 3 år $\pm$ 0,5 år i 2004-06.

Kilde: Bloomberg og Danmarks Nationalbank.

Metode 1: Varighed på 3 år i hver måned for perioden 2004-06

I perioden skulle der være indgået renteswaps for i alt 16 mia.kr. (netto) for at opnå en varighed på 3 år ultimo hver måned.¹ Udviklingen i værdien af den fiktive swapportefølge er primært påvirket af, at varigheden i starten af perioden lå højt. Dermed skulle der i starten af perioden være indgået en relativ stor mængde renteswaps, hvor der modtages 10-årige swaprente og betales variable 6-mdr. Cibor-renter for at reducere varigheden til 3 år. Da de 10-årige swaprente i 2004 var på et højt niveau, og da Cibor-renterne i perioden samtidig har været på et relativt lavt niveau, har den fiktive swapportefølge en værdi på ca. 0,9 mia.kr. ved udgangen af 2006.

Metode 2: Gennemsnitlig varighed på 3 år i hele perioden

Varigheden har i 2004-06 i gennemsnit været 3,2 år. For at reducere varigheden til 3 år skulle der indgås for 24 mia.kr. ekstra renteswap, svarende til 0,7 mia.kr. hver måned. Ved udgangen af 2006 er værdien af denne fiktive swapportefølge ca. -30 mio.kr.

¹ Dækker over 112,6 mia.kr. i swaps, hvor staten modtager fast rente, og 96,4 mia.kr. i modsatrettede swaps.

METODE TIL EVALUERING AF UDSTEDELSER, OPKØB OG RENTESWAPS

Boks 11.3

Evalueringen på baggrund af *månedssreferencen* tager udgangspunkt i de gennemsnitlige renter i hver måned. Månedsgennemsnittene sammenlignes med det vægtede gennemsnit af de effektive renter, som staten faktisk har indgået transaktioner til. På den baggrund beregnes for hver måned et spænd til månedssreferencen for udstedelse, opkøb og renteswaps. Spændet omregnes til en værdi i kroner. Månedssreferencen er et tænkt alternativ, som ikke nødvendigvis er muligt, da der skal tages hensyn til markedsforhold, jf. *Statens låntagning og gæld 2004*, kapitel 8.

Sammenligning af resultater

Forskellen mellem de to metoders resultater kan primært henføres til timingen af de indgåede swaps i de to fiktive porteføljer. Metode 1 ville medføre, at varighedstilpasningen primært ville foregå i starten af perioden, hvor der skulle indgås et stort antal swaps. I retrospekt var tidspunktet gunstigt for at indgå swaps, fordi de 10-årige swaprenter var på et højt niveau, og Cibor-renter var på et lavt niveau. Metode 2 implicerer derimod en ligelig spredning af renteswaps i de 3 år, og dermed skulle der indgås flere renteswaps i 2005 og 2006, hvor forholdene til at indgå renteswaps ikke var så gunstige som i 2004, jf. figur 11.3.1.

TAPUDSTEDELSER, OPKØB OG RENTESWAPTRANSAKTIONER I 2006 11.4

I dette afsnit evalueres statens løbende transaktioner i markedet. Transaktionerne sammenlignes med en reference, hvor transaktionerne i hver måned spredes jævnt ud på alle handelsdage i måneden. Dermed evalueres timingen af transaktionerne inden for måneden.

Når de faktiske transaktioner sammenlignes med referencen, er det muligt at vurdere, om Statsgældsforvaltningen har udstedt, opkøbt og indgået renteswaps på hensigtsmæssige dage. Metoden til evaluering af transaktionerne er beskrevet i boks 11.3.

Tapudstedelser

Staten har i 2006 udstedt i tre statsobligationer. I figur 11.4.1 er vist fordelingen af tapsalg på måneder for det primære udstedelsespapir, 4 pct. stående lån 2017, samt spændet til den gennemsnitlige rente i hver måned. Der er generelt udstedt til lavere renter end gennemsnitsrenterne.

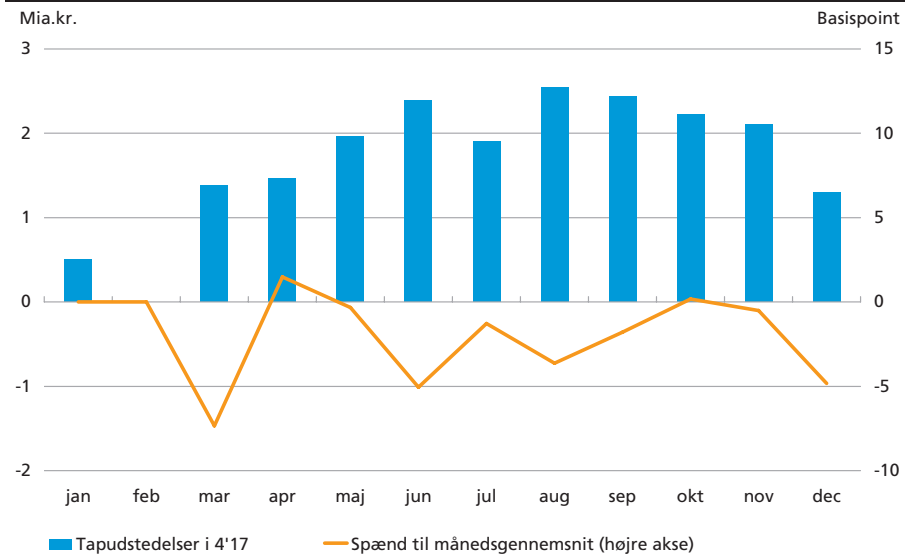
UDSTEDELSER I 2006 I FORHOLD TIL MÅNEDSREFERENCEN

Tabel 11.4.1

Mio.kr.	4'10	4'15	4'17	I alt
Samlede tapudstedelser	3.850	3.090	20.200	
Spænd til månedsgennemsnit (basispoint)	-0,4	-1,3	-2,2	
Værdi af spændet	0,7	3,4	38,4	42,5

**UDSTEDELSER OG SPÆND TIL MÅNEDLIGE GENNEMSNITSRENTER I 2006,
10-ÅRIGT SEGMENT**

Figur 11.4.1

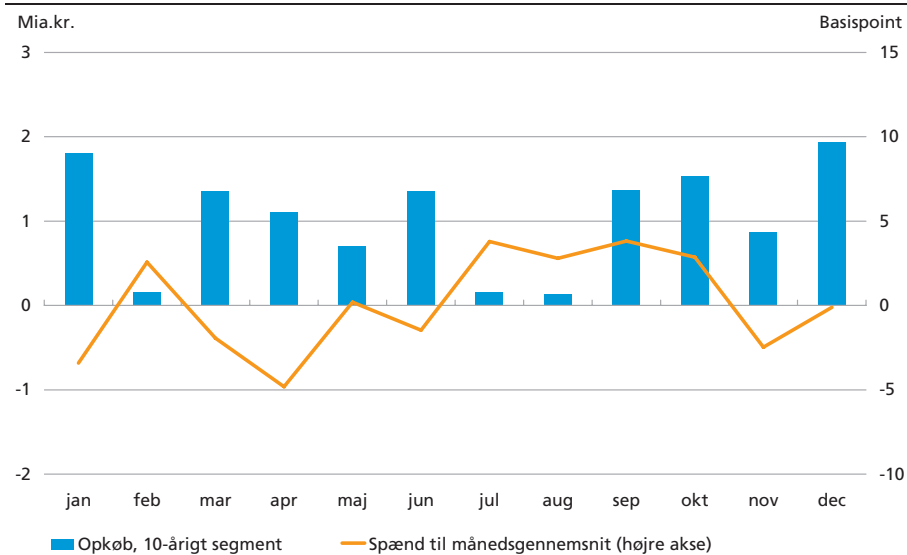


Kilde: MTSDenmark og Danmarks Nationalbank.

Værdien af at udstede på hensigtsmæssige dage er for alle udstedelser opgjort i tabel 11.4.1. Tabellen viser endvidere de gennemsnitlige spænd til månedsgennemsnittene. I alt kan værdien af de realiserede transaktioner i forhold til månedsreferencen opgøres til 43 mio.kr.

**OPKØB OG SPÆND TIL MÅNEDLIGE GENNEMSNITSRENTER I 2006,
10-ÅRIGT SEGMENT**

Figur 11.4.2

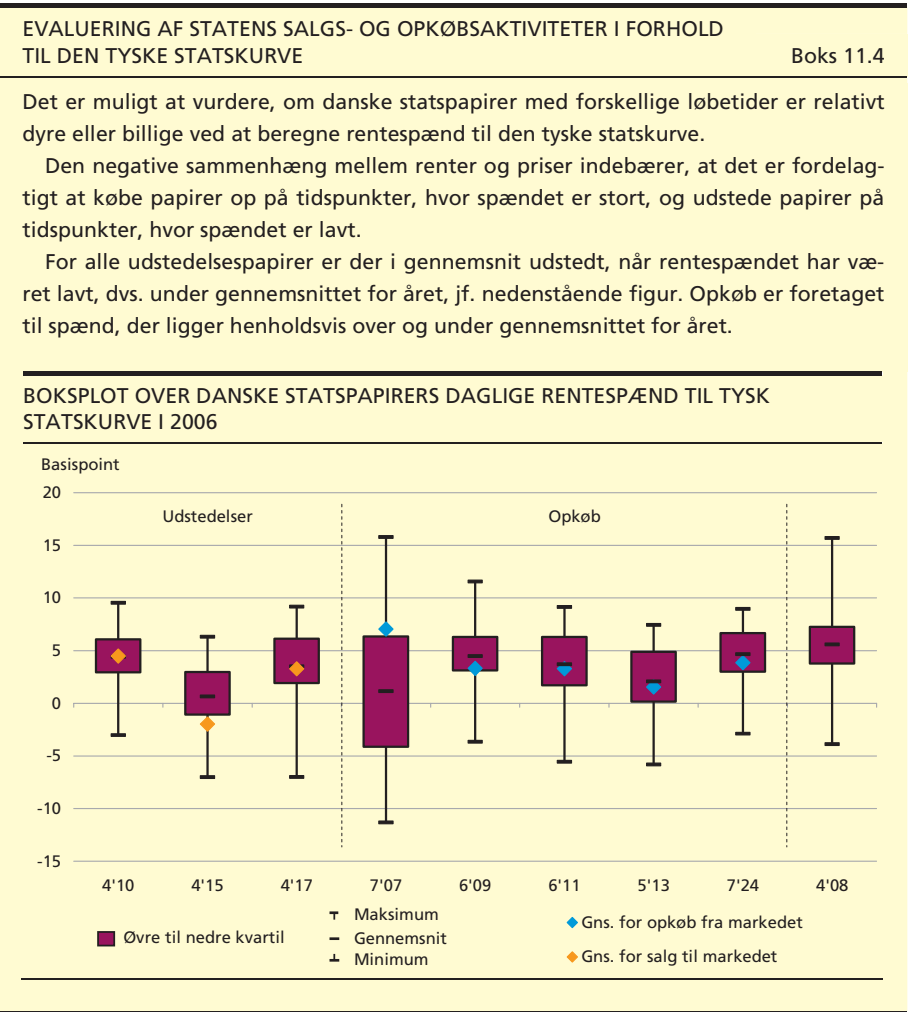


Kilde: MTSDenmark og Danmarks Nationalbank.

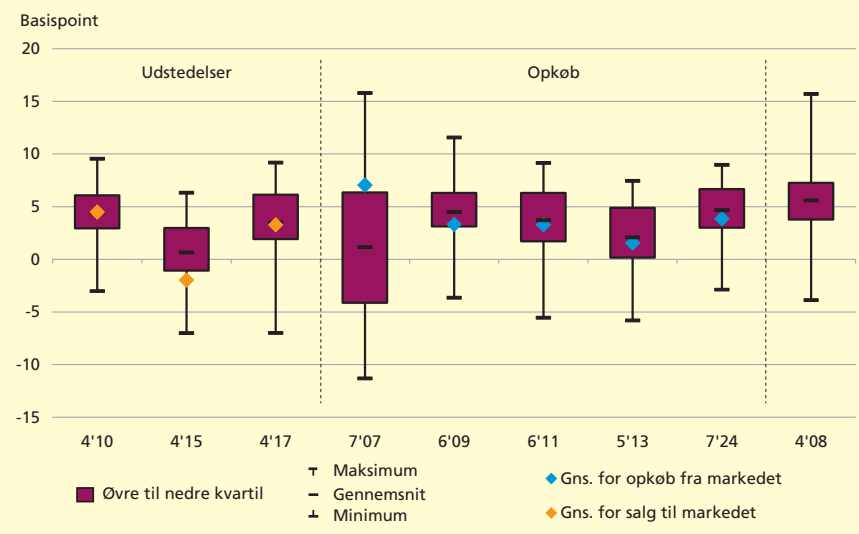
OPKØB I 2006 I FORHOLD TIL MÅNEDSREFERENCEN				Tabel 11.4.2
Mio.kr.	2-årige	5-årige	10-årige	I alt
Samlede opkøb fra markedet	6.440	4.960	12.500	
Spænd til månedsgennemsnit (basispoint)	3,1	3,4	-0,6	
Værdi af spændet	3,6	7,1	-7,9	2,7

Statens og de statslige fondes opkøb fra markedet

Opkøbene fra markedet i det 10-årige segment er vist i figur 11.4.2. Der har både været måneder med opkøb under og over gennemsnittet for månederne. Samlet set er der købt op på dage med lidt højere rente end gennemsnittet, og værdien heraf er opgjort til 3 mio.kr., jf. tabel 11.4.2.

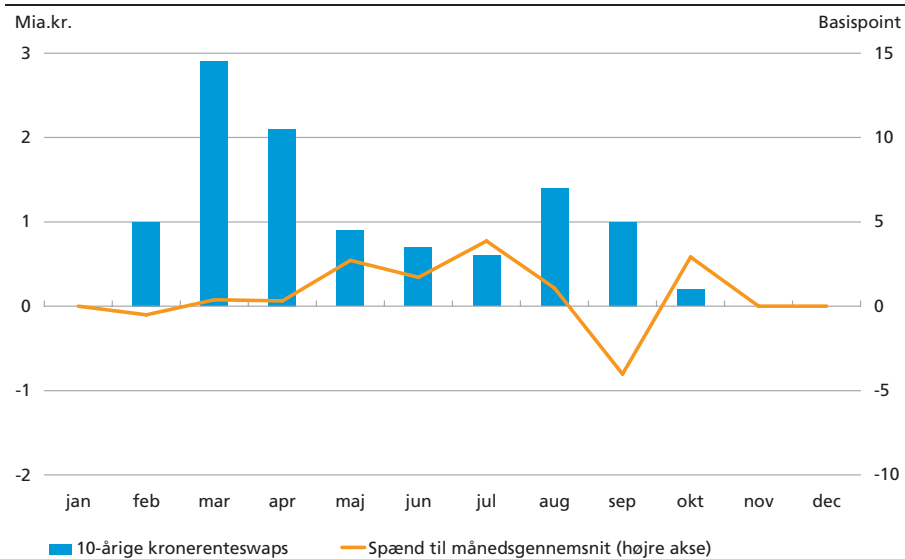


BOKSPLOT OVER DANSKE STATSPAPIRERS DAGLIGE RENTESPÆND TIL TYSK STATSKURVE I 2006



Kilde: Nordea Analytics og egne beregninger.

KRONERENTESWAPS OG SPÆND TIL MÅNEDLIGE GENNEMSNITSRENTER I 2006 Figur 11.4.3



Kilde: Bloomberg og Danmarks Nationalbank.

Ovenstående resultater er baseret på partielle analyser og tager ikke højde for samspillet mellem udstedelser og opkøb. Statens opkøb er en forudsætning for at opretholde likvide udstedelser og skal derfor ses i sammenhæng hermed, jf. boks 11.4.

Renteswaps

For så vidt angår renteswaps, fremgår det af figur 11.4.3, at det faste ben på 10-årige renteswaps hovedsageligt er låst fast til en højere rente end gennemsnittet for månederne. Værdien af at indgå swaps på hensigtsmæssige dage er opgjort til i alt 16 mio.kr. i tabel 11.4.3.

Samlet set har de realiserede tapudstedelser, opkøb og renteswaps været indgået på bedre vilkår end i månedsreferencen. Værdien heraf udgør i alt 61 mio.kr. i 2006.

RENTESWAPS I 2006 I FORHOLD TIL MÅNEDSREFERENCEN

Tabel 11.4.3

Mio.kr.	5-årige, DKK	10-årige, DKK	10-årige, EUR	I alt
Samlede renteswaps	2.800	10.800	4.287	
Spænd til månedsgennemsnit (basispoint)	6,6	0,5	1,2	
Værdi af spændet	7,6	4,2	4,0	15,8

UDSTEDELSER, OPKØB OG RENTESWAPTRANSAKTIONER I 2004-06 11.5

I 2004-06 har staten i alt solgt for 140 mia.kr. statsobligationer ved tapsalg. Samtidig er der købt op for 113 mia.kr. i markedet og indgået renteswaps for i alt 48 mia.kr. Værdien af de realiserede transaktioner i forhold til månedsreferencen er vist i figur 11.5.1.

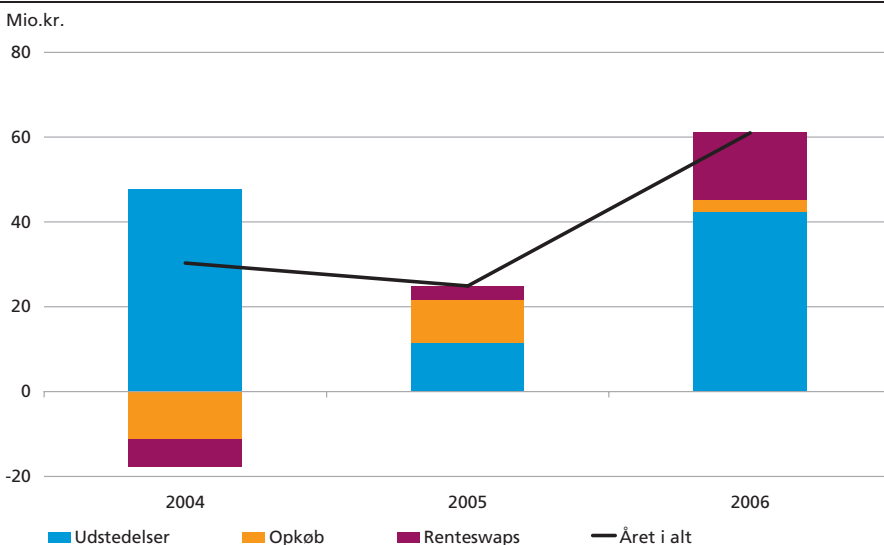
Tapsalg er i alle årene i gennemsnit sket til bedre vilkår end med en jævn fordeling inden for månederne. For opkøb og renteswaps svinger resultaterne. Over hele perioden har staten købt op og indgået renteswaps på en anelse bedre vilkår end i månedsreferencen. Over den 3-årige periode har værdien af de realiserede transaktioner været 116 mio.kr. sammenlignet med månedsreferencen.

EVALUERING I ET FREMADRETTET PERSPEKTIV**11.6**

Fremadrettet er det hensigten, at vurderingen af årets beslutninger i større omfang end tidligere baseres på en systematisk ramme. Derudover vil evalueringen af risikostyringen blive hægtet op på mere specifikke mål for varigheden i kortere perioder. Dermed bliver det mere ligetil at kvantificere værdien ved at afvige fra midtpunktet i varighedsbåndet.

VÆRDI AF SALG, OPKØB OG RENTESWAPS I FORHOLD TIL
MÅNEDSREFERENCEN I 2004-06

Figur 11.5.1



Kilde: Bloomberg og Danmarks Nationalbank.

I praksis suppleres det overordnede strategiske varighedsbånd fremover af et snævrere sigtebånd, jf. kapitel 4. Den mere eksplicitte stillingtagen til varighedsstyringen i løbet af året understøtter evalueringen af varighedsbeslutningerne. Ved de kvartalsvise statsgældsmøder tages der stilling til, om der skal ske taktiske justeringer i båndet. Evaluering vil indgå som en integreret del af beretningen om årets aktiviteter i *Statens låntagning og gæld*.

Derudover er det målsætningen at foretage en mere systematisk vurdering af processen vedrørende valget af den strategiske benchmark for varighed.

KAPITEL 12

Integration af de europæiske statsobligationsmarkeder

Oprettelsen af den Økonomiske og Monetære Union (ØMU) den 1. januar 1999 banede vejen for et mere integreret europæisk statsobligationsmarked. Før indførelsen af euroen var der store renteforskelle mellem statsobligationer på tværs af de kommende eurolande primært som følge af valutakursrisiko. Parallelt med introduktionen af euroen er der foregået en markedsdrevet integrationsproces. Der er fx sket en harmonisering af markedskonventioner blandt europæiske udstedere samt en øget udbredelse af internationale elektroniske handelsplatforme.

Yderligere er eurorenteswap-markedet udviklet betydeligt, og prisfastsættelse af fastforrentede værdipapirer i eurområdet sker i dag typisk på baggrund heraf. På denne måde bindes de nationale markeder sammen. Integration af statsobligationsmarkederne har bidraget til lave rentespænd på tværs af eurolandene. De begrænsede rentespænd, der fortsat eksisterer i dag, kan primært tilskrives forskelle i kreditrisiko og likviditet på tværs af eurolandene.¹

INDSNÆVRING AF RENTESPÆND**12.1**

De europæiske statsobligationsmarkeder var før indførelsen af euroen karakteriseret ved relativt store renteforskelle. Rentespænd til Tyskland varierede eksempelvis helt op til 700 basispoint i 1990'erne, jf. figur 12.1.1.² Årsagen til den store spredning i rentespænd skyldtes en lang række faktorer, hvoraf én af de mest afgørende var usikkerhed om fremtidige valutakursbevægelser. Hertil kom forskelle i markedskonventioner, offentlig regulering såsom placeringsregler³, forskelle i den skattemæssige behandling af afkast, kreditrisiko og likviditet.

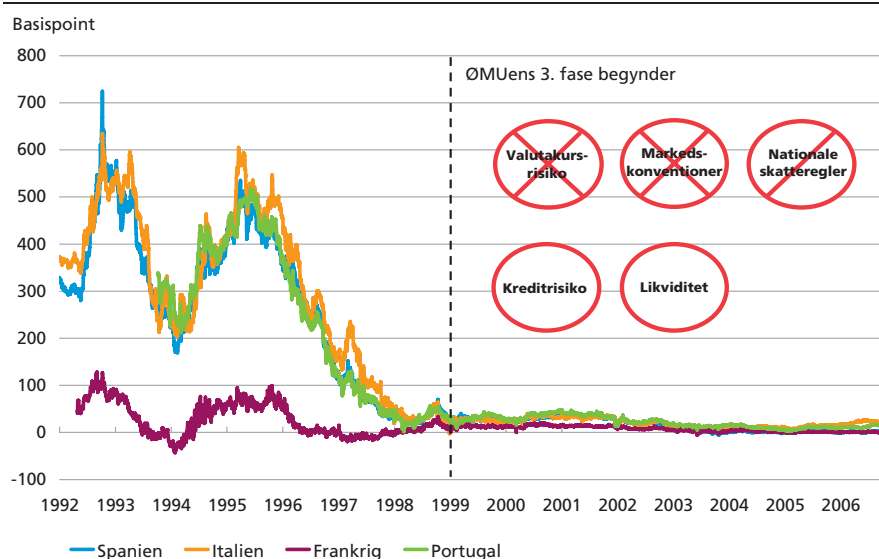
¹ Dette kapitel er inspireret af Jens Thomsens tale ved The European Government Bond Summit, oktober 2006, *European bond markets before and after the euro*, som er tilgængelig på Danmarks Nationalbanks websted www.nationalbanken.dk.

² Tyskland anvendes som reference, da den lange tyske statsobligationsrente var den laveste ved begyndelsen af ØMUens 3. fase. Derudover gælder, at den tyske andel af det samlede udestående af euroobligationer var den største ved introduktionen af euroen.

³ Eksempelvis krav for finansielle institutioner om maksimale grænser for eksponering mod enkelte lande.

10-ÅRIGE RENTESPÆND TIL TYSKLAND

Figur 12.1.1



Anm.: Rentespændene er løbetidskorrigerede.
Kilde: Bloomberg.

Efter ØMUen er valutakursusikkerheden inden for euroområdet bortfaldet, og der er gjort fremskridt med hensyn til at harmonisere nationale skatteregler. Endvidere fremskyndede introduktionen af euroen, i kombination med den teknologiske udvikling, en markedsdrevet integrationsproces. Det har betydet, at de europæiske rentespænd er kraftigt indsnævret og afspejler i dag primært forskelle i likviditet og kreditrisiko.

MARKEDSDREVEN INTEGRATION

12.2

Øget konkurrence

Indførelsen af euroen gav investorerne nemmere adgang til finansielle markeder inden for euroområdet. Det har reduceret investorenes home bias¹ og dermed øget diversifikationen inden for euroområdet. Teknologisk udvikling har desuden givet nye distributionskanaler og dermed hårdere konkurrence mellem udstedere af finansielle produkter. Eksempelvis konkurrerer udstederne i dag i højere grad om den samme pulje af investorer. Yderligere har konkurrencen bidraget til øget harmonisering af markedskonventioner i euroområdet, da udstedere har haft incitamenter til at tilpasse markedsindretningen med henblik på at tiltrække flere investorer.

¹ Home bias afspejler, at investorer fortrinsvist placerer aktiver på hjemmemarkedet.

Markedskonventioner

Blandt eurolandene er der foregået en harmonisering af konventioner på statsobligations- og skatkammerbevismarkedet. Fx er afviklingsdato og dagetællekonvention i dag stort set ens, jf. tabel 12.2.1. Det har gjort det europæiske obligationsmarked mere transparent og dermed mere tilgængeligt for internationale investorer.

Det er væsentligt at understrege, at harmoniseringen kunne være sket uden ØMUen, men i forbindelse med overgangen til euroen var det naturligt samtidig at tilpasse markedskonventionerne. Dermed er harmoniseringen gået hånd i hånd med indførelsen af euroen.

Likviditet fordelt på mange udstedere

Sammenlignet med USA er der i euroområdet mange udstedere af statsobligationer. Det store antal udestående obligationsserier, kombineret med forskellige kreditvurderinger blandt udstederne, begrænser likviditeten og gør det mere informationskrævende at handle.

MARKEDSKONVENTIONER I EU-LANDE

Tabel 12.2.1

	Obligationer				Skatkammerbeviser			
	Afviklingsdato ¹		Dagetællekonvention ²		Afviklingsdato		Dagetællekonvention	
	1998	2006	1998	2006	1998	2006	1998	2006
Eurolande								
Belgien	T+3	T+3	30/360	Act/Act	T+2	T+2	Act/365	Act/360
Grækenland	T+2	T+3	Act/365 30/360	Act/Act	T+2	T+3	30/360	Act/360
Finland	T+3	T+3	30/360	Act/Act	T+2	T+2	Act/365	Act/360
Frankrig	T+3	T+3	Act/Act	Act/Act	T+1	T+1	Act/360	Act/360
Holland	T+3	T+3	30/360	Act/Act	T+2	T+2	Act/360	Act/360
Irland	T+1	T+3	Act/365 30/360	Act/Act Act/Act	T+0 T+1	T+2	Act/365	Act/360
Italien	T+3	T+3	30/360	Act/Act	T+2	T+2	Act/365	Act/360
Portugal	T+3	T+3	Act/Act 30/360	Act/Act	T+2	T+2	Act/365	Act/360
Spanien	T+3	T+3	Act/365	Act/Act	T+1	T+2	Act/360	Act/360
Tyskland	T+2	T+3	30/360	Act/Act	T+2	T+2	Act/360	Act/360
Østrig	T+3	T+3	30/360	Act/Act	T+2	T+2	Act/360	Act/360
Andre lande								
Danmark	T+3	T+3	30/360	Act/Act	T+2	T+2	Act/360	Act/360
Sverige	T+3	T+3	30/360	30/360	T+2	T+2	30/360	Act/360
UK	T+1	T+1	Act/365 Act/Act	Act/Act	T+1	T+1	Act/365	Act/365

Kilde: Bloomberg, MTS og Europa-Kommissionen.

¹ En afviklingsdato på T+3 angiver, at der er 3 dage mellem acceptdato og valørdato.

² Dagetællekonventionen angiver metoden til at bestemme antallet af dage, der inkluderes i beregningen af renter.

Det har ført til overvejelser om at foretage koordinerede udstedelser for at samle likviditeten fra flere lande. I 2000 fik Europa-Kommissionen i den forbindelse udarbejdet rapporten "Co-ordinated Public Debt Issuance in the Euro Area" af Giovannini-gruppen.¹ Rapporten pegede på, at fælles udstedelser kunne være til fordel for især de mindre landes statsgældsforvaltninger, der kunne opnå lavere omkostninger i form af en højere likviditetspræmie. Rapporten skitserede fire tiltag, der i forskellig grad indebar øget koordination af statsgældspolitikken, jf. boks 12.1.

Koordinering af tekniske aspekter foregår til en vis grad blandt udstederne i Europa i dag, jf. EU-statsgældsgruppen om statsobligationer og skatkammerbeviser (Thomsen-gruppen).² Derimod er ingen af de øvrige mulige tiltag taget i anvendelse. Siden rapportens udgivelse har den øgede markedsintegration mindsket betydningen af splittet likviditet.

Markedet for renteswaps

Det europæiske renteswapmarked er mere end femdoblet siden indførelsen af euroen målt ved udestående mængde. I forhold til udestående mængde af fastforrentede værdipapirer er eurorenteswap-markedet i dag dobbelt så stort som dollarrenteswap-markedet, jf. figur 12.2.1.

GIOVANNINI-RAPPORTEN OM KOORDINEREDE UDSTEDELSER	Boks 12.1
Giovannini-rapporten skitserede fire tiltag vedrørende koordination af udstedelsespolitikken: • <i>Koordinering vedrørende tekniske aspekter.</i> Forslaget indebærer den mindste grad af integration. Det vedrører udveksling af information om udstedelseskalendere, større grad af koordinering af kuponer og terminstidspunkter, et fælles primary dealer-system og et fælles clearing- og afviklingssystem. • <i>Fælles gældsinstrumenter med landespecifikke trancher.</i> Flere lande går sammen om at foretage udstedelser, og hvert land tildeles en tranche af lånet, som garanteres af landet. En forudsætning for forslaget er, at de deltagende lande har samme rating. • <i>Et fælles gældsinstrument med indbyrdes garanti.</i> Deltagerlandet garanterer for hele udstedelsen ("joint and several guarantees"). Forslaget er i modstrid med EU-traktatens artikel 103 vedrørende forbud mod bailout.¹ • <i>Overnationale udstedelser.</i> Der etableres en overnational statsgældsenhed, som låner i eget navn, og som yder medlemsstaterne genudlån.	

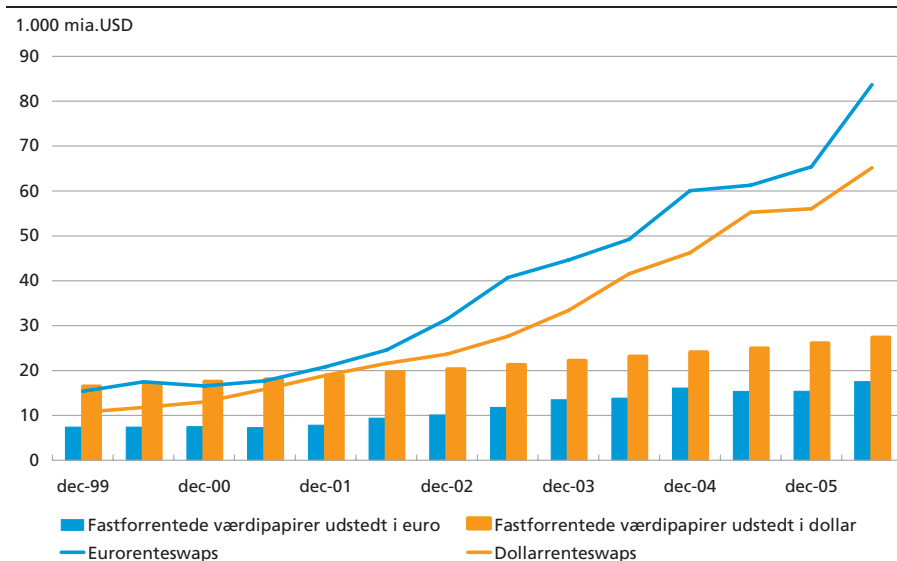
¹ Ifølge EU-traktatens artikel 103 (no bailout klausulen) er hverken unionen eller medlemslandene ansvarlig for andre medlemslandes forpligtelser.

¹ Giovannini-gruppen rådgiver Europa-Kommissionen i spørgsmål vedrørende integration af kapitalmarkedet i den Økonomiske og Monetære Union. Giovannini-gruppens rapporter kan hentes på webadressen: http://ec.europa.eu/economy_finance/giovannini_en.htm.

² Se http://ec.europa.eu/economy_finance/efc_en.htm for en oversigt over koordinering blandt europæiske udstedere.

UDESTÅENDE RENTESWAPS OG FASTFORRENTEDE VÆRDIPAPIRER

Figur 12.2.1



Anm.: Udestående mængde af renteswaps og fastforrentede værdipapirer i euro er omregnet til dollars.

Kilde: BIS.

Swapkurven i euro benyttes som reference i prisfastsættelsen af obligationer, idet den er uafhængig af kuponstørrelse. Samtidig er swapkurven baseret på et gennemsnit af de mere solide bankers kreditværdighed, hvorved kurven ikke er afhængig af kreditvurderingen på enkelte udstedere.¹ Som følge af eurorenteswap-markedets høje likviditet prisfastsættes fastforrentede værdipapirer i euroområdet i dag typisk på baggrund af den standardiserede euroswapkurve.

Derved har eurorenteswap-markedet opnået samme status som amerikanske statspapirer har i dollarmarkedet med hensyn til prisfastsættelse af fastforrentede værdipapirer. Samtidig er kurven med til at binde de nationale europæiske statspapirmarkeder sammen.

Elektroniske handelsplatforme

De elektroniske handelsplatforme udgør i dag et netværk, der binder de europæiske statsobligationsudstedere sammen. Danske obligationer handles eksempelvis på MTS², TradeWeb, Bloomberg, Bondvision, Reuters og ICAP/BrokerTec, som alle er elektroniske handelsplatforme, der strækker sig på tværs af eurolande. For eurolandene gælder det, at hovedparten af udstederne er forbundet til de samme handelsplatforme. Den

¹ Swapkurvens sammenhæng med private bankers kreditværdighed indebærer, at obligationer fra statslige udstedere typisk vil handle til en rente, der er lavere end swaprentekurven.

² MTS er blevet den dominerende handelsplatform i engrosmarkedet. Se Celent (2004): Electronic Trading in European Fixed Income Markets.

UDVALGTE PRIMARY DEALERE I EU-LANDE, 2006

Tabel 12.2.2

	AUS	BEL	DK	FIN	FRA	GER ¹	GRE	IRE	ITA	NLD	POR	SPA
ABN AMRO	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Barclays Bank	X	X	X	X	X	X		X	X	X	X	X
BNP Paribas	X			X	X	X	X		X	X	X	
Calyon	X	X		X	X	X		X	X	X	X	X
Citigroup	X	X		X	X	X	X	X	X	X	X	X
Credit Suisse Securities	X	X			X	X	X		X	X		X
Deutsche Bank AG.....	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Dresdner Bank AG	X		X	X	X	X			X	X		X
Goldman Sachs	X	X			X	X	X		X		X	X
HSBC	X	X		X	X	X	X	X	X	X	X	X
JP Morgan	X	X	X	X	X	X	X		X			X
Morgan Stanley	X		X	X	X	X	X		X	X	X	
Société Générale.....		X			X	X	X		X	X	X	X

Anm.: Et X angiver, at den givne finansielle institution har primary dealer status i det pågældende land.

Kilde: MTS Handbook, June 2006.

¹ Markedsdeltagere (Tyskland har ingen primary dealere).

øgede elektroniske handel har bidraget til at reducere omkostningerne ved at handle statsobligationer og har samtidig understøttet likviditeten.

Primary dealere

I de fleste eurolande er der i dag etableret et netværk af primary dealere, som er finansielle institutioner, der har ret til at købe obligationer ved udstedelse. Op til ØMUens introduktion var der en generel tendens til at gøre kredsen af primary dealere mere international. I dag anvender eurolandene en blanding af nationale og internationale finanshuse som modparter. Det har øget integrationen af statsobligationsmarkederne, idet primary dealerne opererer på tværs af eurolandene. De største internationale banker er stort set til stede i samtlige eurolande, jf. tabel 12.2.2.

Indførelsen af elektroniske handelsplatforme og standardisering af markedskonventioner har medført, at dealere lettere kan passe flere nationale markeder, hvilket medfører et øget kendskab på tværs af markeder. Samtidig er handelsomkostningerne reduceret. Primary dealers tilstedeværelse bidrager endvidere til at sikre likviditeten i de handlede statspapirer.

ANALYSE AF FINANSIEL INTEGRATION

12.3

I et integreret marked, hvor der ikke er barrierer for internationale investeringer, vil obligationsrenterne i højere grad reagere på information, som er relevant for hele markedet.

Et mål for graden af finansiell integration er sammenhængen mellem renteutviklingen for et lands statsobligationer sammenlignet med ud-

METODE TIL KVANTIFICERING AF GRADEN AF FINANSIEL INTEGRATION

Boks 12.2

Graden af finansiell integration måles ved at undersøge, i hvor høj grad ændringen i den 10-årige tyske rente kan forklare ændringer i renter på de nationale obligationsmarkeder. Relationen estimeres ved hjælp af følgende regression:

$$\Delta R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i \Delta R_{Tyskland,t} + \varepsilon_{i,t}$$

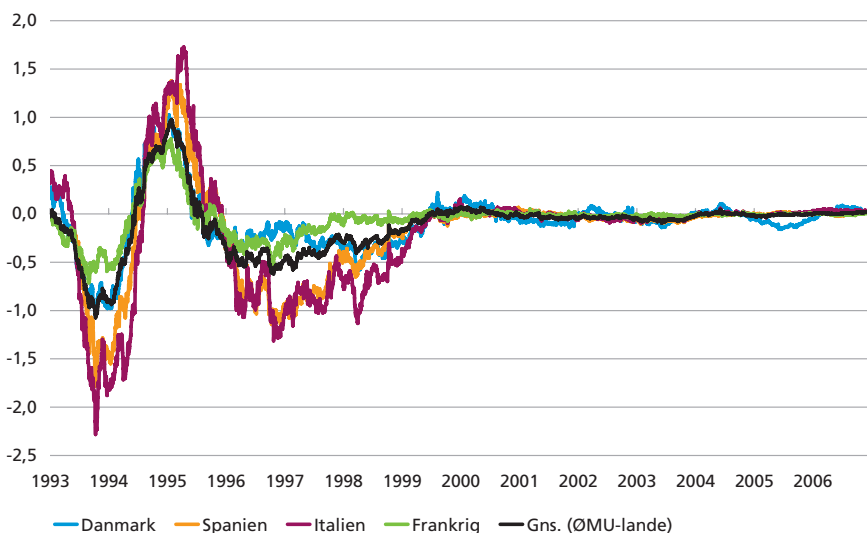
hvor $\Delta R_{i,t}$ er ændringen i den 10-årige par-rente i land i og $\Delta R_{Tyskland,t}$ er ændringen i den 10-årige par-rente i Tyskland. Regressionen baseres på daglige observationer og estimeres for hvert land samt glidende over tid for et år ad gangen bagudskuende. Først estimeres regressionen for det første år i tidsrækken, dvs. på observation 1 til 260 (antal handelsdage pr. år), dernæst estimeres regressionen på observation 2 til 261 osv. På denne måde opnås en tidsrække af estimerede α - og β -værdier for hvert land.

viklingen på euromarkedet. Det tyske obligationsmarked anvendes som reference for euroområdet i analysen. I det følgende undersøges, i hvor høj grad ændringen i den 10-årige tyske rente kan forklare ændringer i renter på de nationale obligationsmarkeder, jf. boks 12.2.

Øget finansiell integration medfører, at de estimerede α -værdier i regressionen i boks 12.2 går mod nul, idet renteændringerne i et land ikke bør være systematisk større eller mindre end renteændringerne i Tyskland. Udviklingen i de estimerede α -værdier er illustreret i figur 12.3.1 og giver således information omkring integrationsprocessen over tid. Det fremgår, at de estimerede α -værdier var volatile indtil 1999, hvorefter de stort set er nul. Det fremgår endvidere, at de danske α -værdier er mere volatile end eurolandenes efter 1999.

ESTIMEREDE α -VÆRDIER

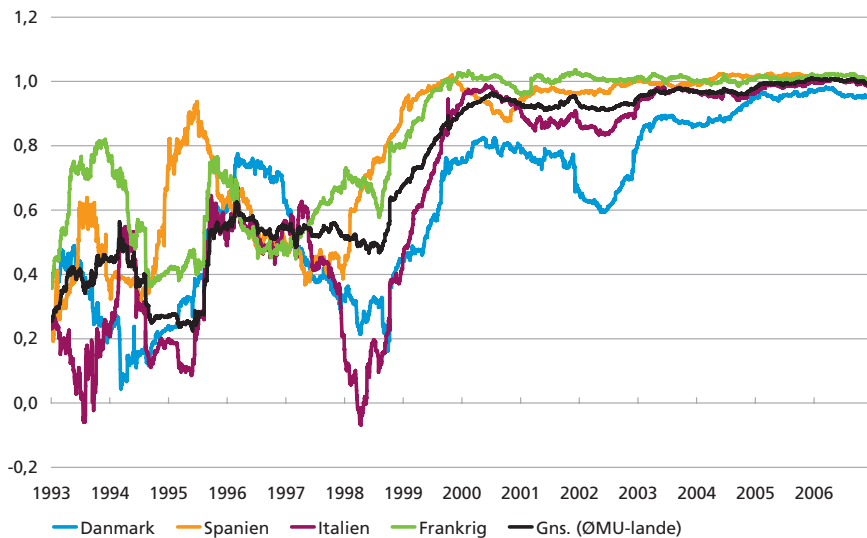
Figur 12.3.1



Kilde: Bloomberg og egne beregninger.

ESTIMEREDE β -VÆRDIER

Figur 12.3.2



Kilde: Bloomberg og egne beregninger.

Øget finansiel integration medfører ligeledes, at de estimerede β -værdier går mod én, svarende til at renteændringer på tværs af det integrerede marked drives af de samme faktorer. Det fremgår af figur 12.3.2, at de estimerede β -værdier steg kraftigt i 1999 ved indførelsen af euroen og efterfølgende er konvergeret mod én.

FORKLARING PÅ DE NUVÆRENDE RENTESPÆND I EUROOMRÅDET 12.4

Der eksisterer fortsat rentespænd mellem eurolandene. Rentespændene er i gennemsnit reduceret med 14 basispoint blandt eurolande siden 1999 og er i dag ca. 7 basispoint i gennemsnit. Grækenland, Italien og Portugals rentespænd er dog fortsat af tocifret karakter og er udvidet de seneste år. Det skal ses i lyset af, at landenes budgetunderskud i forhold til BNP har overskredet 3 pct. siden 2004.

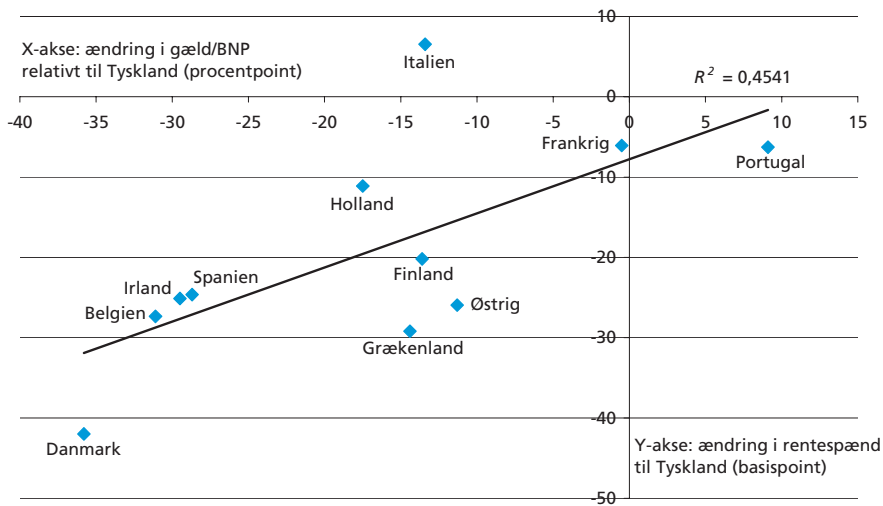
De nuværende rentespænd kan, som følge af valutasamarbejdet samt den høje grad af markedsharmonisering, primært tilskrives forskelle i likviditet og kreditrisiko mellem udstederne. I Danmark er situationen stort set den samme som følge af mange års konsekvent fastkurspolitik.

Kreditrisiko

Kreditrisiko afspejler risikoen, som en obligationsejer er eksponeret overfor i forbindelse med, at udstederen af obligationen misligholder

ÆNDRING I RENTESPÆND OG ÆNDRING I GÆLDSKVOTEN I FORHOLD
TIL TYSKLAND, 1999-2006

Figur 12.4.1



Anm.: Der er benyttet månedsgennemsnit ved beregning af ændring i par-rentespænd fra januar 1999 til december 2006.

Kilde: Bloomberg og Europa-Kommissionens efterårsprognose 2006.

sine forpligtigelser. Jo større denne risiko er, jo mere vil investorerne kræve i merafkast for at holde den pågældende obligation.

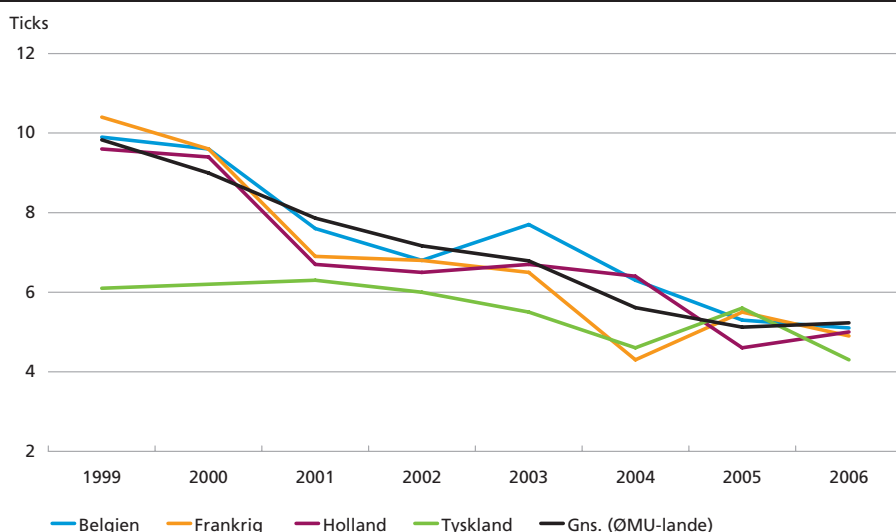
Kreditrisikoen på en statsobligation afhænger primært af det pågældende lands gældskvotestørrelse og beskatningsgrundlag. En højere gældskvotestørrelse vil eksempelvis gøre de statslige finanser mere følsomme over for konjunktur- og renteændringer, hvilket øger risikoen for, at gælden får en lavere kreditvurdering.¹ En nedgradering vil ofte være sammenfaldende med en spændudvidelse og dermed et kurstab.

Generelt har der de senere år været meget små forskelle i rentespænd på trods af forskelle i budget- og gældssituationen blandt eurolandene. Sammenhængen mellem udviklingen i rentespænd og udviklingen i gæld/BNP er dog positiv, jf. figur 12.4.1. Eksempelvis faldt den danske offentlige bruttogæld i forhold til BNP med 29 procentpoint fra 1999 til 2006, mens den tyske steg 7 procentpoint. Dermed faldt den danske gæld i pct. af BNP relativt til Tyskland med 36 procentpoint. I samme periode faldt det danske rentespænd til Tyskland med 42 basispoint.

¹ Der findes få eksempler på tilfælde, hvor en stat har misligholdt sine forpligtigelser. Eksempler er Rusland i 1998 og Argentina i 2001.

BID ASK-SPÆND FOR 10-ÅRIGE BENCHMARK STATSOBLIGATIONER

Figur 12.4.2



Anm.: Bid ask-spændene er beregnet som årlige gennemsnit.

Kilde: Bloomberg, ECB og MTS.

Likviditet

Likviditet afhænger bl.a. af obligationsudstedelsens størrelse og omsætning. Høj likviditet giver investorer muligheden for at sælge obligationer uden at påvirke prisdannelsen.

Større konkurrence mellem statslige udstedere har skabt øget fokus på opnåelse af god likviditet i udstedte obligationsserier. Det skal ses på baggrund af, at statsgældsforvalterne selv på kort sigt kan forbedre likviditeten i statspapirerne. I modsætning hertil er markedets opfattelse af kreditrisiko sværere at påvirke for udsteder, da kreditrisiko hovedsageligt afhænger af den generelle finansielle udvikling. Fokus på likviditet har ført til tilpasning af strategien i flere EU-lande. Eksempelvis har der været en tendens til at koncentrere statslige udstedelser på færre, men større serier.¹ Herved skabes forudsætningerne for høj likviditet og dermed lavere finansieringsomkostninger.

Bid ask-spændet på en obligation, dvs. omkostningen ved at købe et værdipapir og umiddelbart herefter sælge det, er en indikator for likviditeten.² Figur 12.4.2 viser, at de gennemsnitlige bid ask-spænd er aftaget siden indførelsen af euroen.

¹ Obligationer med en volumen op til 20 mia.euro udgør 80 pct. af det totale obligationsmarked i euroområdet, mens obligationer med en volumen op til 5 mia.euro kun udgør 4 pct. Obligationer med en volumen op til 500 mio.euro er nærmest forsvundet, jf. The Euro Bond Market Study, ECB, december 2004.

² Der findes andre likviditetsnøgletal end bid ask-spændet, eksempelvis ordredækning, dybde og omsætning. For en analyse af forskellige likviditetsnøgletal, se Michael J. Fleming, Measuring Treasury Market Liquidity, FRBNY Economic Policy Review, 2003.

De faldende bid ask-spænd indikerer, at likviditeten generelt er forbedret i perioden. Likviditet har dog fortsat betydning for europæiske rentespænd. Empiriske studier har vist, at likviditet især spiller en rolle for lande med lav kreditrisiko samt i perioder med høj markedsusikkerhed.¹

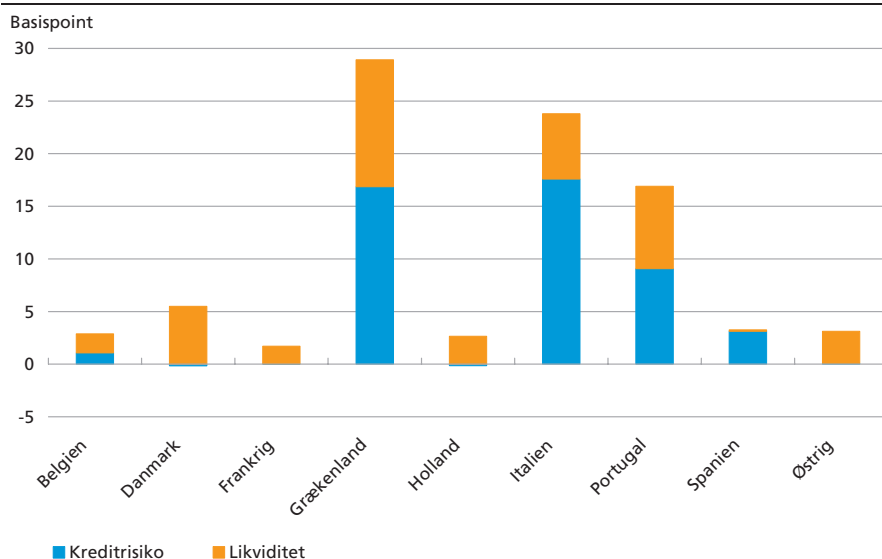
Opsplitning af rentespænd på kreditrisiko og likviditet

Figur 12.4.3 viser en opsplitning af det gennemsnitlige rentespænd på henholdsvis kreditrisiko og likviditet i perioden september til december 2006. Kreditpræmien er beregnet på baggrund af priser på credit default swaps (CDS), mens likviditetspræmien er beregnet residualt og kan dermed indeholde andre faktorer, jf. boks 12.3. Da Danmark ikke er medlem af euroen, vil likviditetspræmien for Danmark eksempelvis indeholde valutakursrisiko.

Det er stort set kun Grækenland, Italien og Portugal, der betaler en kreditrisikopræmie relativt til Tyskland. Likviditet har hovedsageligt betydning for rentespændene blandt de mindre udstedere.

10-ÅRIGE RENTESPÆND TIL TYSKLAND OPSPLITTET PÅ KREDITRISIKO OG LIKVIDITET

Figur 12.4.3



Anm.: Figuren er baseret på gennemsnitlige 10-årige par-rentespænd og 10-årige CDS-priser for perioden fra september til december 2006.

Kilde: Bloomberg.

¹ Se Beber, Alessandro, Michael W. Brandt og Kenneth A. Kavajecz, Flight-to-Quality or Flight-to-Liquidity? Evidence From the Euro-Area Bond Market, *NBER Working Paper Series*, Working Paper 12376.

METODE TIL OPDELING AF RENTESPÆND PÅ KREDITRISIKO OG LIKVIDITET Boks 12.3

Opdelingen af rentespændet på kreditrisiko og likviditet er foretaget ved hjælp af priser på credit default swaps (CDS). En CDS er en swap, som flytter kreditrisikoen på en obligation fra en part til en anden. Køberen af CDSen betaler en løbende præmie for til gengæld at modtage et beløb, såfremt en kreditbegivenhed indtræffer på det underliggende aktiv i kontraktens løbetid, og har således afdækket sin kreditrisiko. Prisen på en CDS afhænger, dels af sandsynligheden for at en kreditbegivenhed indtræffer, dels af markedsdeltagernes risikoaversion, og kan dermed tolkes som kreditrisikopræmien på det pågældende aktiv.

Kreditspændet til Tyskland kan for et givet land beregnes som forskellen i prisen på en tysk CDS og prisen på en tilsvarende CDS for det pågældende land. En udsteder med en lavere kreditværdighed end Tyskland vil dermed have et positivt kreditspænd. Likviditetsspændet kan herefter beregnes residualt.¹

En ulempe ved ovenstående metode er, at der både indgår kreditrisiko og likviditet på markedet for CDSer. Markedet for kredit vil typisk være mindre for små lande med lav kreditrisiko. Den lave likviditet i markedet for CDSer kan betyde, at kreditspændet til Tyskland overvurderes. I det omfang dette gør sig gældende, vil kreditrisikospændet for mindre udstedere med høje kreditvurderinger, såsom Danmark, Holland og Østrig, formentlig være mindre end vist i figur 12.4.3.

¹ I beregningen indgår CDSer med samme løbetid som de obligationer, der ligger bag rentespændet.

Bilag

Information om statens låntagning og gæld

Statsgældsforvaltningen offentliggør løbende information om statsgældspolitikken og statens transaktioner. Informationen er tilgængelig på Danmarks Nationalbanks websted, www.nationalbanken.dk under Statsgæld.

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

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

Henvendelser om statens låntagning og gæld kan ske til Statsgældsforvaltningen på mailadressen governmentdebt@nationalbanken.dk.

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

¹ Danmarks Nationalbanks system for udsendelse af information til tilsluttede nyhedsbureauer.

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	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
Statens fondes beholdning af statspapirer 1. bankdag	• Statens fondes beholdning af danske statspapirer opgjort ultimo foregående måned	• www.nationalbanken.dk	Månedligt
Statens lånebehov	• Lånebehov opgjort på baggrund af <i>Budgetoversigt</i> • Efterfølgende opkøb • Efterfølgende valutaswaps (månedligt)	• DN-Nyheder, billede 54 • Reuters, side DKNA-54 • www.nationalbanken.dk	Dagligt
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	• Nettofinansierings- og lånebehov, indeværende og kommende år	• Publikation fra Finansministeriet • www.fm.dk (Finansministeriets websted)	Normalt 3 gange årligt
Handel med danske statspapirer på MTSDenmark	• Information om priser og omsætning for danske statspapirer handlet på MTSDenmark	• www.mtsdenmark.com	Løbende

Anm.: Budgetoversigten udgives af Finansministeriet. KF er en forkortelse for Københavns Fondsbørs. KFs websted findes på www.omxgroup.com.

Principper for styring af kreditrisiko på statens swaps

Modparters kreditværdighed (rating): For at begrænse kreditrisikoen på swapmodparter indgås kun swaps med modparter med høj kreditværdighed. En modpart skal normalt have en rating på minimum Aa3/AA-hos mindst to anerkendte kreditvurderingsbureauer (Fitch, Moody's eller Standard & Poor's). Hvis en modpart har en rating hos tre kreditvurderingsbureauer, lægges den laveste rating til grund for minimumskravet. For renteswaps i kroner og valutaswaps mellem kroner og euro tillades dog modparter med en rating på minimum A3/A-.

Rammer for krediteksponering (lines): For at undgå store krediteksponeringer skal krediteksponeringen på en modpart være 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 samt et tillæg, potentiel krediteksponering, der tager højde for, at porteføljens markedsværdi kan stige yderligere som følge af markedsudviklingen. Herfra fratrækkes indlagt sikkerhed.

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.

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 uacceptabel stor, søges krediteksponeringen 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 swap-tions, 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 Baa1/BBB+ eller derunder.¹

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

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

- Aftalerne er ensidige, således at kun statens modparter stiller 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, 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

Primary dealere i danske statspapirer kan låne statspapirer i de udlånsordninger, de har adgang til. Det er hensigten med værdipapirudlånsordningerne at understøtte og styrke et effektivt marked for handel med danske statspapirer. I lyset af betydningen af et velfungerende repo-marked er det primary dealernes pligt at underbygge og bidrage til markedet, herunder at undgå handlinger, der skaber uordnede markedsforhold. Nedenstående giver information om statens og Den Sociale Pensionsfonds værdipapirudlånsordninger.

Vilkår for statens værdipapirudlån

1. Der udlånes statspapirer, som indgår i statens lånevifte, og statspapirer med benchmarkstatus.
2. De nærmere vilkår for udlån af det enkelte statspapir meddeles i statens meddelelser om låneviften.
3. Statsobligationer kan udlånes til primary dealere i statsobligationer.
4. Skatkammerbeviser kan udlånes til primary dealere i skatkammerbeviser.
5. Det maksimale udlån for hver af statsobligationerne er under normale omstændigheder 4 mia.kr., og det maksimale udlån for alle skatkammerbeviser er 10 mia.kr. Dette loft kan hæves i situationer med unormal prisdannelse på det private marked for værdipapirudlån.
6. Gebyret er 0,2 pct. p.a. for udlån af statsobligationer. For skatkammerbeviser er gebyret 0,15 pct. p.a.
7. 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.
8. Papirerne kan lånes i en periode på 1-5 handelsdage.
9. Transaktioner kan indgås i tidsrummet mellem kl. 9.00 og 15.30, men bør så vidt muligt indgås inden kl. 14.00.
10. 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.

11. Som sikkerhed accepteres danske statspapirer i kroner (stående lån) udstedt gennem Værdipapircentralen (VP) i serier med et udestående på mindst 3 mia.kr.
12. 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 sikkerhedsstillelsespapiret reduceres med 2,5 pct.
13. Afvikling finder sted som handelstransaktioner den efterfølgende handelsdag.
14. I tilfælde af at kun én af buy-/sell-back transaktionerne afvikles, ligegyldigt om det er udlåns- eller sikkerhedsstillelsestransaktionen, er deltagerne forpligtet til øjeblikkeligt at sikre afvikling af den ikke-gennemførte transaktion.
15. For medlemmer af obligationssegmentet på Københavns Fondsbørs A/S sker indberetning af transaktionerne til Københavns Fondsbørs A/S som to eller flere separate genkøbsforretninger.
16. 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.
17. 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

1. DSPs beholdning af statspapirer af typen stående lån med en restløbetid over 1 måned kan udlånes.
2. Udlån foretages til primary dealere i danske statsobligationer.
3. Gebyret er 0,2 pct. p.a.
4. 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.
5. Papirerne kan lånes i en periode på 1-5 handelsdage.
6. Transaktioner kan indgås i tidsrummet mellem kl. 9.00 og 15.30, men bør så vidt muligt indgås inden kl. 14.00.
7. 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.

8. Som sikkerhed accepteres danske statspapirer i kroner (stående lån) udstedt gennem Værdipapircentralen (VP) i serier med et udestående på mindst 3 mia.kr.
9. 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 sikkerhedsstillelsespapiret reduceres med 2,5 pct.
10. Afvikling finder sted som handelstransaktioner den efterfølgende handelsdag.
11. I tilfælde af at kun én af buy-/sell-back transaktionerne afvikles, ligegyldigt om det er udlåns- eller sikkerhedsstillelsestransaktionen, er deltagerne forpligtet til øjeblikkeligt at sikre afvikling af den ikke-gennemførte transaktion.
12. For medlemmer af obligationssegementet på Københavns Fondsbørs A/S sker indberetning af transaktionerne til Københavns Fondsbørs A/S som to eller flere separate genkøbsforretninger.
13. 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.
14. Henvendelse om indgåelse af værdipapirudlånsforretninger sker til Danmarks Nationalbank, Handelsafdelingen, tlf. 3363 6747 eller 3363 6736.

Bilagstabeller

1. Statsgælden, ultimo 1996-2006	150
2. Renter og afdrag på statens gæld, ultimo 2006	152
3. Statens DAU-, netto- og bruttokassesaldo, 1996-2006	154
4. Statens lånoptagelse, 2006	156
5. Statens renteswaptransaktioner, 2006	158
6. Statens valutaswaptransaktioner, 2006	160
7. Statslån pr. 31. december 2006	161
8. Statens renteswaps pr. 31. december 2006	166
9. Rating af den danske statsgæld	167
10. Rating af udvalgte landes statsgæld, januar 2007	168

STATSGÆLDEN, ULTIMO 1996-2006		Bilagstabel 1		
Mio.kr.	1996	1997	1998	
A. Lån				
Indenlandske lån i DKK				
- obligationer, fast forrentede	516.812	556.874	550.989	
- obligationer, variabelt forrentede	16.760	9.848	4.346	
- præmieobligationer	1.200	1.200	1.000	
- statsgældsbeviser	84.499	49.140	58.830	
- skatkammerbeviser	51.234	50.001	41.255	
- valutaswaps fra DKK til EUR (netto) ¹	-	-	-	
- valutaswaps fra DKK til USD	-	-	-	
- beholdning af egne obligationer	-	-	-	
I alt indenlandsk gæld i DKK	670.505	667.063	656.420	
Indenlandske lån i EUR ²				
- obligationer, fast forrentede	9.597	6.634	-	
- beholdning af egne obligationer	-2.372	-	-	
I alt indenlandsk gæld	677.730	673.697	656.420	
Udenlandske lån				
- i USD	4.562	1.514	1.336	
- i CHF	6.179	3.974	1.094	
- i JPY	2.396	1.047	562	
- i EUR	88.826	90.661	84.982	
- i andre valutaer samt flermøntede	6.519	6.418	365	
- beholdning af egne obligationer ³	-6.986	-	-	
I alt udenlandsk gæld	101.495	103.613	88.338	
I alt inden- og udenlandsk gæld	779.225	777.310	744.758	
B. Indestående i Danmarks Nationalbank ⁴	-31.645	-29.080	-30.412	
C. DSP, Finansieringsfonden samt Højteknologifonden				
- statspapirer	-83.435	-92.453	-100.135	
- andre værdipapirer	-65.336	-54.368	-43.468	
I alt for de tre fonde, nominelt ⁵	-148.772	-146.821	-143.603	
Samlet statsgæld (A+B+C)	598.808	601.409	570.743	
Samlet statsgæld i pct. af BNP	56,0	53,4	49,0	

Anm.: Plus angiver et passiv, og minus angiver et aktiv. Hypotekbanken indgår fra 2006 i statsgælden, hvilket øger gælden med 0,4 mia.kr. Beløbet indgår ikke i ovenstående opgørelse.

¹ Valutaswaps fra DKK til EUR fratrukket valutaswaps fra EUR til DKK.

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

³ Bogført til anskaffelsesværdi, jf. statsregnskabet.

⁴ For 2006 er statens konto opgjort i henhold til Danmarks Nationalbanks månedsbalance.

⁵ Indeksobligationer er opgjort til indekseret værdi.

STATSGÆLDEN, ULTIMO 1996-2006							Bilagstabel 1
1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
537.289	506.992	494.875	497.938	480.874	480.590	440.351	428.796
-	-	-	-	-	-	-	-
900	900	900	400	400	400	200	200
74.040	81.257	70.788	79.371	78.532	71.690	33.980	-
36.350	36.846	49.224	63.404	67.347	68.602	60.092	42.660
-	-	-4.800	-16.200	-16.200	-16.200	-15.456	-12.755
-	-2.000	-	-	-	-524	-2.688	-4.862
-	-	-	-	-	-	-	-
648.579	623.995	610.987	624.913	610.953	604.558	516.479	454.039
-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-
648.579	623.995	610.987	624.913	610.953	604.558	516.479	454.039
1.187	-	-	-	-	518	2.810	4.583
3.616	3.822	-	-	-	-	-	-
2.453	1.672	-	-	-	-	-	-
82.386	79.287	83.753	83.689	83.861	83.370	87.833	75.162
383	428	42	42	42	40	38	21
-	-	-	-	-	-	-	-
90.025	85.209	83.795	83.730	83.903	83.929	90.681	79.766
738.604	709.204	694.782	708.644	694.856	688.487	607.160	533.805
-35.237	-32.637	-39.627	-45.975	-40.621	-57.559	-53.297	-71.449
-105.432	-106.312	-109.474	-113.132	-118.138	-120.799	-124.635	-125.111
-36.207	-33.244	-31.621	-28.230	-20.576	-16.065	-11.284	-9.535
-141.640	-139.556	-141.095	-141.362	-138.714	-136.864	-135.919	-134.646
561.727	537.011	514.060	521.308	515.521	494.064	417.944	327.709
46,3	41,5	38,5	38,0	36,8	33,9	26,9	20,1

RENTER OG AFDRAG PÅ STATENS INDENLANDSKE GÆLD ¹ , ULTIMO 2006			Bilagstabel 2.1
Mia.kr.	Renter	Afdrag	Total
2007	20,7	29,4	50,1
2008	18,7	45,2	63,9
2009	16,9	60,1	77,0
2010	13,1	31,6	44,7
2011	12,2	60,1	72,3
2012	8,8	-0,4	8,4
2013	8,8	77,6	86,4
2014	4,9	-0,4	4,5
2015	5,0	59,6	64,6
2016	2,5	-0,4	2,1
2017	2,7	24,3	27,1
2018	1,7	-0,1	1,6
2019	1,7		1,7
2020	1,7		1,7
2021	1,7		1,7
2022	1,7		1,7
2023	1,7		1,7
2024	1,7	25,0	26,7
I alt	126,6	411,4	538,0

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 GÆLD ¹ , ULTIMO 2006			Bilagstabel 2.2
Mia.kr.	Renter	Afdrag	Total
2007	2,3	19,1	21,4
2008	1,6	22,7	24,3
2009	0,7	21,2	21,9
2010	0,1	13,8	13,9
2011	-0,4	0,4	0,1
2012	-0,6	0,4	-0,2
2013	0,0	0,4	0,4
2014	0,1	0,4	0,5
2015	0,0	0,4	0,4
2016	0,0	0,4	0,4
2017	0,0	0,3	0,4
2018	0,0	0,1	0,1
I alt	3,8	79,7	83,5

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

STATENS DAU-, NETTO- OG BRUTTOKASSESALDO, 1996-2006			Bilagstabel 3
Mia.kr.	1996	1997	1998
Drifts-, anlægs- og udlånsbudget.....	-21,5	7,6	31,4
Nettoobligationskøb ¹	-4,4	7,4	-
Genudlån af statslån	-1,4	-0,8	0,3
Fordelte emissionskurstab og skyldige renter ²	7,4	5,1	2,1
Andre kapitalposter ³	0,4	-6,6	0,1
Nettokassesaldo	-19,5	12,7	34,0
Afdrag på indenlandsk statsgæld	76,7	81,4	79,0
Afdrag på udenlandsk statsgæld	30,8	31,4	37,4
Bruttokassesaldo	-126,9	-100,1	-82,5
Indenlandsk bruttofinansieringsbehov	94,7	73,8	64,4
Salg af statspapirer, kursværdi ⁴	96,0	73,0	68,0

Kilde: Statsregnskabet. 2006 er baseret på Danmarks Nationalbanks opgørelse ultimo året. Tallene kan afvige fra regnskabsallene.

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, 1996-2006							Bilagstabel 3
1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
9,1	30,7	24,0	25,8	12,4	27,7	80,6	•
-	-	-	-	-	-	-	•
-1,6	-2,8	-2,4	-8,9	-0,8	-5,4	-3,2	•
3,2	1,4	0,4	-0,1	-0,7	0,5	-0,7	•
0,2	-2,3	0,9	-20,0	-4,1	0,9	-0,9	•
10,9	27,0	22,9	-3,2	6,9	23,6	75,9	92,8
75,9	91,3	101,2	112,4	106,3	100,0	119,5	80,5
20,0	15,7	17,8	22,5	17,1	16,1	9,3	12,9
-85,0	-80,0	-96,2	-138,1	-116,6	-92,5	-52,9	-0,6
67,9	62,3	81,1	115,5	99,7	76,4	43,6	-14,4
68,8	65,7	87,7	121,9	94,1	92,6	30,1	13,2

STATENS INDENLANDSKE LÅNOPTAGELSE, 2006				Bilagstabel 4.1
Lånenr.	Pålydende rente, pct.	Titel	Sidste termin	Udstedt beløb i 2006, mio.kr.
Statsobligationer				
490	4	4 pct. stående lån 2010 Udstedt 20. apr 2004-	15. nov 2010	3.850
487	4	4 pct. stående lån 2015 Udstedt 12. feb 2004-26. apr 2006	15. nov 2015	3.090
553	4	4 pct. stående lån 2017 Udstedt 26. jan 2006-	15. nov 2017	24.700
Skatkammerbeviser				
547	0	Skatkammerbevis 2006 II Udstedt 2. maj 2005-1. feb 2006	1. maj 2006	400
548	0	Skatkammerbevis 2006 III Udstedt 1. aug 2005-1. maj 2006	1. aug 2006	3.100
549	0	Skatkammerbevis 2006 IV Udstedt 1. nov 2005-1. aug 2006	1. nov 2006	6.400
589	0	Skatkammerbevis 2006 V Udstedt 3. jul 2006-2. okt 2006	1. dec 2006	8.300
555	0	Skatkammerbevis 2007 I Udstedt 1. feb 2006-1. nov 2006	1. feb 2007	16.960
581	0	Skatkammerbevis 2007 II Udstedt 1. maj 2006-	1. maj 2007	10.160
592	0	Skatkammerbevis 2007 III Udstedt 1. aug 2006-	1. aug 2007	8.360
603	0	Skatkammerbevis 2007 IV Udstedt 1. nov 2006-	3. dec 2007	7.180

STATENS UDENLANDSKE LÅNOPTAGELSE, 2006				Bilagstabel 4.2
Lånenr.	Pålydende rente, pct.	Titel	Sidste termin	Udstedt beløb i 2006, mio.kr.
US Commercial Paper				
244-56 ¹	0	USCP 50 mio.USD Udstedt 14. jun 2006	21. jun 2006	296,4
EURO Commercial Paper				
298-46	0	ECP 50 mio.EUR Udstedt 16. jun 2006	23. jun 2006	372,5

¹ Til udstedelsen er knyttet en valutaterminsforretning med Danmarks Nationalbank, hvor staten ved udløb modtager USD 50.000.000 og betaler EUR 39.782.184,58.

STATENS RENTESWAPTRANSAKTIONER, 2006			Bilagstabel 5
Lånenr.	Startdato	Udløbsdato	Beløb, mio.kr.
Indenlandske renteswaps			
550	11-01-06	11-01-11	500
551	19-01-06	19-01-11	500
552	25-01-06	25-01-11	500
554	27-01-06	27-01-11	500
556	03-02-06	03-02-16	200
557	08-02-06	08-02-16	200
558	17-02-06	17-02-16	200
559	22-02-06	22-02-16	200
560	28-02-06	28-02-16	200
561	01-03-06	01-03-16	200
562	02-03-06	02-03-16	200
563	07-03-06	07-03-16	200
564	08-03-06	08-03-16	200
565	09-03-06	09-03-16	400
566	10-03-06	10-03-16	200
567	16-03-06	16-03-16	200
568	20-03-06	20-03-16	200
569	21-03-06	21-03-16	200
570	22-03-06	22-03-11	400
571	28-03-06	28-03-16	300
572	29-03-06	29-03-16	300
573	31-03-06	31-03-16	300
574	05-04-06	05-04-16	300
575	07-04-06	07-04-16	300
576	10-04-06	10-04-16	300
577	19-04-06	19-04-16	300
578	21-04-06	21-04-16	300
579	24-04-06	24-04-16	300
580	25-04-06	25-04-16	300
582	09-05-06	09-05-16	300
583	11-05-06	11-05-11	400
584	17-05-06	17-05-16	300
585	23-05-06	23-05-16	300
586	02-06-06	02-06-16	200
587	21-06-06	21-06-16	300
588	28-06-06	28-06-16	200
590	05-07-06	05-07-16	300
591	26-07-06	26-07-16	300
593	04-08-06	04-08-16	300
594	11-08-06	11-08-16	300
595	15-08-06	15-08-16	300
596	29-08-06	29-08-16	300
597	31-08-06	31-08-16	200
598	15-09-06	15-09-16	200
599	21-09-06	21-09-16	300
600	27-09-06	27-09-16	200
601	28-09-06	28-09-16	300
602	13-10-06	13-10-16	200
I alt indenlandske renteswaps			13.600

STATENS RENTESWAPTRANSAKTIONER, 2006			Bilagstabel 5
Lånenr.	Startdato	Udløbsdato	Beløb, mio.kr.
Udenlandske renteswaps			
1061	26-10-06	26-10-16	559
1062	31-10-06	31-10-16	373
1063	07-11-06	07-11-16	745
1064	13-11-06	13-11-16	746
1065	21-11-06	21-11-16	746
1067	15-12-06	15-12-16	559
1068	19-12-06	19-12-16	559
I alt udenlandske renteswaps			4.287

Anm.: På samtlige indenlandske renteswaps indgået i 2006 modtages fast rente og betales 6-mdr. Cibur. På samtlige udenlandske renteswap indgået i 2006 modtages fast rente og betales 6-mdr. Euribor.

STATENS VALUTASWAPTRANSAKTIONER¹, 2006

Bilagstabel 6

Låne- nr.	Start- dato	Der modtages			Der betales			Udløbs- dato	En- gangs- beløb, mio.kr.
		Valuta	Mio.kr.	Rente	Valuta	Mio.USD	Rente		
20008	16-02-06	DKK	513,0	3,3996	USD	81,9	4,855	16-11-17	-32,5
20009	12-04-06	DKK	499,0	3,7942	USD	81,9	5,06	12-04-18	6,4
20012	18-08-06	DKK	717,4	3,9378	USD	123,4	5,27	28-08-18	-0,0
20013	10-11-06	DKK	720,2	3,6916	USD	123,4	4,755	10-11-18	-0,0

¹ Valutaswap i forbindelse med genudlån til Danmarks Skibskredit A/S.

INDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 2006				Bilagstabel 7.1
Lånenr.	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	24.951,0
279	7	Stående lån 2007 Udstedt 10. apr 1996-30. dec 1997	15. nov 2007	35.250,0
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 2002-1. aug 2005	15. aug 2008	47.274,0
428	5	Stående lån 2013 Udstedt 19. feb 2002-11. feb 2004	15. nov 2013	78.005,0
487	4	Stående lån 2015 Udstedt 12. feb 2004-26. apr 2006	15. nov 2015	60.000,0
490	4	Stående lån 2010 Udstedt 20. apr 2004-	15. nov 2010	31.890,0
553	4	Stående lån 2017 Udstedt 26. jan 2006-	15. nov 2017	24.700,0
<i>Serielån</i>				
14	5	S 2007 Udstedt 20. okt 1953-12. sep 1958	15. sep 2007 ²	5,3
16	4	S 2017 Udstedt 29. nov 1955-12. sep 1958	15. jun 2017 ²	55,0
<i>Uamortisable</i>				
1	3,5	Dansk Statslån Udstedt 11. dec 1886	uamortisabelt ²	18,2
80	5	Dansk-Islandsk Fond 1918 Udstedt 20. maj 1919	uamortisabelt	1,0
I alt fast forrentede obligationslån				428.796,5

INDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 2006				Bilagstabel 7.1
Lånenr.	Pålydende rente, pct.	Titel ¹	Sidste termin	Udestående beløb, mio.kr.
Skatkammerbeviser				
<i>Nulkuponobligationer</i>				
555	0	Skatkammerbevis 2007 I Udstedt 1. feb 2006-1. nov 2006	1. feb 2007	16.960,0
581	0	Skatkammerbevis 2007 II Udstedt 2. maj 2006-	1. maj 2007	10.160,0
592	0	Skatkammerbevis 2007 III Udstedt 1. aug 2006-	1. aug 2007	8.360,0
603	0	Skatkammerbevis 2007 IV Udstedt 1. nov 2006-	3. dec 2007	7.180,0
I alt skatkammerbeviser				42.660,0
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
I alt præmieobligationslån				200,0
Indenlandske statspapirer i alt				471.656,5
Swap fra DKK til EUR (netto) ³				-12.755,6
Swap fra DKK til USD				-4.862,2
Indenlandsk gæld i alt				454.038,6

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.

³ Valutaswaps fra DKK til EUR fratrukket valutaswaps fra EUR til DKK.

UDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 2006 Bilagstabel 7.2

Lånenr.	Pålydende rente, pct.	Titel	Sidste termin	Udestående beløb, mio.kr. ¹
DKK				
1	3	1894 ²	Uamortisabelt	10,6
2	3,5	1901 ²	Uamortisabelt	4,0
3	3,5	1909 ²	Uamortisabelt	6,0
I alt DKK-lån				20,6
EUR				
794	struk.	1997/07 JPY-lån	29. jan 2007	47,5
-	struk.	1997/07 swap til DEM		-47,5
-	var.	1997/07 swap fra JPY		52,0
799	var.	1997/07 swap til DEM	29. jan 2007	-52,0
-	5,73	1997/07 swap fra DEM (swap knyttet til nr. 794)		52,0
835	2,63	1997/07 JPY-lån	27. jun 2007	237,6
-	2,63	1997/07 swap til DEM		-237,6
-	var.	1997/07 swap fra JPY		264,7
842	var.	1997/07 swap til DEM	27. jun 2007	-264,7
-	5,826	1997/07 swap fra DEM (swap knyttet til nr. 835)		264,7
838	3,46	1997/07 JPY-lån (AUD rente)	20. jun 2007	142,5
-	3,46	1997/07 swap til DEM		-142,5
-	var.	1997/07 swap fra JPY (AUD rente)		169,0
844	var.	1997/07 swap til DEM	20. jun 2007	-169,0
-	5,6925	1997/07 swap fra DEM (swap knyttet til nr. 838)		169,0
850	struk.	1997/07 JPY-lån	10. sep 2007	95,0
-	struk.	1997/07 swap til DEM		-95,0
-	var.	1997/07 swap fra JPY		118,2
853	struk.	1997/07 JPY-lån	09. okt 2007	23,8
-	struk.	1997/07 swap til DEM		-23,8
-	var.	1997/07 swap fra JPY		28,9
855	2,02	1997/07 EIB JPY-lån	20. okt 2007	161,5
-	2,02	1997/07 swap til DEM		-161,5
-	var.	1997/07 swap fra JPY		187,8
862	4	1997/07 USD-lån	19. nov 2007	169,8
-	4	1997/07 swap til DEM		-169,8
-	var.	1997/07 swap fra USD		165,9
879	4,625	1998/08 EUR-lån	04. sep 2008	3.541,6
881	6,25	1998/07 NOK-lån	15. jan 2007	298,7
-	6,25	1998/07 swap til DEM		-298,7
-	var.	1998/07 swap fra NOK		283,2
888	5	1998/07 SEK-lån	08. okt 2007	412,4
-	5	1998/07 swap til DEM		-412,4
-	var.	1998/07 swap fra SEK		388,8
890	5,12	1998/07 SEK-lån	12. okt 2007	412,4
-	5,12	1998/07 swap til DEM		-412,4
-	var.	1998/07 swap fra SEK		386,9
962	4,875	2002/07 EUR-lån	18. apr 2007	11.184,0

UDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 2006

Bilagstabel 7.2

Lånenr.	Pålydende rente, pct.	Titel	Sidste termin	Udestående beløb, mio.kr. ¹
EUR - fortsat				
1000	3,25	2003/08 EUR-lån	14. nov 2008	17.148,8
1015	3,125	2004/09 EUR-lån	15. okt 2009	15.023,8
1018	3,125	2005/10 EUR-lån	15. okt 2010	13.420,8
I alt EUR-lån				62.364,6
Udenlandske lån i alt				62.385,1
Swaps – EUR				
10004	var.	2001/08 swap fra DKK	08. okt 2008	351,0
10005	var.	2001/08 swap fra DKK	15. okt 2008	351,0
10007	var.	2001/07 swap fra DKK	05. nov 2007	500,8
10008	var.	2001/08 swap fra DKK	12. nov 2008	400,3
10009	var.	2001/08 swap fra DKK	19. nov 2008	500,5
10011	var.	2002/09 swap fra DKK	08. jan 2009	400,9
10012	var.	2002/09 swap fra DKK	15. jan 2009	501,3
10013	var.	2002/09 swap fra DKK	28. jan 2009	501,7
10014	var.	2002/07 swap fra DKK	28. jan 2007	501,7
10015	var.	2002/09 swap fra DKK	07. feb 2009	501,9
10016	var.	2002/09 swap fra DKK	19. mar 2009	501,6
10017	var.	2002/09 swap fra DKK	19. mar 2009	301,0
10018	var.	2002/09 swap fra DKK	18. mar 2009	501,6
10019	var.	2002/09 swap fra DKK	18. mar 2009	501,6
10020	var.	2002/09 swap fra DKK	20. jun 2009	501,4
10021	var.	2002/09 swap fra DKK	24. jun 2009	501,6
10022	var.	2002/09 swap fra DKK	02. jul 2009	1.003,7
10023	var.	2002/07 swap fra DKK	19. sep 2007	501,9
10024	var.	2002/07 swap fra DKK	25. sep 2007	501,7
10025	var.	2002/07 swap fra DKK	30. sep 2007	501,9
10026	var.	2002/07 swap fra DKK	04. okt 2007	501,9
10027	var.	2002/07 swap fra DKK	16. okt 2007	501,8
10028	var.	2002/07 swap fra DKK	29. okt 2007	501,6
10029	var.	2002/07 swap fra DKK	31. okt 2007	501,7
10030	var.	2002/07 swap fra DKK	08. nov 2007	501,6
10031	var.	2002/07 swap fra DKK	20. nov 2007	401,6
10032	var.	2002/07 swap fra DKK	26. nov 2007	401,6
10033	var.	2002/07 swap fra DKK	03. dec 2007	401,6
10034	var.	2005/07 swap til DKK	18. jun 2007	-745,6
I alt EUR				12.797,4

UDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 2006				Bilagstabel 7.2
Lånenr.	Pålydende rente, pct.	Titel	Sidste termin	Udestående beløb, mio.kr. ¹
Swaps – USD				
20001	4,164	2004/16 swap fra DKK	30. jun 2016	221,6
20002	4,164	2004/16 swap fra DKK	30. jun 2016	221,8
20003	4,355	2005/17 swap fra DKK	28. jan 2017	234,9
20004	4,4875	2005/17 swap fra DKK	10. feb 2017	396,8
20005	4,497	2005/17 swap fra DKK	11. aug 2017	398,7
20006	4,66	2005/17 swap fra DKK	20. okt 2017	398,7
20007	4,7925	2005/17 swap fra DKK	15. dec 2017	425,3
20008	4,855	2006/17 swap fra DKK	16. nov 2017	443,8
20009	5,06	2006/18 swap fra DKK	12. apr 2018	444,6
20012	5,27	2006/18 swap fra DKK	28. aug 2018	698,5
20013	4,755	2006/18 swap fra DKK	10. nov 2018	698,5
I alt USD				4.583,1
Udenlandsk gæld i alt				79.765,6

¹ Det udestående beløb pr. 31. december 2006 er omregnet til DKK efter følgende kurser pr. 29. december 2006 som kurs pr. 100 enheder: EUR = 745,60, JPY = 4,7512, NOK = 90,51, SEK = 82,47, USD = 566,14. Det udestående beløb pr. 31. december 2006 for de tidligere nationale valutaer i euroområdet er omregnet til DKK via de fastlåste omregningskurser i forhold til EUR: DEM = 1,95583.

² Flermøtende lån, hvor kreditor kan vælge betalingsvaluta efter et fast omregningsforhold. Kan af debitor opsiges med 3 måneders varsel.

STATENS RENTESWAPS PR. 31. DECEMBER 2006

Bilagstabel 8

Udløbsår	Krone-renteswaps	Euro-renteswaps	
	Hovedstol i mio.kr.	Hovedstol, mio.euro	Hovedstol, mio.kr. ¹
2007	9.700	700	5.219
2008	800	50	373
2009	12.550	0	0
2010	14.600	175	1.305
2011	11.950	150	1.118
2012	0	4.235	31.576
2013	4.400	810	6.039
2014	8.500	0	0
2015	1.800	1.500	11.184
2016	10.800	575	4.287
I alt renteswaps	75.100	8.195	61.102

Anm.: På samtlige indenlandske renteswaps modtages fast rente og betales 6-mdr. Cibor. På samtlige udenlandske renteswaps modtages fast rente og betales 6-mdr. Euribor.

¹ Omregnet til DKK efter følgende kurs pr. 29. december 2006: EUR = 745,60.

RATING AF DEN DANSKE STATSGÆLD I INDENLANDSK VALUTA		Bilagstabel 9.1
	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 9.2
	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 9.1 for rating-kategoriernes rangordning.

RATING AF UDVALGTE LANDES STATSGÆLD, JANUAR 2007

Bilagstabel 10

	Moody's		Standard & Poor's	
	Indenlandsk	Udenlandsk	Indenlandsk	Udenlandsk
Australien	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Belgien	Aa1	Aa1	AA+	AA+
Canada	Aaa	Aaa	AAA	AAA
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	A+	A+
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	Aaa	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.: Se anmærkning i bilagstabel 9.1 for rating-kategoriernes rangordning.

Kilde: Moody's 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*.

Annuitetslån

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

Asset Liability Management (ALM)

Et risikostyringsprincip, som går ud på at betragte alle aktiver og passiver i en *portefølje* under ét for herigennem at minimere risikoen på den samlede *portefølje*. Princippet er udbredt i private finansielle institutioner. Det muliggør, at risikoen kan begrænses ved at matche de finansielle karakteristika på henholdsvis aktiver og passiver, således at den ene side af balancen hedger den anden.

Asset swap

En swap knyttet til konkrete aktiver, hvorved investor omlægger de pågældende aktivers rentesats og/eller valuta.

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" fastsættes en skæringskurs ud fra de indkomne bud, og alle, der har budt skæringskursen eller derover, tilgodeses til skærings-

kursen. Hvis den samlede mængde bud til skæringskursen og derover overstiger den mængde, der af udstederen ønskes solgt, kan der ske pro rata-tildeling. Det indebærer, at de bydere, der har indgivet bud til selve skæringskursen, kun får honoreret en del af deres bud. Den danske stat anvender auktioner med "uniform pricing" i forbindelse med salg af skatkammerbeviser, hvor der bydes på renten frem for på kursen.

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

Bailout

Når en institution eller et land garanterer for en anden institution eller et andet lands finansielle forpligtelser.

Basispoint

1 basispoint er 0,01 procentpoint. Anvendes bl.a. til at angive forskelle i rentesatser på to obligationer (*rentespænd*).

Benchmarkobligation

Benyttes om en obligation, der er toneangivende på obligationsmarkedet. Ændringer i benchmarkstatus for danske statsobligationer besluttet og offentliggøres af Statsgældsforvaltningen efter drøftelse i *Primary dealer*-komitéen.

Bid ask- eller bid offer-spænd

Se *bud-/udbudspris*.

Bruttofinansieringsbehov

Bruttofinansieringsbehovet opgøres som *nettofinansieringsbehovet* tillagt afdrag på indenlandsk og udenlandsk gæld inkl. opkøb, fire statslige fondes nettoobligationskøb samt statens valutaswapbetalinger (passivbenet i statens valutaswaps). Se også *lånebehov*.

Bud-/udbudspris

Også kaldet bud-/udbudskurs eller bid-ask. Bud-/udbudsprisen er købs-/salgsprisen set fra prisstillerens side. Forskellen mellem bud- og udbudsprisen betegnes *bid ask-spænd*.

Cash management

Statens cash management omfatter likviditetsmæssig styring af statens konto og betalingsstrømmene herfra. Cash management er nødvendig pga. tidsmæssige forskydninger mellem statens ind- og udbetalinger.

Rammerne for statens cash management er givet ved EU-traktatens forbud mod monetær finansiering kombineret med *normen* for statens låntagning.

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 otte 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*.

Clean price

Kursen på en obligation eksklusive vedhængende renter. Se også *vedhængende rente* og *dirty price*.

Clearing og afvikling

Ved clearing opgøres hver deltagers køb og salg, hvorved de enkelte deltagers nettoposition fremkommer. Ved afvikling forstås afslutning af handel ved endelig afregning af aftalte forpligtelser.

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 på det 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 renteudvikling. 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. Absolut CaR udtrykker derfor risikoen på gældsporteføljen ved en given strategi.

Credit default swap

En forsikring mod en modparts misligholdelse af sine finansielle forpligtelser. Køberen af en credit default swap (forsikringstager) betaler løbende en præmie til sælgeren (forsikringsgiver), og sælgeren forpligter sig til at betale en kompensation til køberen i tilfælde af misligholdelse på det bagvedliggende aktiv. Hermed flyttes kreditrisikoen på et aktiv fra forsikringstager til forsikringsgiver.

Cross default

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

Derivat

Se afledt finansielt instrument.

Dirty price

Kursen på en obligation inklusive vedhængende renter. Se også *vedhængende rente* og *clean price*.

Diskonto

Nationalbankens diskonto er en signalrente, der angiver det overordnede niveau for Nationalbankens pengepolitiske renter.

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.

Eksponering

En eksponering er en finansiell position, der indebærer risiko for tab eller gevinst, hvis markedsforholdene ændrer sig. Eksempelvis indebærer en valutaeksponering risiko for tab eller gevinst, hvis valutakurserne ændrer sig, og en renteeksponering indebærer risiko for tab eller gevinst, hvis renterne ændrer sig.

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 *MTSDenmark*. 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 lineært 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*. Se også *Cibor* og *Libor*.

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*.

Fraktil

Talværdi, som angiver, hvor stor en del af observationerne, der ligger under den pågældende talværdi. Fx angiver 95 pct. fraktilen for de maksimale renteomkostninger (absolut CaR), at renteomkostningerne på statens gæld i et givet år med 95 pct. sandsynlighed er lavere end denne værdi.

Genudlån

Genudlån er lån fra staten til statslige selskaber og Danmarks Skibskredit A/S. 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. Låneprovenuet udbetales fra statens konto. Det afledte finansieringsbehov dækkes ved de løbende udstedelser.

Derudover har Danmarks Skibskredit A/S adgang til en genudlånsordning, hvor genudlånene ydes som fastforrentede serielån med en løbetid på op til 12 år. Genudlån til Danmarks Skibskredit A/S kan ske i både kroner og US dollar.

Genudlånsvifte

Viften af statspapirer, der kan ydes *genudlån* i. Genudlånsviften fastlægges af Statsgældsforvaltningen og omfatter alle fastforrentede statsobligationer af typen stående lån i danske kroner i løbetidssegmenter mellem 2 og 10 år. Genudlån finansieres med *primære udstedelsespapirer*.

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 eventuelt bliver tvangsrealiseret. Staten benytter sig af haircuts ved modparters sikkerhedsstillelse i forbindelse med *swaps* og udlån af statspapirer.

Home bias

Når investorer udviser tendens til at foretrække det indenlandske marked fx på baggrund af bedre kendskab til hjemmemarkedet, specifikke præferencer for indenlandske aktiver eller lovgivningsmæssige forhold.

ICMA (International Capital Market Association)

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

ICMA blev oprettet 1. juli 2005 ved en fusion mellem International Securities Market Association (ISMA) og International Primary Market Association (IPMA).

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 bl.a. *swaps*.

ISDA Master Agreement

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

Konverterbar obligation

Obligation, der af låntager kan førtidsindfries på forud fastlagte betingelser. Er ensbetydende med, at låntager har en call option på obligationen.

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* og *genudlån*.

Kreditværdighed

Vurdering af debtors vilje og evne til at honorere sine forpligtelser. Se også *rating*.

Libor (London Inter Bank Offered Rate)

Den rentesats, hvortil et pengeinstitut på London interbankmarkedet 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*. Se også *Cibor* og *Euribor*.

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.

Markedsrisiko

Risikoen for, at bevægelser i markedspriserne (fx renter, valuta-, obligations- og aktiekurser) medfører tab.

Market maker

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

MTS Associated Markets (MTSAM)

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

MTSDenmark (MTSDk)

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

Nettofinansieringsbehov

Nettofinansieringsbehov opgøres som underskuddet på statens DAU-saldo tillagt *genudlån* (netto for indfrielse) samt beholdningsbevægelser og periodiseringer.

Norm

Rammen for fordelingen af statens indenlandske og udenlandske låntagning. Normen for den indenlandske låntagning fastsætter, at den indenlandske låntagning i kroner for året som helhed svarer til statens samlede finansieringsbehov (det såkaldte bruttokasseunderskud) fratrasket afdrag på den udenlandske statsgæld. Herudover er der mulighed for indenlandsk låntagning i kroner, hvis den udenlandske statsgæld nedbringes tilsvarende. Normen for den udenlandske låntagning fastsætter, at statens afdrag på statsgælden i fremmed valuta (den udenlandske statsgæld), herunder opkøb og førtidsindfrielse, normalt refinansieres ved udenlandsk låntagning.

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 og *Commercial Paper* 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 at opretholde likvide udstedelsespapirer og til at udjævne statens afdragsprofil.

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.

Over-the-Counter (OTC)

Handel med finansielle produkter uden om en børs, fx via et dealer netværk eller over telefonen.

Par-rente

Par-renter er renter korrigeret for forskelle i obligationernes restløbetid og anvendes fx ved sammenligning af renter over tid eller på tværs af lande. De beregnes på baggrund af estimerede nul kuponrentekurver. Eksempelvis er par-renten for en 10-årig dansk statsobligation den kuponrente, der sikrer, at et syntetisk *stående lån* med en løbetid på præcis 10 år har en teoretisk værdi på 100 ("par") beregnet ud fra nul kuponrentekurven for danske statspapirer.

Pengepolitiske modparter

Betegnelsen for de finansielle institutioner, som har adgang til de pengepolitiske instrumenter: Indskud af midler i Nationalbanken på dag-til-dag-basis, 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

Betegnelse 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 specifikke statspapirer. Primary dealere har typisk eneret til at byde ved statspapirauktioner. 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).

Primære udstedelsespapirer

Statspapirserier, der er under opbygning, og som udstedes for at dække det aktuelle indenlandske lånebehov. Primære udstedelsespapirer er åbne for løbende *emission* (key on-the-run issues).

Primært marked

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

Rating

Karakter for *kreditværdighed* givet af kreditvurderingsinstitutter som fx Fitch, Moody's og Standard & Poor's, jf. bilagstabel 9 og 10.

Refinansieringsrisiko

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

Rentefixing

Rentefixingen opgjort på et givet tidspunkt er det beløb, der skal fastsættes ny rente på inden for ét år.

Rentekurve

Se *rentestruktur*.

Renterisiko

I forbindelse med statsgæld er renterisiko risikoen for højere renteomkostninger som følge af renteutviklingen. Se også *refinansieringsrisiko* og *markedsrisiko*. 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* (*parrentespænd*).

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.

Risikofri rente

Den risikofrie rente er den rente, som man kan få i markedet uden at påtage sig risiko. Som risikofri rente anvendes ofte renten på kortere, likvide statsobligationer med høj kreditrating eller renten på skatkamemberbeviser. Se også *risikopræmie*.

Risikopræmie

Ekstra betaling for at holde et risikofyldt aktiv. Se også *risikofri rente*.

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*.

Statsgaranteret selskab

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, Forebyggelsesfonden (fra 2007) og indeståendet på statens konto i Danmarks Nationalbank.

Strategiske benchmarks

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

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 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 finansiel 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 ofte som den notionelle værdi. Statens renteswaps indgår 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 rente, som enten betales eller modtages i en renteswap.

Swapspænd

Swapspændet angiver forskellen mellem den faste rente, som staten modtager i en renteswap, og den effektive rente på en statsobligation med tilsvarende løbetid.

Swaption

En option på en *swap*. Køberen af en swaption har ret, men ikke pligt, til at indgå en swap på forud aftalte betingelser.

Tapsalg

Løbende *emission* i samme serie. I Danmark udstedes statsobligationer primært ved tapsalg. Se også *Auktion*.

Telematico

Det dominerende elektroniske handelssystem for engroshandel med europæiske *benchmarkobligationer*, se også MTSDenmark.

Terminering

Når en swaptale 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.

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 *terminskontrakt* om fremtidig levering af varer, værdipapirer eller valuta.

Ticks

1 tick er 0,01 kurspoint. Anvendes fx til at måle forskelle i *bud- og ud-budspriser* på obligationer (bid ask-spænd).

Uamortisabelt lån

Uendeligt løbende lån. Dvs. de eneste betalinger er de løbende kupon-betalinger. Den danske stat har nogle få og små uamortisable lån fra slutningen af 1800-tallet og begyndelsen af 1900-tallet.

Valutakursrisiko

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

Valutareserve

Formålet med Nationalbankens valutareserve er først og fremmest at understøtte den danske fastkurspolitik over for euroområdet. Valutareserven er 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 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

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

Varighed ses i andre sammenhænge 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. Se også *clean price* og *dirty price*.

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 statspapirer til *primary dealers* i danske statspapirer (værdipapirudlånsordning).

ØMU-gæld

Opgørelse af bruttogælden for staten, regioner og kommuner opgjort til nominel værdi. Fordringer, som de offentlige delsektorer har på hinanden, kan modregnes i opgørelsen. ØMU-gælden er defineret med udgangspunkt i nationalregnskabet og har baggrund i EU-traktatens samt stabilitets- og vækstpaktens bestemmelser for overvågning af uforholdsmæssigt store offentlige underskud og offentlig gæld.