



Danmarks
Nationalbank

Statens låntagning
og gæld



STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD 2009

Tryk: Rosendahls- Schultz Grafisk A/S

ISSN: 0902-6681

1398-3873 (online)

Danmarks Nationalbank

Havnegade 5

1093 København K

Telefon: 33 63 63 63

Telefax: 33 63 71 15

www.statsgaeld.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 2010.

Indhold

HOVEDPUNKTER FOR STATSGÆLDSPOLITIKKEN	7
---	---

HOVEDPRINCIPPER

1. HOVEDPRINCIPPER FOR FORVALTNINGEN AF STATENS GÆLD	
1.1 Porteføljer under Statsgældsforvaltningen	17
1.2 Statsgældsforvaltningens målsætning	18
1.3 Statsgældsforvaltningens opgaver	18
1.4 Strategi for forvaltningen af statens gæld	19
1.5 Norm for indenlandsk og udenlandsk låntagning	20
1.6 Organisering af Statsgældsforvaltningen	21
1.7 Information om statsgælden	23

BERETNINGSKAPITLER

2. STATSGÆLDSPOLITISKE TENDENSER I 2009	
2.1 Fortsat finansiell uro i begyndelsen af 2009	27
2.2 Forbedring af kapitalmarkederne fra 2. kvartal	30
2.3 Opjustering af statslige lånebehov	32
3. LÅNTAGNING I 2009	
3.1 Renteudviklingen for danske statspapirer	35
3.2 Rentespænd til Tyskland	35
3.3 Indenlandsk låntagning	38
3.4 Opkøb	40
3.5 Udenlandsk låntagning	40
3.6 Statens konto	44
3.7 Ejerandele i indenlandske statspapirer	45
4. STRATEGI 2010	
4.1 Udstedelsesstrategien i de kommende år	47
4.2 Udstedelsesstrategi i 2010	48
5. STATENS GÆLD OG RENTEUDGIFTER	
5.1 Statsgælden steg i 2009	53
5.2 Stigende statsgæld har medført højere renteudgifter	55
5.3 Opgørelser af offentlig gæld	56

6.	UDSTEDELSE OG HANDEL MED STATSPAPIRER	
6.1	Primary dealer-ordning i danske statspapirer	59
6.2	Platforme for market making i 2010	62
6.3	Market making i 2009	63
6.4	Omsætning i danske statspapirer	64
6.5	Udstedelse af statsobligationer	66
7.	MIDLERNE I DE STATSLIGE FONDE	
7.1	Den Sociale Pensionsfond	69
7.2	Højteknologifonden	71
7.3	Forebyggelsesfonden	71
8.	GENUDLÅN OG STATSLIGE LÅNEGARANTIER	
8.1	Formål og rammer	73
8.2	Udlånsordninger som følge af den finansielle krise	75
8.3	Genudlån i 2009	77
8.4	Statslige lånegarantier i 2009	78
8.5	Udvikling i genudlån og statslige lånegarantier	79
9.	RISIKOSTYRING	
9.1	Renterisiko	81
9.2	Valutakursrisiko	84
9.3	Kreditrisiko	85

SPECIALKAPITLER

10.	STYRING AF STATENS RENTERISIKO	
10.1	Risikostyring på konsolideret basis	93
10.2	Adskillelse af udstedelsesstrategien og risikostyringen	94
10.3	Renterisiko	96
10.4	Rentefixing	96
10.5	Cost-at-Risk modellen	98
10.6	Budgetrisiko	101
10.7	Instrumentrisiko	102
10.8	Sammenfatning	103
11.	UDSTEDELSESSTRATEGIEN DE KOMMENDE ÅR	
11.1	Konsolidering af statens låntagning	105
11.2	Krisen har medført underskud på statens finanser	106
11.3	Udstedelsesstrategi tilpasset højere lånebehov	107
11.4	Strategien er robust ved forværring af statens finanser	109

12.	NYE MARKET MAKING FORPLIGTELSE FOR PRIMARY DEALERE	
12.1	Internationale tendenser	111
12.2	Nyt dansk market making system fra januar 2010	113

BILAG

INFORMATION OM STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD	121
PRINCIPPER FOR STYRING AF KREDITRISIKO PÅ STATENS SWAPS	123
VILKÅR FOR STATENS OG DEN SOCIALE PENSIONS FOND	
VÆRDIPAPIRUDLÅNSORDNINGER	125

BILAGSTABELLER

1.	Statsgælden, ultimo 1999-2009	130
2.	Renter og afdrag på statens gæld, ultimo 2009	132
3.	Statens DAU-, netto- og bruttokassesaldo, 1999-2009	134
4.	Statens lånoptagelse, 2009	136
5.	Statens renteswaptransaktioner, 2009	140
6.	Statens valutaswaptransaktioner, 2009	141
7.	Statslån, ultimo 2009	142
8.	Statens renteswaps, ultimo 2009.....	147
9.	Rating af den danske statsgæld	148
10.	Rating af udvalgte landes statsgæld, januar 2010	149
ORDLISTE OVER FINANSIELLE BEGREBER		150

Hovedpunkter for statsgældspolitikken

STATSGÆLDSPOLITISKE TENDENSER I 2009

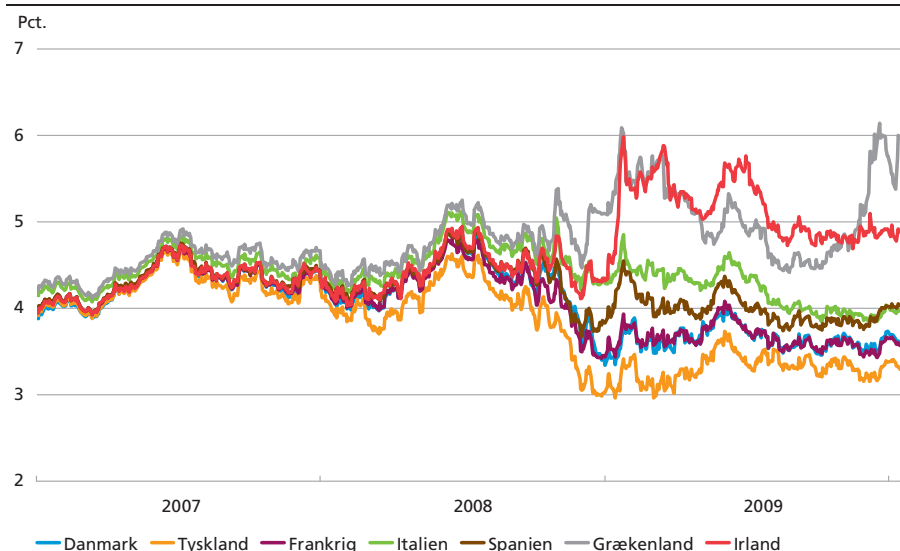
Afmatningen i verdensøkonomien medførte sammen med de finansielle hjælpepakker en kraftig stigning i de statslige lånebehov. Ved indgangen af året var der stor usikkerhed i det finansielle system, hvilket gav bekymring for om stigningen i udbuddet af statsobligationer kunne absorberes i markedet uden store rentestigninger. Statsgældsforvaltningerne øgede på den baggrund fleksibiliteten i udstedelsesstrategierne. Udstedelserne blev koncentreret i korte statspapirer, og der blev anvendt flere udstedelsesmetoder.

Usikkerheden på de finansielle markeder og øget risikoaversion blandt investorerne medførte, at der fortsat var efterspørgsel efter statsobligationer. Investorerne var dog mere selektive i deres investeringer, hvilket øgede renteforskellene blandt de statslige udstedere, jf. figur 1.

Forholdene på de finansielle markeder blev forbedret i løbet af 2. kvartal, hvilket afspejlede en lempelig penge- og finanspolitik. På trods af en yderligere opjustering af de statslige lånebehov var statsgældsforvaltningernes adgang til kapitalmarkederne forbedret, og udstedelserne

10-ÅRIGE STATSRENTER

Figur 1



Anm.: Renter er korrigeret for løbetidsforskelle.

Kilde: Bloomberg.

blev mere ligeligt fordelt på løbetidssegmenter. Højere risikovillighed blandt investorerne og lavere volatilitet på kapitalmarkederne betød, at de fleste landes rentespænd til Tyskland blev indsnævret.

Udsigter for 2010

I 2010 er der globalt set udsigt til store underskud på statsfinanserne, hvilket øger konkurrencen blandt statslige udstedere. Investorenes fokus på kreditværdighed indebærer, at der fortsat er en betydelig forskel på landenes finansieringsomkostninger. Kapitalmarkederne er forbedret i forhold til sidste år, men der er stor usikkerhed forbundet med en tilbagerulning af den ekspansive penge- og finanspolitik.

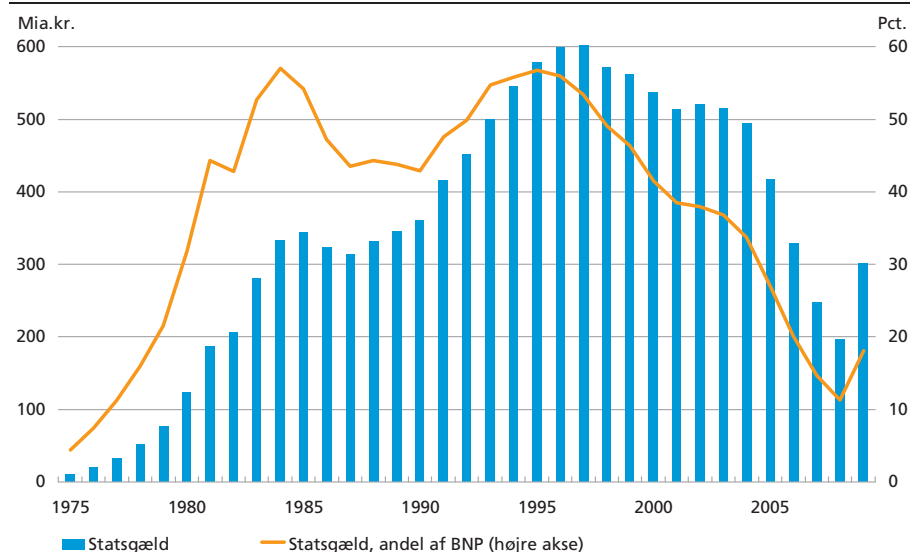
STATSGÆLDEN I 2009

I 2009 steg den danske statsgæld efter en årrække med store overskud på statens finanser, jf. figur 2. Ved udgangen af året var statsgælden 302 mia.kr., svarende til 18 pct. af BNP. Målt pr. indbygger er statsgælden steget fra ca. 35.000 kr. i 2008 til ca. 55.000 kr. i 2009.

Hovedparten af stigningen i statsgælden skyldes statslige genudlån til Finansiell Stabilitet A/S og kapitalindskud i penge- og realkreditinstitutter. Korrigeres for kapitalindskud i penge- og realkreditinstitutter og statslige genudlån udgjorde gælden 173 mia.kr., svarende til 10 pct. af BNP, jf. tabel 1.

STATSGÆLDEN, 1975-2009

Figur 2



STATSGÆLDEN ULTIMO 2009

Tabel 1

	Mia.kr.	Pct. af BNP
Indenlandsk gæld	488	29
Udenlandsk gæld	140	8
Statslige fonde	-115	-7
Statens konto i Danmarks Nationalbank	-211	-13
Statsgælden	302	18
Kapitalindskud i penge- og realkreditinstitutter	-46	-3
Genudlån til Finansiell Stabilitet A/S	-29	-2
Øvrige genudlån	-53	-3
Statsgælden korregeret for genudlån og kapitalindskud	173	10

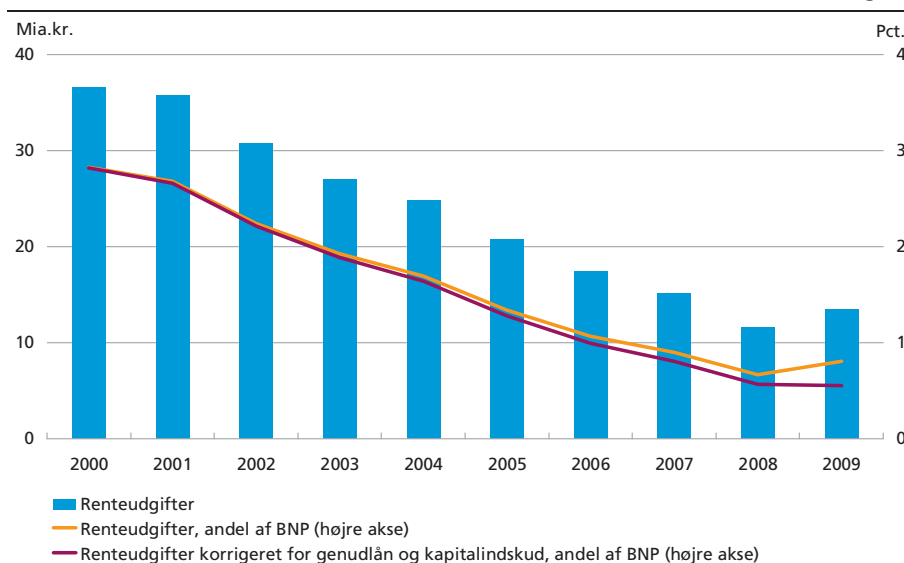
Anm.: Positivt fortegn angiver et passiv, og negativ fortegn et aktiv.

Renteudgifter

Stigningen i statsgælden i 2009 medførte, at renteudgifterne steg med 1,8 mia.kr. til 13,5 mia.kr., jf. figur 3. Statens omkostninger til finansiering af genudlån og kapitalindskud i penge- og realkreditinstitutter modsvares af selskabernes rentebetalinger. Renten på kapitalindskudene er i gennemsnit 10,1 pct., hvilket afspejler den risiko, staten påføres ved at stille kapital til rådighed. Når renteudgifterne på statsgælden korrigeres for renteindtægter fra genudlån og kapitalindskud, faldt renteudgifterne med 0,6 mia.kr. i 2009.

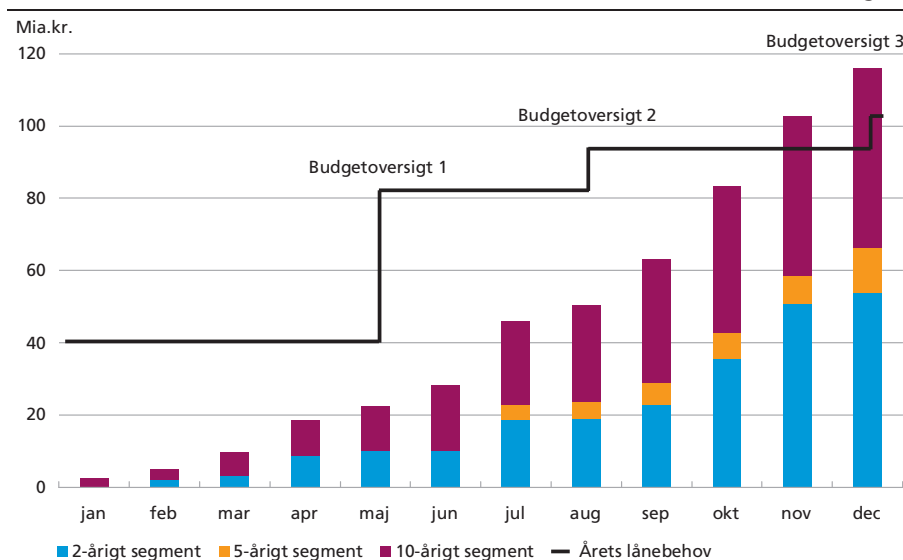
UDVIKLING I STATENS RENTEUDGIFTER

Figur 3



AKKUMULEREDE UDSTEDELSER OG LÅNEBEHOV, 2009

Figur 4



Anm.: Der blev endvidere udstedt for 0,9 mia.kr. i det 30-årige segment.

STATENS LÅNTAGNING

Indenlandsk låntagning

Statens indenlandske låntagning var i begyndelsen af 2009 fokuseret på at opbygge det 10-årige låneviftepapir. Som følge af opjusteringer af lånebehovet blev udstedelsesstrategien i 2. halvår ændret til en ligelig fordeling mellem de 2- og 10-årige løbetidssegmenter, jf. figur 4. Derudover blev udstedelser i det 5-årige segment genoptaget.

Statens indenlandske låntagning i 2009 var 117 mia.kr., hvilket var 14 mia.kr. højere end lånebehovet. Det afspejler, at Statsgældsforvaltningen i slutningen af året påbegyndte finansieringen af lånebehovet for 2010.

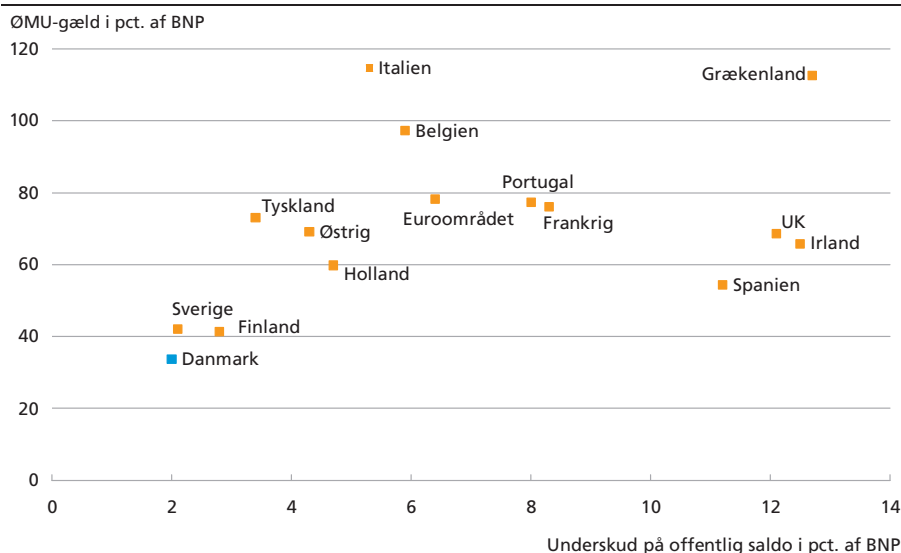
Udenlandsk låntagning

I lyset af den finansielle uro blev det ved indgangen til 2009 vurderet hensigtsmæssigt at øge statens bidrag til valutareserven. På den baggrund optog staten i 1. halvår mellem- og langfristet udenlandsk gæld for 82 mia.kr. Lånene var primært fordelt på 3-årige dollarlån og et 5-årigt euro-lån. Samtidig blev statens kortfristede udenlandske gæld i form af Commercial Paper nedbragt.

I 2. halvår steg valutareserven som følge af Danmarks Nationalbanks interventionskøb af valuta i markedet. På den baggrund blev det besluttet ikke at refinansiere udenlandsk gæld, der forfaldt i 2. halvår. Statens udenlandske gæld blev i 2009 netto øget med 6 mia.kr.

OFFENTLIGE UNDERSKUD OG ØMU-GÆLD I PCT. AF BNP, 2009

Figur 5



Anm.: ØMU-gælden omfatter den offentlige bruttogæld. Siden Europakommissionens efterårsprognose er de fleste landes offentlige finanser forværret. Europakommissionen offentliggør en ny prognose i foråret 2010.

Kilde: Europakommissionens efterårsprognose, august 2009.

GÆLDSNIVEAUET ER LAVT I INTERNATIONAL SAMMENHÆNG

Både den indenlandske og udenlandske gæld er tildelt den højeste kreditvurdering AAA hos ratingbureauerne Fitch Ratings, Moody's og Standard & Poor's. Danmarks kreditvurdering afspejler bl.a., at gældsniveauet er lavt i en international sammenhæng, jf. figur 5.

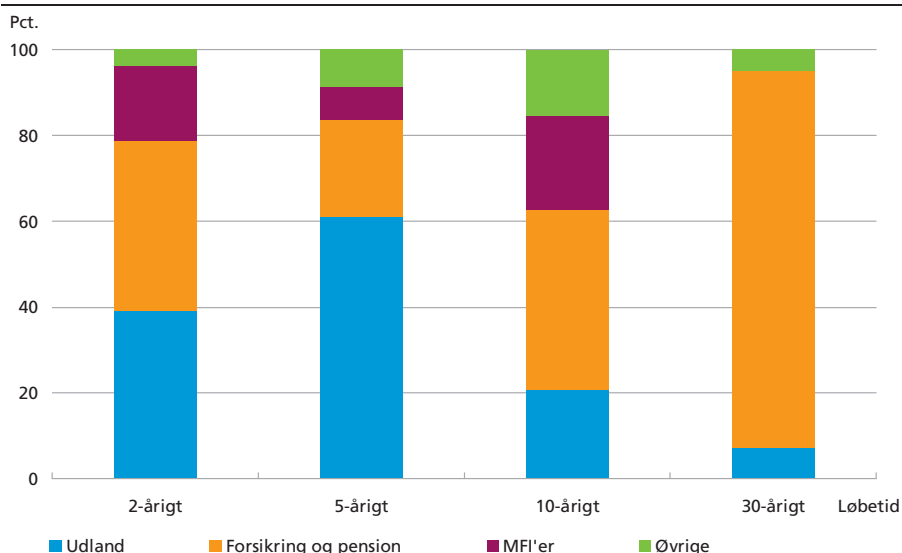
Ejerandele i indenlandske statsobligationer

Danmarks høje kreditværdighed bidrog til, at udlandet fortsat køber danske statspapirer. Udlandet ejede ca. en tredjedel af statens kroneobligationer ved udgangen af 2009. Udlandet ejer primært statsobligationer i de korte løbetidssegmenter, jf. figur 6.

Forsikrings- og pensionssektoren er den største investorgruppe med en ejerandel på knap 50 pct. Forsikrings- og pensionssektorens ejerandel er størst i de længere løbetidssegmenter. Det afspejler, at danske pensionselskaber har lange forpligtelser og derfor har en naturlig interesse i lange udstedelser. Ejerfordelingen i indenlandske statsobligationer var stort set uforandret gennem 2009.

EJERANDELE I INDENLANDSKE STATSPAPIRER, ULTIMO 2009

Figur 6



Anm.: Ejerfordelingen er ekskl. statslige fondes beholdninger. MFI'er omfatter primært banker og realkreditinstitutter.
Kilde: Danmarks Nationalbank, Værdipapirstatistik.

UDSTEDELSESTRATEGIEN DE KOMMENDE ÅR

Store overskud på statens finanser i 2005-2008 betød, at statens obligationsudstedelser blev fokuseret mod det 10-årige løbetidssegment, jf. *Statsgældspolitikken i lyset af faldende gæld*¹. Med udsigt til underskud på statens finanser de kommende år har det været nødvendigt at evaluere udstedelsesstrategien allerede to år efter rapporten om faldende gæld. Det er fremover nødvendigt at opbygge obligationer i flere løbetidssegmenter end det 10-årige. Strategien er at udstede obligationer i det 2-, 5- og 10-årige løbetidssegment baseret på en 40-20-40 procentuel fordeling. Derudover genåbnes skatkammerbevisprogrammet.

Strategi for udstedelser i 2010

Statens indenlandske udstedelsesbehov er 107 mia.kr. i 2010. I 1. halvår 2010 fortsætter udstedelserne i de eksisterende 2-, 5- og 10-årige låneviftepapirer, jf. tabel 2. I 2. halvår åbnes et nyt 5-årigt låneviftepapir med udløb i 2016, hvor der er et hul i statens afdragsprofil. Derudover åbnes et nyt 10-årigt låneviftepapir med udløb i 2020 eller 2021. Obligationsudstedelserne følger som udgangspunkt en 40-20-40 procentuel fordeling. Udestående i den 30-årige obligation kan opbygges til om-

¹ Statens låntagning og gæld 2007.

PRIMÆRE LÅNEVIFTEPAPIRER I 1. HALVÅR 2010

Tabel 2

Løbetid < 1 år	Skatkammerbeviser
2-årigt segment	4 pct. stående lån 2012
5-årigt segment	4 pct. stående lån 2015
10-årigt segment	4 pct. stående lån 2019
30-årigt segment	4,5 pct. stående lån 2039

kring 90 mia.kr. Derudover åbnes et skatkammerbevisprogram 25. februar, der forventes at dække omkring 40 mia.kr. af udstedelsesbehovet, jf. boks 1.

Statsgældsforvaltningen genoptog den udenlandske låntagning i slutningen af 2008 efter nogle års fravær. Fraværet på de internationale lånemarkeder betød, at en række investorer på ny skulle have mandat til at investere i danske udstedelser, og det var nødvendigt at genetablere en bredere kontaktflade med investorer og internationale banker.

For at sikre adgangen til de udenlandske lånemarkeder er det fremover strategien årligt at udstede et 5-årigt eurolån på 1-2 mia.euro.

HANDEL OG UDSTEDELSE AF STATSPAPIRER

Primary dealer-gruppen

Danske statsobligationer udstedes til og købes op fra banker, som har indgået en primary dealer-aftale med staten. Statens primary dealere i statsobligationer omfatter 10 regionale og internationale banker, jf.

UDSTEDELSESTRATEGI 2010

Boks 1

Indenlandsk strategi

- Der udstedes statsobligationer med udgangspunkt i en 40-20-40 procentuel fordeling på de 2-, 5- og 10-årige løbetidssegmenter.
- I 2. halvår 2010 åbnes et nyt 5-årigt låneviftepapir med udløb i 2016. Papiret opbygges mod et endeligt udestående på omkring 40 mia.kr. over en 2-årig periode.
- I 2. halvår 2010 åbnes et nyt 10-årigt låneviftepapir med udløb i 2020 eller 2021. Papiret opbygges mod et endeligt udestående på omkring 80 mia.kr. over en 2-årig periode.
- Skatkammerbeviser dækker omkring 40 mia.kr. af det indenlandske udstedelsesbehov.
- Udestående i 4,5 pct. stående lån 2039 kan opbygges til omkring 90 mia.kr.
- Der kan udstedes i de øvrige stående lån.

Udenlandsk strategi

- I 2010 udstedes et 5-årigt eurolån på 1-2 mia.euro.

PRIMARY DEALERE OG MARKET TAKERE, 2010		Tabel 3
Primary dealere i statsobligationer	Primary dealere i skatkammerbeviser	Market taker i statspapirer
Barclays Bank	Arbejdernes Landsbank	Bank of America Merrill Lynch
BNP Paribas	Danske Bank	Citigroup
Danske Bank	JP Morgan	Commerzbank
JP Morgan	Jyske Bank	Deutsche Bank
Morgan Stanley	Nordea	DZ Bank
Nordea	Nykredit Bank	Nomura
Nykredit Bank	SEB	Royal Bank of Scotland
SEB	Sydbank	
Spar Nord Bank		
Sydbank		

Anm.: En market taker kan handle på priser stillet af primary dealere, men har ikke selv mulighed for at stille priser. Banker, som er primary dealer i enten statsobligationer eller skatkammerbeviser, kan være market taker i det statspapirsegment, hvor de ikke er primary dealer.

tabel 3. I forbindelse med genåbningen af skatkammerbevisprogrammet er der etableret en primary dealer-ordning for skatkammerbeviser med otte deltagere. En bred gruppe af primary dealere skærper interessen for danske statspapirer og understøtter konkurrencen ved statens udstedelser og opkøb.

Udstedelse via auktioner suppleret med tapsalg

Statsgældsforvaltningen introducerede regelmæssige auktioner i 2009. Erfaringerne med udstedelse via auktioner var positive. Derfor er det strategien at fortsætte udstedelsen af statsobligationer via regelmæssige auktioner suppleret med tapsalg. Fastholdelsen af udstedelsen via tapsalg medfører et løbende udbud af statspapirerne i låneviften, hvilket gør det lettere for banker at imødekomme efterspørgsel fra investorer uden for auktionsdagene.

Hovedprincipper

KAPITEL 1

Hovedprincipper for forvaltningen af statens gæld

Statsgælden udgøres af den indenlandske og den udenlandske gæld, aktiverne i tre statslige fonde og indeståendet på statens konto. Forvaltningen af statens gæld varetages af Statsgældsforvaltningen i Danmarks Nationalbank, som på vegne af Finansministeriet låner på de finansielle markeder for at dække statens finansieringsbehov.

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

Den finansielle krise har understreget hensynet til at lette statens adgang til kapitalmarkederne på længere sigt samt at understøtte det indenlandske kapitalmarked.

PORTEFØLJER UNDER STATSGÆLDSFORVALTNINGEN

1.1

Statsgælden opgøres som den nominelle værdi af indenlandsk og udenlandsk gæld fratrukket statens indestående i Danmarks Nationalbank og aktiverne i tre statslige fonde¹.

Indenlandsk og udenlandsk gæld defineres ved gældens valutamæssige eksponering. Den indenlandske gæld er eksponeret i kroner, og den udenlandske gæld er eksponeret i valuta. Hovedparten af den udenlandske gæld er eksponeret i euro.

Aktiverne i de tre statslige fonde, der administreres af Statsgældsforvaltningen, er placeret i danske statspapirer og andre børsnoterede kroeobligationer. Staten holder likvide midler på en konto i Danmarks Nationalbank, hvorfra statens store ind- og udbetalinger afvikles.

Statsgælden ultimo 2009 udgjorde 302 mia.kr., svarende til 18 pct. af BNP, jf. tabel 1.1.1. Statsgælden korrigeret for genudlån og kapitalindskud i penge- og realkreditinstitutter udgjorde 173 mia.kr., svarende til 10 pct. af BNP.

¹ Den Sociale Pensionsfond, Forebyggelsesfonden og Højteknologifonden.

STATSGÆLDEN		Tabel 1.1.1
Mia.kr.		Ultimo 2009
Indenlandsk gæld		488
Udenlandsk gæld		140
Statslige fonde		-115
Statens konto i Danmarks Nationalbank		-211
Statsgælden		302
Statslige genudlån		-82
Kapitalindskud i penge- og realkreditinstitutter		-46
Statsgælden korrigeret for genudlån og kapitalindskud		173

Anm.: Positivt fortegn angiver et passiv, og negativt fortegn et aktiv.

STATSGÆLDSFORVALTNINGENS MÅLSÆTNING

1.2

Den overordnede målsætning for Statsgældsforvaltningen 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 at understøtte et velfungerende indenlandsk kapitalmarked.

Den finansielle krise har understreget hensynet til at lette statens adgang til kapitalmarkederne på længere sigt samt at understøtte det indenlandske kapitalmarked.

STATSGÆLDSFORVALTNINGENS OPGAVER

1.3

Statsgældsforvaltningen varetager forvaltningen af statens låntagning og gæld inden for følgende områder:

Opgørelse af finansieringsbehov og udstedelse af statspapirer

- Opgørelse af statens finansieringsbehov på baggrund af Finansministeriets prognose for statens finanser
- Udstedelse af indenlandske statspapirer til dækning af statens finansieringsbehov
- Udstedelse af udenlandske lån af hensyn til valutareserven
- Etablering af rammer, som understøtter et velfungerende statspapirmarked, fx ved at have aftaler med primary dealere i danske statspapirer om løbende prisstillelse (market making).

Risikostyring

- Analyser og styring af risikoen på statsgældsporteføljen. Risikoen på statens finansielle aktiver og passiver styres samlet
- Kreditrisikostyring af valuta- og renteswaps.

Administration af statens фонде, genudlån og statsgarantier

- Forvaltning af aktiverne i de tre statslige фонде
- Administration af en række selskabers adgang til genudlån og statsgarantier.

Rådgivning og internationalt samarbejde

- Rådgivning til Finansministeriet i spørgsmål vedrørende statens øvrige finansielle risici, fx renterisici i relation til finansieringen af de almene boliger
- Rådgivning til andre statsgældsforvaltninger
- Deltagelse i internationalt samarbejde på statsgældsområdet, bl.a. i OECDs Working Party on Government Debt Management og i EUs statsgældsgruppe.

Kontakt til kreditvurderingsbureauer og investorer

- Varetage kontakt til kreditvurderingsbureauer
- Information til investorer om statsgældspolitikken og om finansielle og økonomiske forhold.

STRATEGI FOR FORVALTNINGEN AF STATENS GÆLD**1.4**

Strategien for forvaltningen af statens gæld fastlægges på kvartalsvise møder mellem Finansministeriet og Statsgældsforvaltningen på baggrund af et strategioplæg fra Statsgældsforvaltningen. Finansministeriet giver bemyndigelse til, at Statsgældsforvaltningen implementerer den aftalte strategi, herunder statens udstedelsesstrategi og risikostyring.

I december aftales den overordnede strategi for det kommende år, og ved de tre efterfølgende kvartalsvise møder aftales eventuelle justeringer af årets overordnede strategi. Statsgældsforvaltningen rapporterer om implementeringen af strategien og aflægger desuden beretning på de kvartalsvise møder. Herudover har Statsgældsforvaltningen løbende kontakt med Finansministeriet om aktuelle emner på statsgældsområdet.

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

NORM FOR INDENLANDSK OG UDENLANDSK LÅNTAGNING**1.5**

Regeringen og Nationalbanken har aftalt en norm for fordelingen og omfanget af statens indenlandske og udenlandske låntagning. Normen består af en indenlandsk og en udenlandsk norm, som tilsammen understøtter adskillelsen af finans- og pengepolitikken. Formuleringen af normen fremgår af *Aftale om arbejdsfordelingen på statsgældsområdet mellem Danmarks Nationalbank og Finansministeriet*¹.

Indenlandsk låntagning

Normen for den indenlandske låntagning indebærer, at staten optager gæld i kroner til at dække statens løbende underskud og afdrag på den indenlandske gæld. Derved påvirker statens betalinger som udgangspunkt ikke den indenlandske likviditet, og arbejdsdelingen mellem finans- og pengepolitikken understøttes.

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

Staten må i henhold til EU-traktaten ikke overtrække sin konto i Nationalbanken. Låntagningen tilrettelægges, så der altid er et passende indestående på statens konto til at opfange udsving i statens ind- og udbetalinger.

Udenlandsk låntagning

Den udenlandske gæld er optaget af hensyn til valutareserven. Normen for den udenlandske låntagning indebærer, at staten som udgangspunkt optager gæld i fremmed valuta svarende til afdragene på den udenlandske gæld. 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 nødvendigt, mulighed for, at statens udenlandske gæld reduceres. Gældsoptagelse i valuta påvirker ikke den indenlandske likviditet, men indgår direkte i valutareserven.

Staten kan optage kortvarige udenlandske lån gennem statens Commercial Paper-programmer. Låntagning gennem Commercial Paper giver staten mulighed for hurtigt at opbygge valutareserven eller statens konto.

¹ Aftalen kan findes på www.statsgaeld.dk.

LOV OM BEMYNDIGELSE TIL OPTAGELSE AF STATSLÅN

Boks 1.1

Ifølge grundloven kan statslån kun optages ifølge lov. Lovgrundlaget for statens låntagning findes i *Lov om bemyndigelse til optagelse af statslån*¹ af 1993, der bemyndiger finansministeren til at optage lån på vegne af staten inden for et maksimum på 950 mia.kr.² 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.statsgaeld.dk.

² Der er fremsat udkast til forslag til lov om at øge maksimum fra 950 mia.kr. til 2.000 mia.kr., jf. *Høring over forslag til lov om ændring af lov om bemyndigelse til optagelse af statslån*.

ORGANISERING AF STATSGÆLDSFORVALTNINGEN

1.6

Finansministeren er ved lov bemyndiget til at optage statslån, jf. boks 1.1. Derudover har finansministeren det overordnede og politiske ansvar for statens låntagning og gæld, herunder relationerne til Folketinget. Den daglige forvaltning af statsgælden varetages af Statsgældsforvaltningen på vegne af Finansministeriet. Det sker i overensstemmelse med statsgældsstrategien, der er aftalt med Finansministeriet.

I de fleste lande varetages forvaltningen af statsgælden af Finansministeriet eller et særskilt gældskontor. I Danmark er Statsgældsforvaltningen placeret i Danmarks Nationalbank, men opgaver og organisering svarer i høj grad til Statsgældsforvaltninger i andre lande.

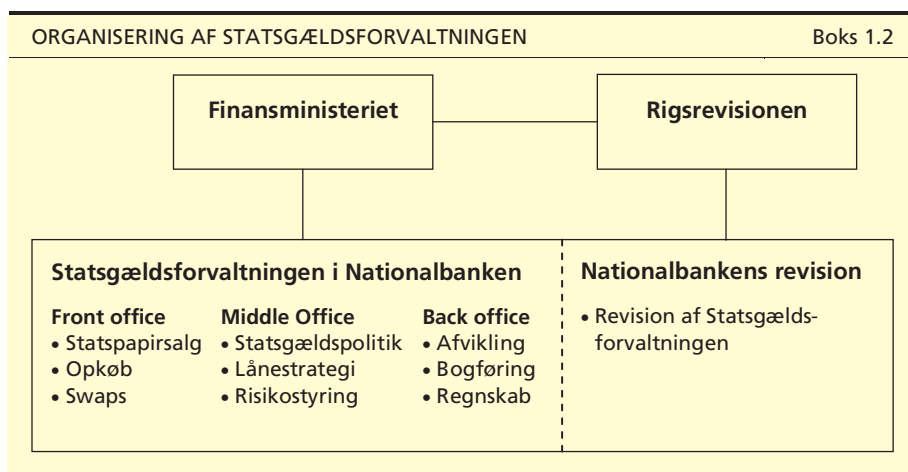
Arbejdsdelingen er formuleret i *Aftale om arbejdsdelingen på statsgældsområdet mellem Danmarks Nationalbank og Finansministeriet*¹. Rammerne for forvaltningen af aktiverne i DSP er fastlagt i *Reglement vedrørende bestyrelsen af Den Sociale Pensionsfond*². Statsgældsforvaltningens arbejdsopgaver i relation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

Organiseringen af Statsgældsforvaltningen afspejler internationale standarder og anbefalinger. Statsgældsforvaltningen er opdelt i front-, middle- og back office, som varetager hver sine funktioner, jf. boks 1.2.

Funktionsadskillelse og forretningsgange mindsker de operationelle risici og sikrer entydig ansvarsopdeling, hvilket understøtter muligheden for intern kontrol. En veldefineret opdeling af ansvarsområder sikrer endvidere, at opgaver relateret til forvaltning af statsgælden løses uafhængigt af andre opgaver i Danmarks Nationalbank.

¹ Aftalen kan findes på www.statsgaeld.dk.

² Reglementet kan findes på www.statsgaeld.dk.



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 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 Danmarks Nationalbank i DSPs bestyrelse og Finansieringsgruppen vedrørende almene boliger.

Front office varetager den operationelle del af statsgældspolitikken, herunder salg af statspapirer, opkøb og gennemførelse af swaptransaktioner, inden for rammerne af de månedlige retningslinjer. Desuden fastsættes markedsvilkår for genudlån og administrationen af statsgarantier.

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

Statsgældsforvaltningen bliver revideret af Danmarks Nationalbanks revision på vegne af Rigsrevisionen. Danmarks Nationalbanks revision undersøger, om Statsgældsforvaltningens regnskaber er retvisende, dvs. uden væsentlige fejl og mangler. Rigsrevisionen kan foretage en vurdering af, om de midler, som Statsgældsforvaltningen modtager, er anvendt på den bedst mulige måde. Rigsrevisionen offentliggør resultaterne af sine undersøgelser på www.rigsrevisionen.dk.

KILDER TIL INFORMATION OM STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD

Boks 1.3

Strategimeddelelser og publikationer

- Den årlige publikation *Statens låntagning og gæld* (februar)
- Den halvårslige strategimeddelelse *Statsgældspolitikken* (juni og december).

Nyhedsformidling og meddelelser

- Danmarks Nationalbanks nyhedsformidling (DN-nyheder)
- Danske og internationale handelsplatforme og nyhedsformidlere, fx Bloomberg, ICAP/BrokerTec, MTS Denmark, Nasdaq OMX, Reuters, Ritzau mv.

Websteder

- Statsgældsforvaltningens websted, www.statsgaeld.dk¹
- Finansministeriets budgetoversigter, www.fm.dk.

Kontaktinformation

- Statsgældsforvaltningen modtager gerne henvendelser på e-mail: governmentdebt@nationalbanken.dk.

¹ Hvis der foretages registrering under Nyhedsservice, modtages automatisk e-mails, når der er ny information om statens låntagning og gæld.

INFORMATION OM STATSGÆLDEN**1.7**

Et vigtigt led i statsgældspolitikken er at give markedsdeltagere og offentligheden adgang til information om statens lånestrategier, lånebehov samt mere generel information om rammerne for forvaltningen af statens gæld. Statsgældsforvaltningen har som mål at kommunikere klart og entydigt om strategien for statsgældspolitikken til markedsdeltagerne.

Information om statsgæld og Statsgældsforvaltningen findes på Statsgældsforvaltningens websted, www.statsgaeld.dk. Herudover offentliggøres løbende en bred vifte af informationer via andre kilder, jf. boks 1.3.

En samlet oversigt over den løbende information om statens låntagning og gæld findes i bilaget *Information om statens låntagning og gæld*.

Beretningskapitler

KAPITEL 2

Statsgældspolitiske tendenser i 2009

Afmatningen i verdensøkonomien har sammen med de finansielle hjælpepakker medført en kraftig stigning i de statslige lånebehov. Ved indgangen til 2009 var der stadig stor usikkerhed i det finansielle system, hvilket gav bekymring for om stigningen i udbuddet af statsobligationer kunne absorberes i markedet uden store rentestigninger. Statsgældsforvaltningerne øgede på den baggrund fleksibiliteten i udstedelsesstrategierne.

Usikkerheden på de finansielle markeder og øget risikoaversion blandt investorerne medførte, at der fortsat var efterspørgsel efter statsobligationer. Investorerne var dog mere selektive i deres investeringer, hvilket øgede renteforskellen blandt de statslige udstedere. Investorerne risikoaversion medførte, at udstedelserne blev koncentreret i korte statspapirer.

Forholdene på de finansielle markeder blev forbedret i løbet af foråret, hvilket afspejlede en lempelig penge- og finanspolitik. På trods af en yderligere opjustering af de statslige lånebehov betalte statsgældsforvaltninger ikke længere en merpris ved åbning af nye papirer, og udstedelserne blev igen mere ligeligt fordelt på løbetidssegmenter. Likviditeten og prisgennemsigtigheden på de sekundære markeder var imidlertid fortsat lav.

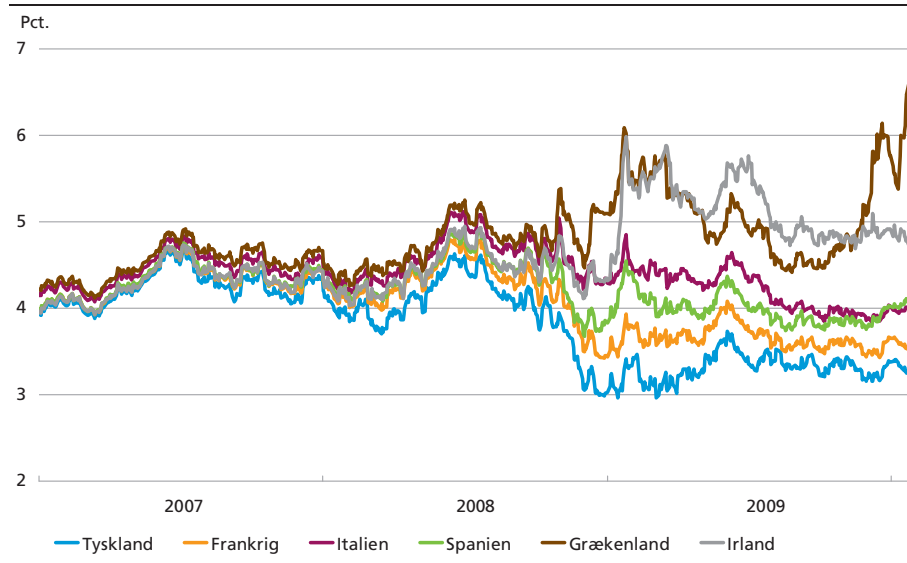
FORTSAT FINANSIEL URO I BEGYNDELSEN AF 2009**2.1**

Uroen på de globale finansielle markeder kulminerede efter Lehman Brothers' kollaps i september 2008. Regeringer i de fleste lande introducerede finansielle hjælpepakker for at genskabe tilliden til det finansielle system. Tiltagene havde effekt, men ved indgangen til 2009 var der stadig stor usikkerhed i det finansielle system, og penge- og kapitalmarkederne var præget af høj volatilitet.

De finansielle hjælpepakker indebar et øget statsligt udstedelsesbehov bl.a. som følge af statslige kapitalindskud i bankerne. Derudover fik mange landes banker mulighed for at udstede obligationer med statsgaranti, hvilket resulterede i øget konkurrence om at tiltrække investorer blandt højtratede udstedere. De finansielle hjælpepakker gav anledning til bekymring for, om markedet kunne absorbere det øgede udbud af obligationer uden store rentestigninger.

10-ÅRIGE STATSPAPIRRENTER

Figur 2.1.1



Anm.: Renter er korrigeret for løbetidsforskelle.

Kilde: Bloomberg.

Usikkerhed på de finansielle markeder og øget risikoaversion blandt investorerne medførte, at der fortsat var efterspørgsel efter statsobligationer, da de er forbundet med lav risiko. Det bidrog til, at statspapirrenterne for hovedparten af landene i euroområdet fortsat var lave i begyndelsen af 2009, jf. figur 2.1.1.

Større forskel mellem landes finansieringsvilkår

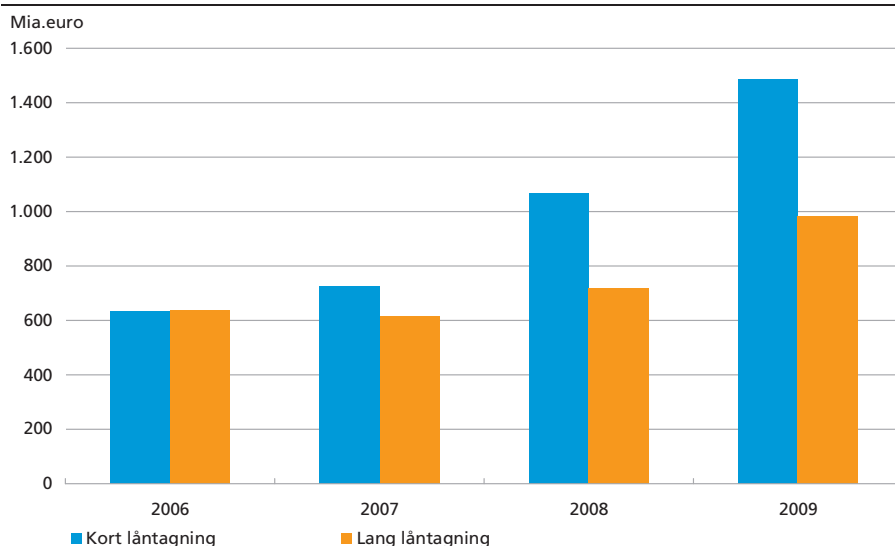
Den store usikkerhed betød, at internationale investorer blev mere selektive i deres investeringer, hvilket øgede renteforskellene blandt statslige udstedere. Investorerne havde øget fokus på landenes kreditværdighed, herunder deres gældsniveau og fremtidige budgetunderskud. Herudover efterspurgte investorerne i særlig grad likvide statspapirer, jf. boks 2.1.

Øget fleksibilitet i udstedelsesstrategien

I begyndelsen af 2009 var investorerne fokuserede på at nedbringe risikoen på deres porteføljer. Derfor var efterspørgslen koncentreret omkring statsobligationer med kort løbetid. På den baggrund blev en stor del af lånebehovene finansieret ved udstedelse af skatkammerbeviser og obligationer med kort løbetid, jf. figur 2.1.2. Den øgede fleksibilitet i udstedelsesstrategien indebar også, at der blev udstedt statspapirer uden for den primære lånevifte og anvendt flere udstedelsesmetoder. Derudover blev auktioner afholdt oftere og tilpasset markedsforholdene.

STATSPAPIRUDSTEDelser I EUROOMRÅDET FORDELT PÅ LØBETID

Figur 2.1.2



Anm.: Kort løbetid dækker primært over udstedelser med løbetid op til ét år.

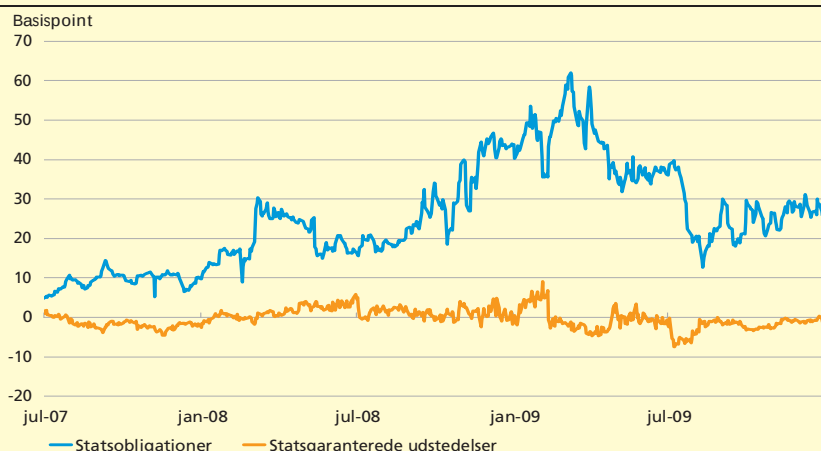
Kilde: ECB Statistical Data Warehouse (sdw.ecb.europa.eu).

UDVIDELSE AF RENTESPÆND TIL TYSKLAND

Boks 2.1

De tyske statsobligationers særstatus som følge af høj likviditet illustreres i nedenstående figur. Figuren viser, at der i perioden med størst finansiell uro var en betydelig udvidelse i rentespændet mellem franske og tyske statsobligationer. Udvidelsen skyldes primært forskel i likviditet mellem franske og tyske statsobligationer. Hvis udvidelsen af rentespændet skyldtes en ændring i kreditrisiko, ville spændet mellem de tyske og franske statsgaranterede obligationsudstedelser være udvidet tilsvarende. Dette spænd forblev dog nogenlunde konstant i perioden med størst finansiell uro.

10-ÅRIGE RENTESPÆND MELLEM FRANSKE OG TYSKE OBLIGATIONER

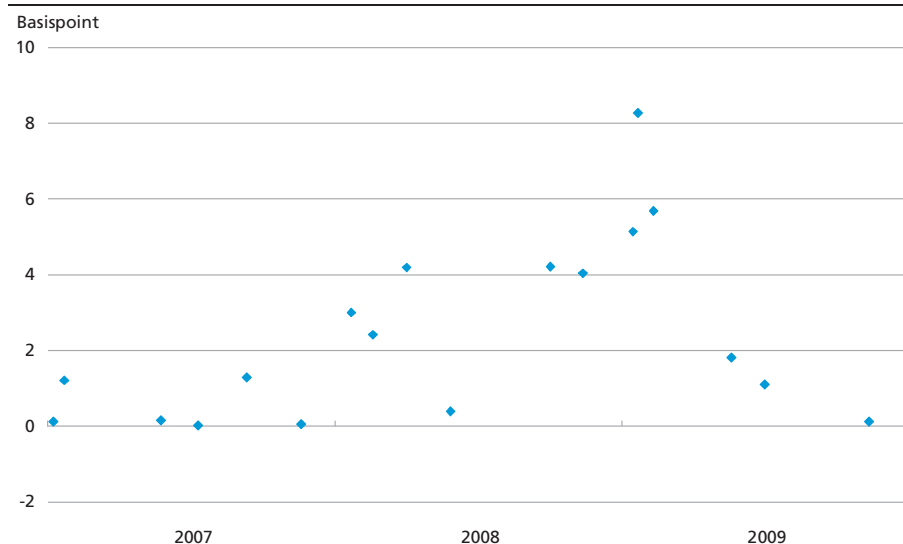


Anm.: Gennemsnit over 31 dage. Statsgaranterede udstedelser er illustreret ved forskellen mellem Cades og KfW.

Kilde: Bloomberg.

ÅBNINGSPRÆMIER PÅ 10-ÅRIGE STATSOBLIGATIONER

Figur 2.1.3



Anm.: Åbningspræmier er forskel i asset swapspænd mellem eksisterende og nye papirer. Observationer fra Belgien, Danmark, Frankrig, Holland og Tyskland.

Kilde: Bloomberg.

Den lempelige pengepolitik og fokuseringen af statslige udstedelser i det korte løbetidssegment bidrog til, at lånebehovet blev finansieret til lave renter. Udstedelsen i obligationer med kort løbetid indebar dog, at refinansieringsrisikoen blev øget. Refinansieringsrisikoen var i fokus hos kreditvurderingsbureauer som følge af uroen på kapitalmarkederne og udsigt til høje budgetunderskud.

Udstedelsespræmier for at tiltrække investorer

Koncentrationen af efterspørgslen efter statspapirer med kort løbetid indebar, at statsgældsforvaltningerne omkring årsskiftet betalte en åbningspræmie på lange statspapirer for at tiltrække investorer, jf. figur 2.1.3.

Derudover medførte den øgede volatilitet på statspapirmarkedet, at der i enkelte tilfælde i begyndelsen af året var problemer med at opnå tilstrækkelig efterspørgsel ved auktioner og syndikeringer. Fra 2. kvartal blev udstedelsespræmien normaliseret, og volatiliteten i statspapirrenterne blev stabiliseret på et lavere niveau, jf. figur 2.1.4.

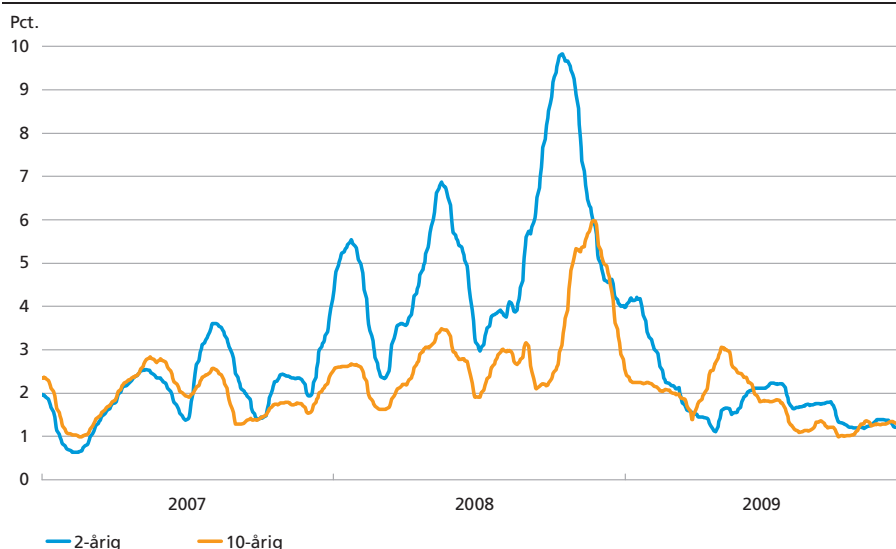
FORBEDRING AF KAPITALMARKEDERNE FRA 2. KVARTAL

2.2

Den højere risikovillighed blandt investorerne og den lavere volatilitet på kapitalmarkederne betød, at statspapirmarkederne blev forbedret i 2. kvartal. I takt med forbedringen blev de fleste landes rentespænd til Tyskland indsnævret. Forbedringen på statsobligationsmarkedet bredte

VOLATILITET I TYSK 2- OG 10-ÅRIG STATSRENTE

Figur 2.1.4

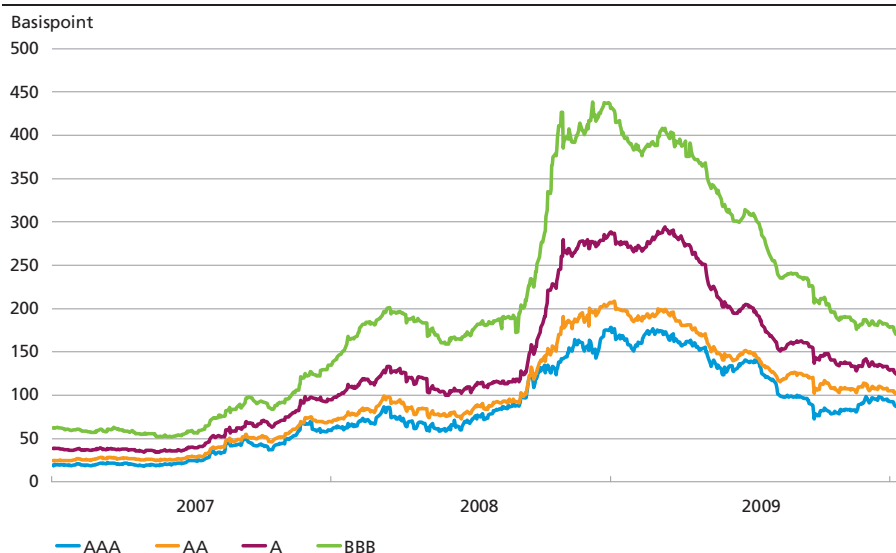


Anm.: Volatiliteten er annualiseret. Standardafvigelse over 60 dage.

Kilde: Bloomberg.

sig til andre obligationsmarkeder som fx realkredit- og virksomhedsobligationer. Den øgede risikoappetit medførte bl.a. en indsnævring af rentespændet mellem stats- og virksomhedsobligationer, jf. figur 2.2.1.

RENTESPÆND MELLEM EUROPÆISKE VIRKSOMHEDS- OG STATSOBLIGATIONER Figur 2.2.1



Anm.: Spændene angiver forskellen mellem renten på europæiske virksomhedsobligationer med forskellig kreditværdighed og renten på europæiske statsobligationer.

Kilde: Bloomberg.

OPJUSTERING AF STATSLIGE LÅNEBEHOV

2.3

En kraftigere nedgang i verdensøkonomien end ventet betød, at der i en række lande udover finansielle hjælpepakker blev indført finanspolitiske vækstpakker i 1. halvår 2009. På den baggrund blev lånebehovene opjusteret i midten af 2009, jf. figur 2.3.1.

På trods af opjusteringerne af skønnene for lånebehovene i 2009 og de kommende år betød forbedringen af forholdene på statspapirmarkederne, at statsgældsforvaltningernes bekymringer for om lånebehovet kunne dækkes faldt i forhold til begyndelsen af året.

Lavere risikoaversion blandt investorerne medførte efterspørgsel efter statspapirer fordelt på en bredere vifte af løbetider. På den baggrund vendte statsgældsforvaltningerne tilbage til en mere gennemsigtig og normal udstedelsesstrategi med fokus på opbygning af papirer i centrale benchmarksegmenter.

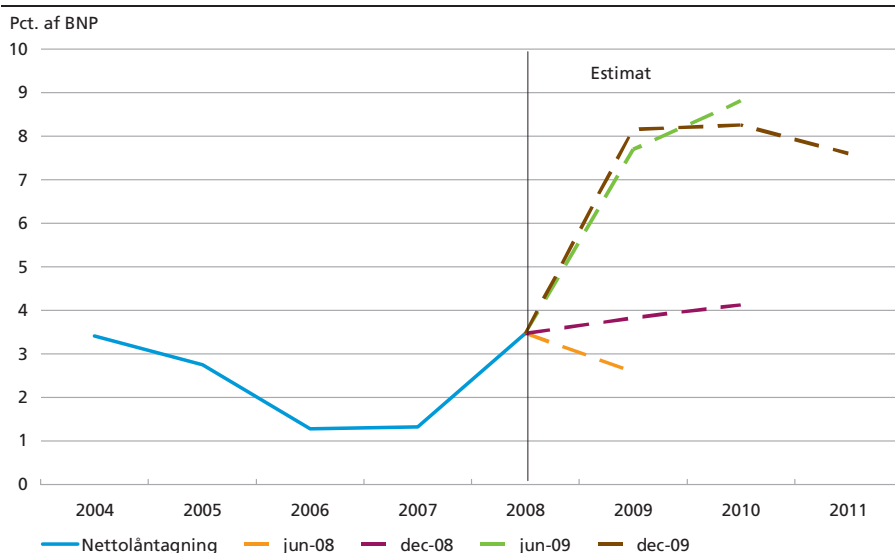
Trods stigningen i lånebehovene forblev de statslige finansieringsomkostninger lave, hvilket også skyldtes centralbankernes ekstraordinære pengepolitiske lempelser.

Fokus rettet mod sekundære markeder

Forbedringen af forholdene på de primære markeder i løbet af 1. halvår 2009 blev ikke afspejlet i samme grad på det sekundære marked. Likviditeten i det sekundære marked var fortsat væsentligt lavere end før den

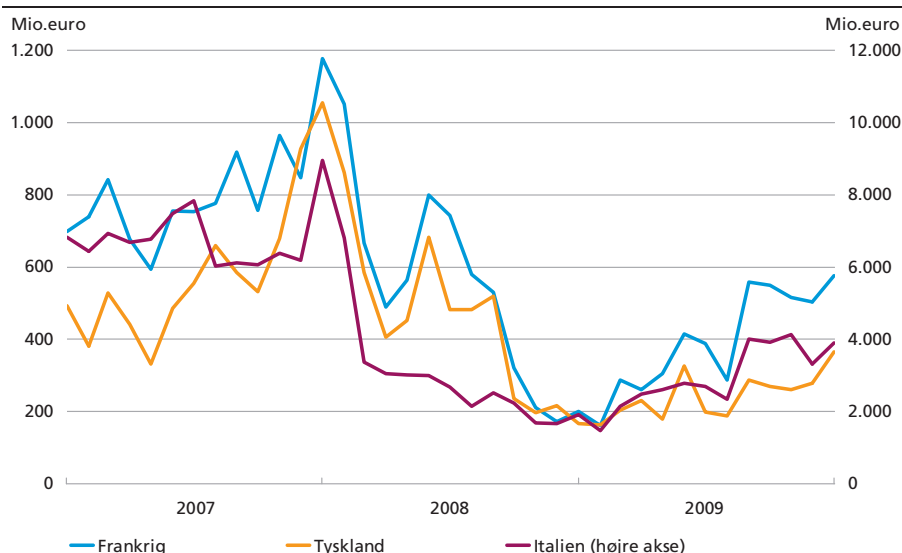
STATSLIG NETTOLÅNTAGNING I OECD-LANDE

Figur 2.3.1



Kilde: OECDs statistikbank, *SourceOECD* (www.stats.oecd.org).

GENNEMSITLIG DAGLIG OMSÆTNING PÅ TRE EUROPÆISKE MTS-PLATFORME Figur 2.3.2



Kilde: www.MTSDData.com.

finansielle uro, og som konsekvens heraf var aktiviteten på de elektroniske handelsplatforme lavere end før den finansielle uro, jf. figur 2.3.2.

For at understøtte likviditeten på de sekundære markeder har en række lande indført nye krav til market making, der automatisk tilpasser sig skiftende markedsforhold, jf. kapitel 12. Kravene tager udgangspunkt i primary dealernes market making relativt til hinanden.

Udsigter for 2010

Ved indgangen til 2010 er forholdene på statspapirmarkederne væsentligt forbedrede sammenlignet med forholdene for et år siden. Det kan i høj grad tilskrives penge- og finanspolitiske tiltag. Der er imidlertid en stor usikkerhed forbundet med en tilbagerulning af den ekspansive penge- og finanspolitik. Sker tilbagerulningen for sent, kan frygten for en gældsspiral og inflation føre til stigende renter. Hvis tilbagerulningen derimod sker for tidligt, kan den økonomiske udvikling eller de finansielle markeder igen komme under pres.

KAPITEL 3

Låntagning i 2009

Statens indenlandske låntagning var i begyndelsen af året fokuseret på at opbygge det 10-årige låneviftepapir. I lyset af opjusteringer af lånebehovet blev udstedelsesstrategien i 2. halvår ændret til en ligelig fordeling mellem de 2- og 10-årige løbetidssegmenter. Derudover blev udstedelser i det 5-årige segment genoptaget. Statens indenlandske låntagning var 117 mia.kr., hvilket var 14 mia.kr. højere end lånebehovet. Det afspejler, at Statsgældsforvaltningen i slutningen af året påbegyndte finansieringen af lånebehovet for 2010.

På baggrund af interesse fra markedsdeltagere og lavere likviditet på det sekundære marked indførte Statsgældsforvaltningen regelmæssige auktioner suppleret med tapsalg.

Staten optog i 1. halvår mellem- og langfristet udenlandsk gæld for at øge valutareserven. Sideløbende blev statens kortfristede udenlandske gæld nedbragt. Statens udenlandske gæld blev i 2009 øget med 6 mia.kr.

RENTEUDVIKLINGEN FOR DANSKE STATSPAPIRER

3.1

De danske statspapirrenter forblev lave i 2009. Det afspejler bl.a. en lempelig pengepolitik, samt at investorerne fortsat efterspurgte obligationer med lav risiko.

Nedsættelser af den Europæiske Centralbanks, ECBs, styringsrente og en indsnævring af det danske pengepolitiske rentespænd til euroområdet betød, at de korte statsobligationsrenter faldt i 2009, jf. figur 3.1.1. De lange renter var stort set uændrede igennem 2009.

Forventninger om en indsnævring af det danske pengepolitiske rentespænd til euroområdet indebar, at rentekurven ved indgangen til 2009 var inverteret frem til det 2-årige segment, jf. figur 3.1.2. Rentenedsættelser medførte, at rentekurven blev stejlere i 2009.

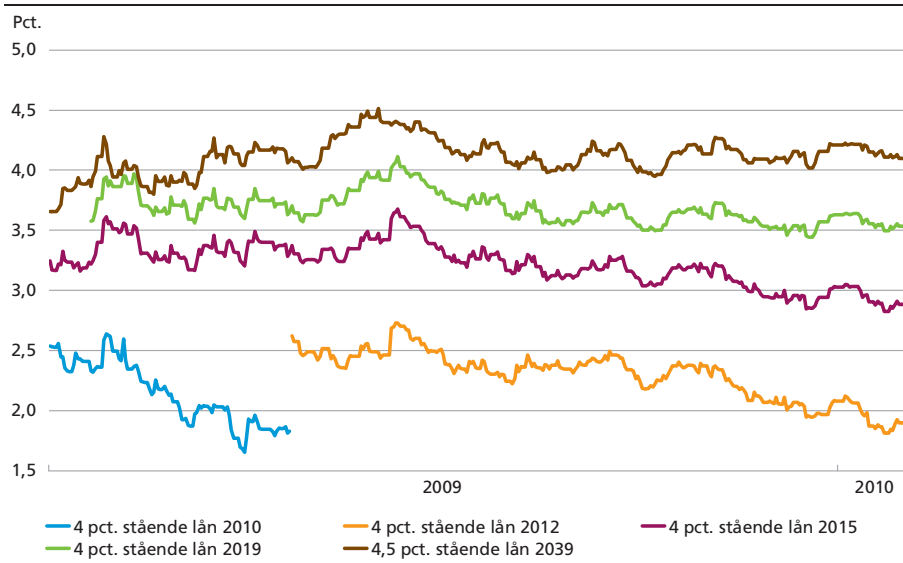
RENTESPÆND TIL TYSKLAND

3.2

Som i andre lande blev det danske rentespænd til Tyskland i slutningen af 2008 udvidet, jf. figur 3.2.1. Det afspejler, at tyske statsobligationer i perioder med finansiell uro har en særlig status på grund af høj likviditet og kreditværdighed. Den gradvise stabilisering af de finan-

EFFEKTIVE RENTER PÅ LÅNEVIFTEPAPIRER

Figur 3.1.1

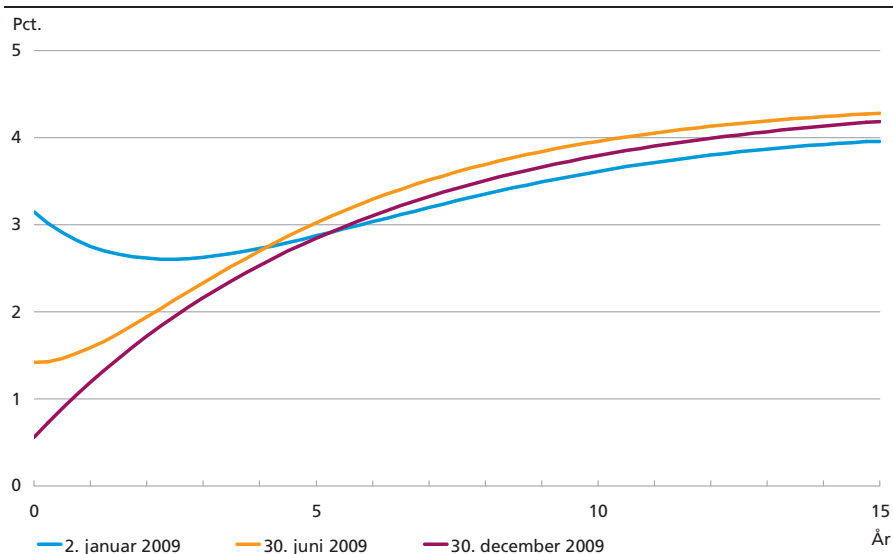


sielle markeder i løbet af 2009 gav anledning til en indsnævring af rentespændet.

Det 2-årige rentespænd var relativt højt i 2009 sammenlignet med lande i euroområdet, hvilket afspejler det pengepolitiske rentespænd til euroområdet. Derudover indebar ECBs ubegrænsede 1-årige lånefacilitet, at der var stor efterspørgsel efter korte euroobligationer, der i modsætning til korte kroneobligationer kan stilles som sikkerhed for likviditet i ECB.

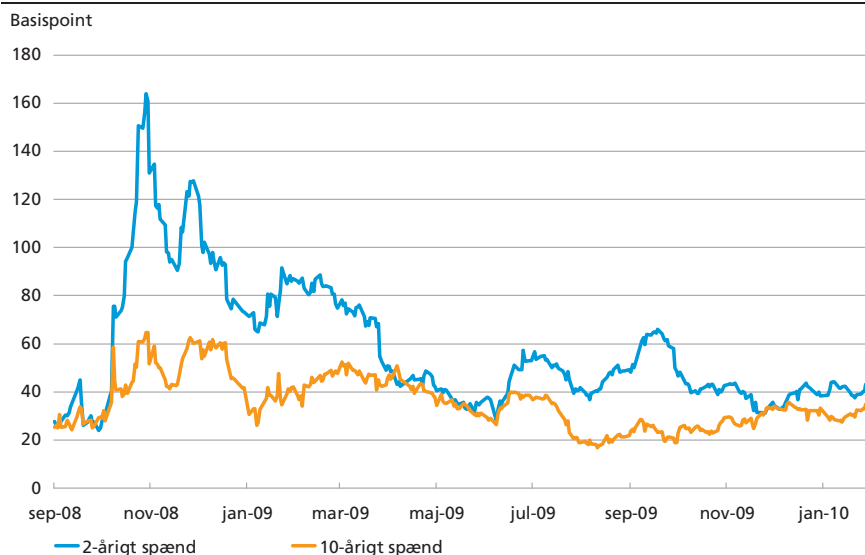
STATSLIGE NULKUPONRENTESTRUKTURER

Figur 3.1.2



2- OG 10-ÅRIGT RENTESPÆND TIL TYSKLAND

Figur 3.2.1

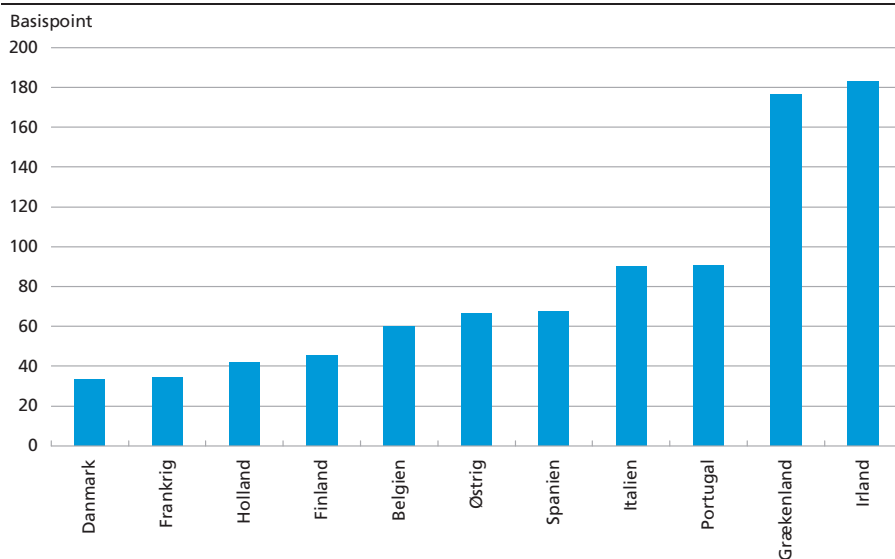


Kilde: Bloomberg.

Danmarks høje kreditværdighed bidrog til, at det 10-årige rentespænd til Tyskland var lavt i 2009 sammenlignet med landene i euroområdet, jf. figur 3.2.2.

GENNEMSNITLIGE 10-ÅRIGE RENTESPÆND TIL TYSKLAND

Figur 3.2.2



Anm.: Renter er korrejeret for løbetidsforskelle. Det danske rentespænd er baseret på kroneobligationer.

Kilde: Bloomberg.

INDENLANDSK LÅNTAGNING

3.3

Strategien for udstedelsen af indenlandske statsobligationer i 2009 blev i december 2008 fastlagt ud fra et forventet indenlandsk lånebehov på 40 mia.kr. Udstedelsesstrategien var primært fokuseret på at opbygge det nye 10-årige papir, 4 pct. stående lån 2019, der blev åbnet i januar 2009. Papiret erstattede 4 pct. stående lån 2017 som 10-årigt låneviftepapir.

I lyset af en forventning om et større udstedelsesbehov og stor efterspørgsel i det korte løbetidssegment åbnede Statsgældsforvaltningen i april et nyt 2-årigt låneviftepapir, 4 pct. stående lån 2012. Papiret erstattede 4 pct. stående lån 2010, der var opbygget til benchmarkstørrelse og havde en restløbetid på under to år.

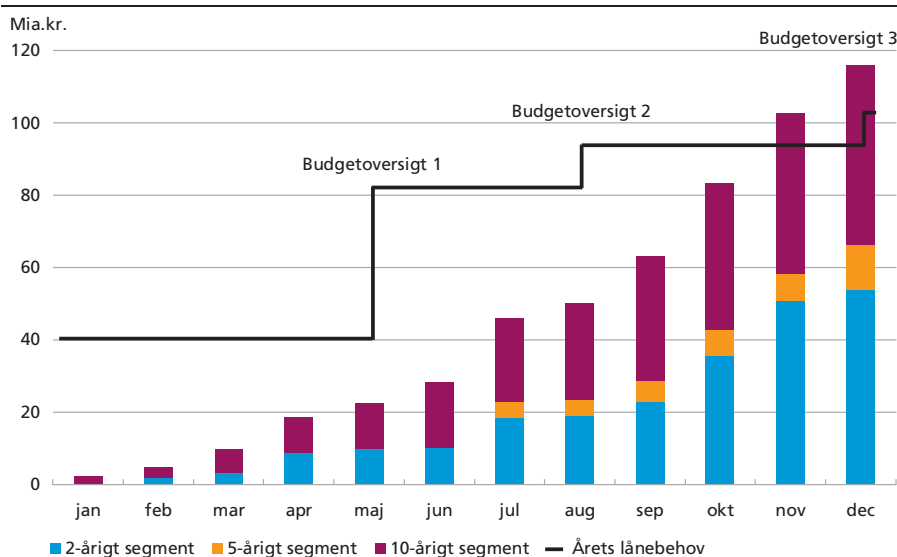
Tilpasning af udstedelsesstrategi til højere lånebehov

I *Budgetoversigt 1*, maj 2009 blev lånebehovet opjusteret til 82 mia.kr., jf. figur 3.3.1. Det skyldtes især den svagere konjunktursituation. På den baggrund blev udstedelserne øget i 2. halvår og strategien justeret til en ligelig fordeling af salget mellem de 2- og 10-årige løbetidssegmenter. Derudover blev udstedelser i det 5-årige løbetidssegment genoptaget.

Der blev i 2009 udstedt indenlandske statsobligationer for i alt 117,0 mia.kr., jf. tabel 3.3.1, hvilket var 13,7 mia.kr. højere end lånebehovet. Det afspejler, at Statsgældsforvaltningen påbegyndte finansieringen af lånebehovet for 2010.

AKKUMULEREDE UDSTEDELSER OG LÅNEBEHOV, 2009

Figur 3.3.1



Anm.: Der blev endvidere udstedt for 0,9 mia.kr. i det 30-årige segment.

STATENS INDENLANDSKE UDSTEDELSER I 2009

Tabel 3.3.1

Mio.kr.	Årets salg til kursværdi	Nominelt udestående, ultimo 2009
4 pct. stående lån 2010	3.194	54.280
4 pct. stående lån 2012	50.668	48.280
4 pct. stående lån 2015	12.504	69.200
4 pct. stående lån 2017	315	52.870
4 pct. stående lån 2019	49.450	48.235
4,5 pct. stående lån 2039	879	88.440
Udstedelse i alt	117.010	

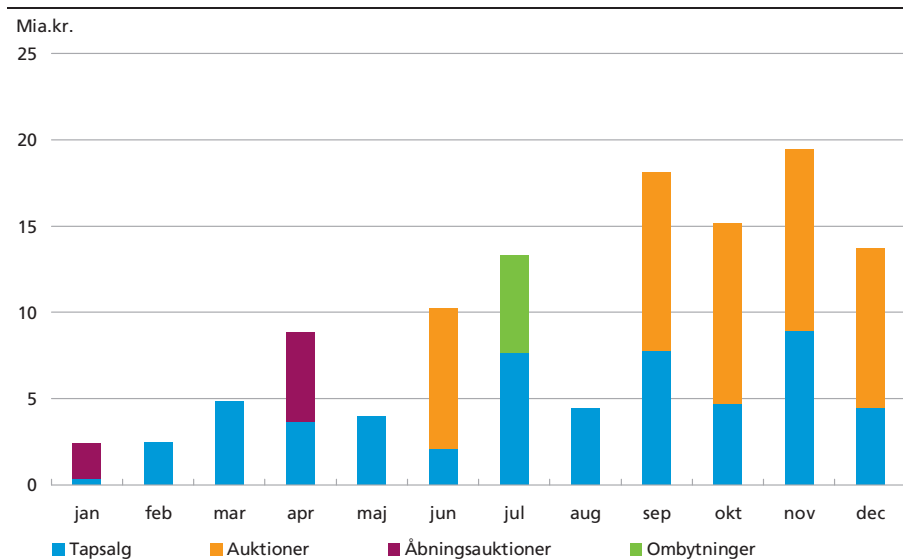
Der er primært udstedt i de 2- og 10-årige løbetidssegmenter. Fordelingen mellem 4 pct. stående lån 2012 og 4 pct. stående lån 2019 har været nogenlunde ligelig. Derudover er der udstedt for 12,5 mia.kr. i det 5-årige segment, og der har været mindre udstedelser i det 30-årige segment.

Udstedelse via auktioner

På baggrund af interesse fra markedsdeltagere og lavere likviditet på det sekundære marked supplerede Statsgældsforvaltningen i juni den løbende udstedelse via tap med to auktioner, jf. kapitel 6. På auktionerne blev der solgt det udmeldte maksimumsalg på 4 mia.kr. med bud for over 8 mia.kr. ved hver auktion.

UDSTEDELSER FORDELT PÅ UDSTEDELSESMETODE, 2009

Figur 3.3.2



Anm.: For auktioner er angivet salget på handelsdagen.

Markedsdeltagerne tilkendegav, at auktionerne skabte øget opmærksomhed og interesse for statens udstedelser, specielt blandt store investorer. Auktionerne tilskyndede bankerne til at intensivere deres markedsføring af danske statspapirer. Derudover gav auktionerne et aktuelt prisbillede, der i perioder var vanskeligere at opnå i det sekundære marked. På baggrund af de positive erfaringer indførte Statsgældsforvaltningen auktioner på regelmæssig basis fra september, jf. figur 3.3.2.

Samlet set er halvdelen af det indenlandske statspapirsalg foretaget ved auktioner. Sideløbende med auktionerne fortsatte udstedelsen af statsobligationer via tap.

OPKØB

3.4

Staten har i 2009 ikke foretaget betydelige opkøb af statsobligationer i markedet. Fokus har været på at dække finansieringsbehovet.

Der er i alt opkøbt statsobligationer i markedet for 9,1 mia.kr., jf. tabel 3.4.1. Opkøb er primært foretaget i forbindelse med to ombytningsauktioner mellem 4 pct. stående lån 2012 og 4 pct. stående lån 2010. Der er desuden foretaget opkøb i 4 pct. stående lån 2015 og i 4 pct. stående lån 2017 som følge af de statslige fondes placeringsbehov.

UDENLANDSK LÅNTAGNING

3.5

Statens udenlandske gæld er optaget af hensyn til valutareserven. I 2. halvår 2008 blev statens CP-programmer anvendt til hurtigt at øge valu-

STATENS OPKØB OG FONDENES NETTOKØB AF STATSOBLIGATIONER I 2009 Tabel 3.4.1

Mio.kr., kursværdi	Staten	DSP	Forebyggelsesfonden	Højteknologifonden	Opkøb i markedet i alt
6 pct. stående lån 2009	12.545	-12.104	-210	-101	131
Udløb i 2009 i alt	12.545	-12.104	-210	-101	131
4 pct. stående lån 2010	7	4.541	125	901	5.573
6 pct. stående lån 2011	12.968	-13.518	-	549	-
5 pct. stående lån 2013	2.740	-4.263	101	1.422	-
4 pct. stående lån 2015	-	-166	101	1.345	1.280
4 pct. stående lån 2017	-	1.243	-	210	1.453
7 pct. stående lån 2024	-	671	-	-	671
Serielån og uamortisable lån	1	-	-	-	1
Udløb efter 2009	15.716	-11.492	327	4.426	8.978
Indenlandske statspapirer i alt .	28.261	-23.595	118	4.325	9.108

Anm.: Negativt fortegn betyder nettosalg.

COMMERCIAL PAPER (CP)

Boks 3.1

Formålet med CP-programmerne er at have et likviditetsberedskab til hurtig tilpasning af niveauet for valutareserven eller statens konto. CPer er kortfristede ikke-standardiserede papirer med løbetider op til et år. CPer udstedes som nulkuponpapirer direkte til en investor gennem en række banker, der fungerer som market makere for staten, jf. tabel. CPer optages ikke til handel, men investor kan afhænde papiret bilateralt.

Statens to CP-programmer er rettet mod henholdsvis det europæiske marked (ECP-programmet) og det amerikanske marked (USCP-programmet). Under USCP-programmet kan der kun udstedes i dollar, mens det under ECP-programmet er muligt at udstede i flere valutaer, herunder dollar og euro. USCP-programmet har et maksimalt udestående på 6 mia.dollar, og ECP-programmet har et maksimalt udestående på 12 mia.dollar. I forbindelse med indgåelse af CP'er i dollar indgår staten samtidig valutaterminsforretninger til euro med Danmarks Nationalbank.

MARKET MAKERE I STATENS TO CP-PROGRAMMER, PRIMO 2010

ECP	USCP
Bank of America Merrill Lynch	Bank of America Merrill Lynch
Barclays Bank	Barclays Bank
Citigroup	JP Morgan
Credit Suisse	
Deutsche Bank	
UBS	

tareserven, jf. boks 3.1. I lyset af den finansielle uro blev det ved indgangen til 2009 vurderet hensigtsmæssigt at øge statens bidrag til valutareserven. Derudover var det strategien at omlægge udestående i statens CP-programmer til mellem- og langfristet låntagning.

Udstedelser koncentreret i 1. halvår

Stor usikkerhed på de internationale lånemarkeder og et højere udstedelsesbehov krævede fleksibilitet i udstedelsesstrategien, både hvad angik løbetidssegment og valuta.

I 1. halvår 2009 optog staten mellem- og langfristet udenlandsk gæld for 82,2 mia.kr. (11,0 mia.euro), jf. tabel 3.5.1. Lånene var primært fordelt på 3-årige dollarlån og et 5-årigt eurolån. Hovedparten af lånene blev udstedt via syndikering, jf. boks 3.2. Lånene i dollar sikrede en bredere investorbase og var i kombination med valutaswaps til euro billigere end lån direkte i euro. Derudover var der for eurolån stor konkurrence fra udstedere med euro som indenlandsk valuta.

Syndikeringerne i euro og dollar gav en god spredning af investorbasen på antallet af investorer og på investortyper, jf. figur 3.5.1. Banker, centralbanker og porteføljeformidlere aftog ca. 80 pct. af lånene. Cen-

MELLEM- OG LANGFRISTET UDENLANDSK LÅNTAGNING I 2009

Tabel 3.5.1

	Metode for udstedelse	Valuta	Provenu, mia.kr.	Løbetid	Fast euro-rente	Spænd til 6-mdrs. euribor
Udenlandske lån						
8. januar	Syndikering	USD	16,3	3 år	2,85	+30
4. februar	Specifik	NOK	0,4	5 år		0
11. februar	Specifik	USD	11,5	14 mdr.		-34 (3-mdr.)
10. marts	Syndikering	EUR	9,3	5 år	3,22	+45
18. marts	Syndikering	SEK	2,8	5 år		+32
23. marts	Tapsalg	EUR	1,9	5 år	3,20	+43
7. april	Tapsalg	EUR	4,4	5 år	3,31	+45
17. april	Tapsalg	EUR	5,2	5 år	3,26	+45
21. april	Tapsalg	USD	8,6	3 år		+7
5. maj	Syndikering	USD	19,5	3 år	2,24	+3
Valutaswaps		EUR	2,2			
I alt			82,2			

Anm.: Datoer angiver handelsdag. Fed skrift angiver den endelige rente på lånet. Specifikke udstedelser er foretaget direkte til en enkelt investor eller en begrænset kreds af investorer.

SYNDIKERING AF UDENLANDSKE LÅN

Boks 3.2

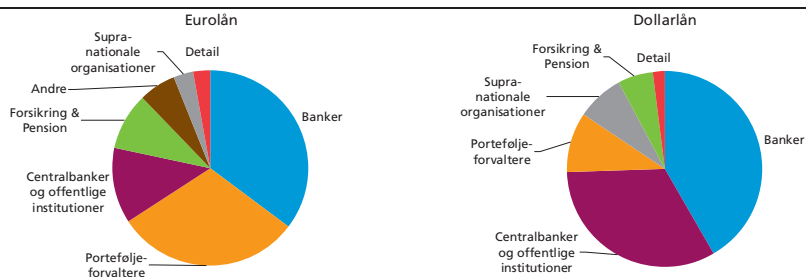
Når statspapirer udstedes ved syndikering, modtager statsgældsforvaltningen investorernes bud via en kreds af banker (syndikatet), som forestår "book-buildingen". Efter spørgslen danner udgangspunkt for fastsættelse af den endelige pris. Ved syndikering opnås skærpet opmærksomhed på udstedelsen og målrettet afsætning til investorerne. Syndikering anvendes typisk ved åbning af nye papirer samt udstedelse af indekserede og meget lange obligationer, hvor der er større usikkerhed end ellers om prisfastsættelsen.

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

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

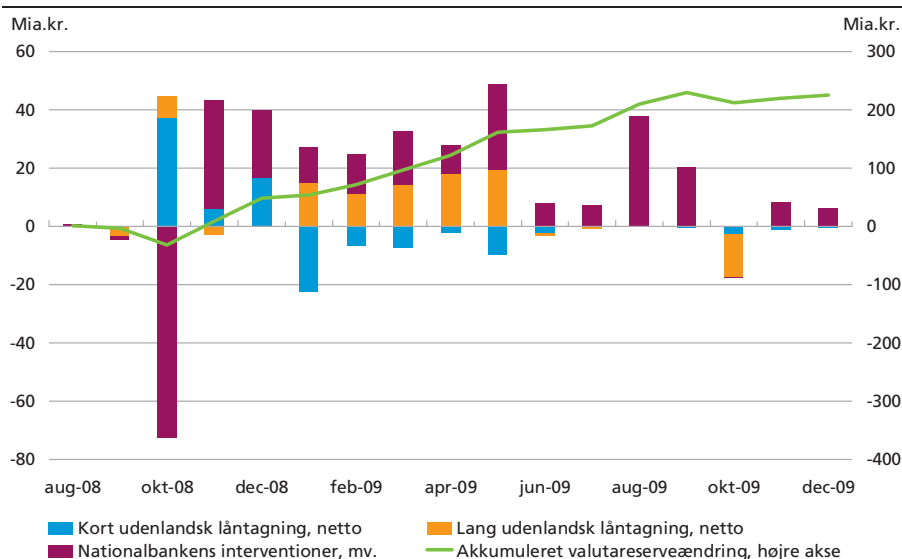
INVESTORFORDELING PÅ STATENS EUROLÅN OG DOLLARLÅN I 2009.

Figur 3.5.1



DEKOMPONERING AF ÆNDRINGER I VALUTARESERVEN

Figur 3.5.2



Anm.: Statens bidrag til valutareserven er summen af kort og lang nettolåntagning. Valutareserven var 164,0 mia.kr. ultimo juli 2008 og 394,6 mia.kr. ultimo december 2009.

tralbankerne var især repræsenteret i dollarlånene, mens porteføljeforvaltere aftog en større andel af eurolånet.

Sideløbende med statens mellem- og langfristede udenlandske låntagning blev statens kortfristede udenlandske gæld nedbragt i 1. halvår, hvorved CP-programmerne igen indtog rollen som beredskab til hurtig fremskaffelse af valuta.

I 2. halvår steg valutareserven som følge af Danmarks Nationalbanks interventionskøb af valuta i markedet, jf. figur 3.5.2. På den baggrund blev det besluttet ikke at refinansiere udenlandsk gæld, der forfaldt i 2. halvår. Statens udenlandske gæld blev i 2009 netto øget med 6,3 mia.kr., jf. tabel 3.5.2.

Øget fokus på kontakt til investorer

Kombinationen af øget indenlandsk og udenlandsk lånebehov, statens fravær fra de udenlandske lånemarkeder de senere år, større konkurren-

STATENS UDENLANDSKE GÆLDSOPTAGELSE, 2009

Tabel 3.5.2

Mia.kr.	
Optag af mellem- og langfristet udenlandsk gæld	82,2
Afdrag på mellem- og langfristet udenlandsk gæld	-20,7
Kortfristet udenlandsk gæld, netto	-55,2
Udenlandsk gældsoptagelse, netto	6,3

ce som følge af øget obligationsudbud og nogle investorers ønske om yderligere information om dansk økonomi betyder, at det er hensigtsmæssigt at have en tættere kontakt til investorerne. Strategien indebærer mere regelmæssig kontakt med store institutionelle investorer i udlandet. Målet er at sikre investorernes interesse for den danske stats indenlandske og udenlandske udstedelser både på kort og langt sigt.

STATENS KONTO

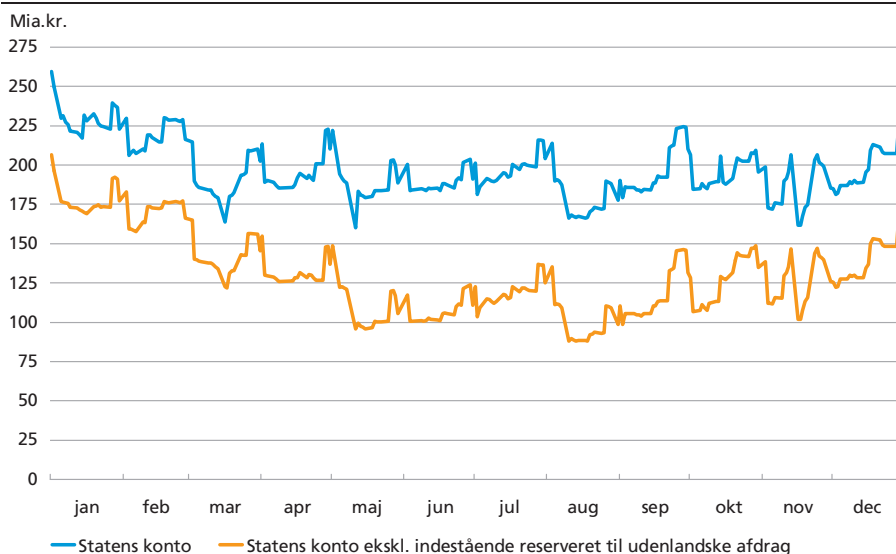
3.6

Staten holder likvide midler på en konto i Danmarks Nationalbank. Indeståendet på statens konto er vokset i de senere år. Stigningen afspejler, at staten fastholdt udstedelser af statsobligationer i en periode, hvor staten stort set ikke havde et lånebehov. Derudover steg indeståendet på statens konto markant i slutningen af 2008 som følge af udstedelsen af den 30-årige obligation og forøgelsen af statens udenlandske gæld. Provenuet fra stigningen i statens udenlandske gæld er reserveret på statens konto til udenlandske afdrag, jf. figur 3.6.1.

De statslige kapitalindskud i penge- og realkreditinstitutter samt hovedparten af genudlånene til Finansiell Stabilitet A/S blev finansieret ved træk på statens konto. Andre lande var afhængige af at optage lån for at dække finansieringsbehovet til finansielle hjælpepakker, hvor Danmark havde større fleksibilitet som følge af det høje indestående på statens konto.

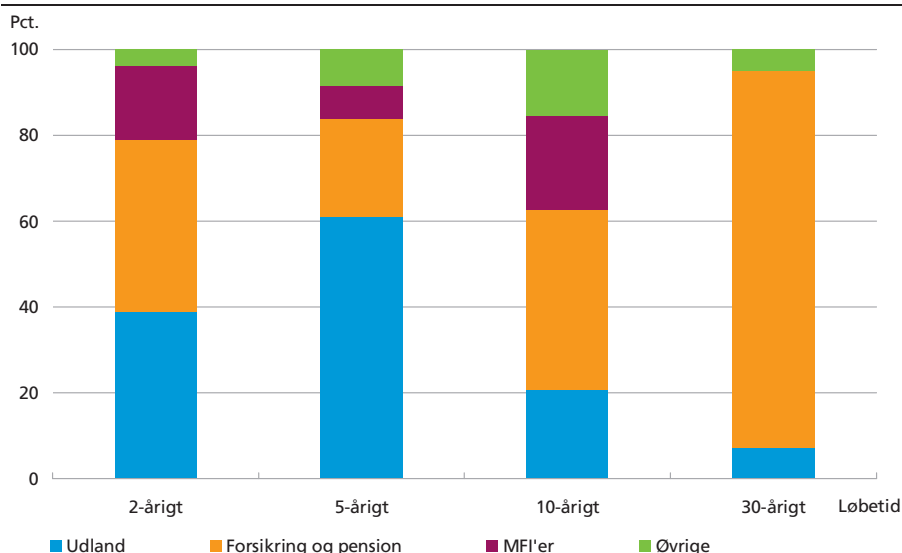
INDESTÅENDE PÅ STATENS KONTO, 2009

Figur 3.6.1



EJERANDELE I INDENLANDSKE STATSPAPIRER, ULTIMO 2009

Figur 3.7.1



Anm.: Ejerfordelingen er beregnet ekskl. statens fondes beholdninger. I det 2-årige segment indgår statsobligationer med løbetid op til 3,5 år, i det 5-årige indgår statsobligationer med løbetid fra 3,5 til 6,5 år, i det 10-årige indgår statsobligationer med løbetid fra 6,5 år til 15 år, og i det 30-årige indgår 4,5 pct. stående lån 2039.

Kilde: Danmarks Nationalbank, *Værdipapirstatistik*.

EJERANDELE I INDENLANDSKE STATSPAPIRER

3.7

Udlandet ejede ca. en tredjedel af statens kroneobligationer ved udgangen af 2009. Udlandet ejer primært statsobligationer i de korte løbetidssegmenter, jf. figur 3.7.1.

Forsikrings- og pensionssektoren er den største investorgruppe med en ejerandel på knap 50 pct. Forsikrings- og pensionssektorens ejerandel er størst i de længere løbetidssegmenter. Det afspejler, at danske pensionselskaber har lange forpligtelser og derfor har en naturlig interesse i lange udstedelser. Ejerfordelingen i indenlandske statsobligationer var stort set uforandret gennem 2009.

KAPITEL 4

Strategi 2010

Statens indenlandske lånebehov i 2010 er 120,6 mia.kr. (16,2 mia.euro). I 2009 var statens oversalg 13,7 mia.kr. På den baggrund er statens indenlandske udstedelsesbehov 106,9 mia.kr. i 2010. Opkøb af indenlandsk gæld med forfald efter 2010 øger det indenlandske udstedelsesbehov.

Strategien for udstedelse af statsobligationer er at opbygge likvide serier med udgangspunkt i en 40-20-40 procentuel fordeling på de 2-, 5- og 10-årige løbetidssegmenter. Derudover genåbnes skatkammerbevisprogrammet. Udstedelsen af skatkammerbeviser dækker omkring 40 mia.kr. af statens indenlandske udstedelsesbehov i 2010.

I lyset af de positive erfaringer med auktioner i 2009 fortsættes udstedelsen af statsobligationer via regelmæssige auktioner suppleret med tapsalg.

Staten optager udenlandsk gæld af hensyn til valutareserven. Strategien i 2010 er at udstede et 5-årigt eurolån på 1-2 mia.euro.

UDSTEDELSESTRATEGIEN I DE KOMMENDE ÅR**4.1**

De store statslige overskud i perioden 2005-08 betød, at staten fokuserede udstedelserne mod det 10-årige løbetidssegment, jf. *Statsgældspolitikken i lyset af faldende gæld*¹.

I 2009 steg lånebehovet kraftigt, især som følge af den finansielle krise og den økonomiske afmatning. På den baggrund blev udstedelserne i det 10-årige papir suppleret med udstedelser i det 2- og 5-årige løbetidssegment, jf. kapitel 3.

Med udsigt til underskud på statens finanser de kommende år er det nødvendigt at opbygge likvide obligationer i flere løbetidssegmenter end det 10-årige. Strategien er at udstede obligationer i det 2-, 5- og 10-årige løbetidssegment baseret på en 40-20-40 procentuel fordeling, jf. kapitel 11. Strategien for åbning af papirer er:

- Åbning af et 2-årigt lånevittepapir hvert år
- Åbning af et 5- og et 10-årigt papir hvert andet år.

Derudover genoptages udstedelsen af skatkammerbeviser i 2010.

¹ *Statens låntagning og gæld 2007.*

INDENLANDSK UDSTEDELSESBEHOV I 2010		Tabel 4.2.1
Mia.kr.		
Indenlandsk lånebehov 2010, jf. <i>Budgetoversigt 3</i> , december 2009	120,6	
Opkøb af indenlandsk gæld med udløb efter 2010 ¹	0	
Oversalg i 2009 ²	-13,7	
Indenlandsk udstedelsesbehov	106,9	
Finansiering af indenlandsk udstedelsesbehov:		
Indenlandske statsobligationer	66,9	
Skatkammerbeviser, netto	40,0	
Træk på statens konto i Danmarks Nationalbank	0	

¹ Opkøb af indenlandsk gæld med udløb efter 2010 øger statens udstedelsesbehov i indenlandske statsobligationer. Statens indenlandske udstedelsesbehov, salg og opkøb opdateres dagligt på www.statsgaeld.dk.

² Oversalget i 2009 følger af udstedelse af indenlandske statsobligationer for 117,0 mia.kr. og et indenlandsk lånebehov på 103,3 mia.kr., jf. *Budgetoversigt 3*, december 2009.

UDSTEDELSESTRATEGI I 2010

4.2

I 2010 er der udsigt til et underskud på statens finanser på 4,5 pct. af BNP. Det afspejler primært lavere skatteindtægter og højere udgifter til overførselsindkomster afledt af konjunktursituationen samt skattereformen, Forårspakke 2.0, som er underfinansieret i 2010.

Statens indenlandske lånebehov i 2010 er 120,6 mia.kr. (16,2 mia.euro), jf. *Budgetoversigt 3*, december 2009. I 2009 var statens oversalg 13,7 mia.kr. På den baggrund er statens indenlandske udstedelsesbehov 106,9 mia.kr. i 2010, jf. tabel 4.2.1. Opkøb af indenlandsk gæld med forfald efter 2010 øger det indenlandske udstedelsesbehov i statsobligationer.

Indenlandsk låntagning

Strategien i 2010 er at udstede likvide obligationer i det 2-, 5- og 10-årige løbetidssegment baseret på en 40-20-40 procentuel fordeling. Derudover opbygges et skatkammerbevisprogram, der forventes at dække omkring 40 mia.kr. af statens indenlandske udstedelsesbehov.

I 1. halvår 2010 fortsætter udstedelserne i de eksisterende låneviftepapirer, jf. tabel 4.2.2. I 2. halvår åbnes et nyt 5-årigt låneviftepapir med udløb i 2016, hvor der er et hul i statens afdragsprofil. Det nye 5-årige papir opbygges til et endeligt udstående på omkring 40 mia.kr. over en

PRIMÆRE LÅNEVIFTEPAPIRER I 1. HALVÅR 2010		Tabel 4.2.2
Løbetid < 1 år	Skatkammerbeviser	
2-årigt segment	4 pct. stående lån 2012	
5-årigt segment	4 pct. stående lån 2015	
10-årigt segment	4 pct. stående lån 2019	
30-årigt segment	4,5 pct. stående lån 2039	

2-årig periode. Derudover åbnes et nyt 10-årigt låneviftepapir med udløb i 2020 eller 2021. Papiret opbygges til et endeligt udestående på omkring 80 mia.kr. over en 2-årig periode.

Udestående i den 30-årige obligation, 4,5 pct. stående lån 2039, kan opbygges til omkring 90 mia.kr. Derudover kan der udstedes i de øvrige stående lån.

Auktioner og tapsalg

Erfaringerne i 2009 med udstedelse via auktioner var positive, jf. kapitel 6. I 2010 fortsættes udstedelsen af statsobligationer via regelmæssige auktioner suppleret med tapsalg. Ved indgangen til hver måned annonceres datoer for månedens auktioner. Senest tre handelsdage før auktionerne offentliggøres hvilke(n) statsobligation(er), der holdes auktion over. Auktionerne forudsætter rolige markedsforhold.

Lånevilkår for statsobligationer og skatkammerbeviser er tilgængelige på www.statsgaeld.dk.

Åbning af skatkammerbevisprogram i 2010

Skatkammerbevisprogrammet blev udfaset i perioden 2005-08 for at understøtte opbygningen af likvide 10-årige statspapirer i perioden med lave lånebehov. I lyset af udsigten til betydelige lånebehov i 2010 og de kommende år genåbnes skatkammerbevisprogrammet. Skatkammerbeviser bidrager til at udvide statens investorbase og mindsker udstedelsesbehovet i statsobligationer i 2010.

Skatkammerbevisprogrammet åbnes ved en auktion 25. februar med valør 1. marts. Herefter afholdes månedlige auktioner over skatkammerbeviser. Ved første auktion åbnes et 6- og et 9-måneders papir, hvorefter der hver tredje måned åbnes et nyt 9-måneders papir. Der er indgået primary dealer-aftaler for skatkammerbeviser med 8 modparter.

Udenlandsk låntagning

Statens udenlandske gæld er optaget af hensyn til valutareserven. Den finansielle uro har tydeliggjort vigtigheden af at være til stede på de udenlandske lånemarkeder på regelmæssig basis.

Statsgældsforvaltningen genoptog den udenlandske låntagning i slutningen af 2008 efter nogle års fravær. Fraværet fra de internationale lånemarkeder betød, at kendskabet til og opmærksomheden på danske udstedelser i udenlandsk valuta var beskeden. Samtidig betød fraværet, at en række investorer på ny skulle have mandat til at investere i danske udstedelser. Det var ligeledes nødvendigt for Statsgældsforvaltningen at genetablere en bredere kontaktflade med investorer og internationale banker.

VALUTASWAPS	Boks 4.1
Valutaswaps benyttes til at omlægge gæld mellem forskellige valutaer. Valutaswaps er standardiserede finansielle kontrakter, der indgås mellem staten og en finansiell modpart. Der er udveksling af hovedstole ved start og afslutning. Ved en valutaswap fra kroner til euro modtager staten en variabel kronerrente og betaler en variabel eurorente. Når staten indgår en valutaswap fra euro til kroner, reduceres statens indenlandske finansieringsbehov, og det udenlandske finansieringsbehov øges tilsvarende. Indgår staten en valutaswap fra kroner til euro, øges det indenlandske finansieringsbehov, og det udenlandske finansieringsbehov reduceres. Statsgældsforvaltningen kan indgå valutaswaps under forudsætning af, at markedet er velfungerende.	

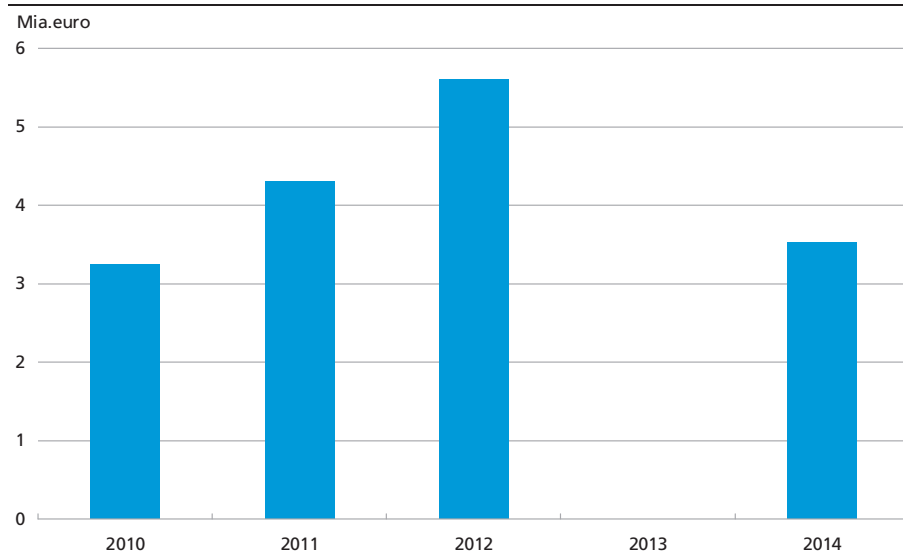
For at sikre adgangen til udenlandske lånemarkeder er det fremover strategien årligt at udstede et 5-årigt eurolån på 1-2 mia.euro. Hvis det udenlandske lånebehov er lavere, kan der indgås valutaswaps, der omlægger udenlandsk gæld til indenlandsk gæld, jf. boks 4.1.

I 2011 og 2012 har staten udenlandske afdrag på henholdsvis 4,3 og 5,6 mia.euro, jf. figur 4.2.1. I den udstrækning der er behov, kan det 5-årige eurolån suppleres med yderligere lån, fx i form af euro- eller dollarlån i det 3- og 5-årige løbetidssegment.

I 2010 har staten udenlandske afdrag på 3,2 mia.euro. Strategien i 2010 er at udstede et 5-årigt eurolån på 1-2 mia.euro. Udeståendet i statens Commercial Paper (CP) fastholdes for at opretholde likviditeten i programmerne.

STATENS UDENLANDSKE AFDRAGSPROFIL

Figur 4.2.1



Anm.: Afdragsprofil ultimo 2009 ekskl. Commercial Paper samt valutaswaps indgået i forbindelse med genudlån til Danmarks Skibskredit.

Opkøb og ombytninger

Staten kan foretage opkøb i markedet i indenlandske og udenlandske statspapirer, dog som udgangspunkt ikke i primære låneviftepapirer.

Ved statslige opkøb tages det i betragtning, om opkøbene er fordelagtige ud fra en samlet statsgældspolitisk betragtning. Herunder kan opkøb foretages med henblik på at sikre et velfungerende marked for statsobligationer.

Markedsdeltagere har udtrykt ønske om, at staten foretager regelmæssige tilbagekøbsauktioner i statspapirer med forfald inden for året, hvorved investorerne kan sprede deres geninvesteringer over året. Endvidere er der i markedet udvist interesse for regelmæssige ombytninger fra gamle til nye låneviftepapirer. På den baggrund afholdes i 2010:

- Regelmæssige tilbagekøbsauktioner i 4 pct. stående lån 2010
- Ombytninger, især fra 4 pct. stående lån 2010 til 4 pct. stående lån 2012.

Statsgældsforvaltningens udstedelsesstrategi i 2010 er opsummeret i boks 4.2.

UDSTEDELSESTRATEGI 2010	Boks 4.2
Indenlandsk strategi • Der udstedes statsobligationer med udgangspunkt i en 40-20-40 procentuel fordeling på de 2-, 5- og 10-årige løbetidssegmenter. • I 2. halvår 2010 åbnes et nyt 5-årigt låneviftepapir med udløb i 2016. Papiret opbygges mod et endeligt udestående på omkring 40 mia.kr. over en 2-årig periode. • I 2. halvår 2010 åbnes et nyt 10-årigt låneviftepapir med udløb i 2020 eller 2021. Papiret opbygges mod et endeligt udestående på omkring 80 mia.kr. over en 2-årig periode. • Skatkammerbeviser dækker omkring 40 mia.kr. af det indenlandske udstedelsesbehov. • Udestående i 4,5 pct. stående lån 2039 kan opbygges til omkring 90 mia.kr. • Der kan udstedes i de øvrige stående lån.	
Udenlandsk strategi • I 2010 udstedes et 5-årigt eurolån på 1-2 mia.euro.	

KAPITEL 5

Statens gæld og renteudgifter

I 2009 steg statsgælden med 105 mia.kr. efter en årrække med store statslige overskud og fald i statsgælden. Ved udgangen af året var statsgælden 302 mia.kr., svarende til 18 pct. af BNP.

Hovedparten af stigningen i statsgælden i 2009 kan henføres til statslige udlån til sikring af den finansielle stabilitet. Korrigeres for kapitalindskud i penge- og realkreditinstitutter og genudlån steg statsgælden med 27 mia.kr. og udgjorde ved udgangen af året 173 mia.kr., svarende til en gæld på 10 pct. af BNP. Trods stigningen i 2009 er gælden fortsat lav i en international sammenhæng.

I 2009 steg renteudgifterne på statsgælden med 1,8 mia.kr. til 13,5 mia.kr. Korrigeret for renteindtægter fra genudlån og kapitalindskud i penge- og realkreditinstitutter faldt statens renteudgifter 0,6 mia.kr.

STATSGÆLDEN STEG I 2009**5.1**

Statsgælden opgøres som den nominelle værdi af indenlandsk og udenlandsk gæld fratrukket statens indestående i Danmarks Nationalbank og aktiverne i tre statslige fonde.

I 2009 steg statsgælden med 105 mia.kr. Ved udgangen af året var statsgælden 302 mia.kr., svarende til 18 pct. af BNP. jf. figur 5.1.1. Målt pr. indbygger udgjorde gælden ved udgangen af 2009 ca. 55.000 kr. sammenlignet med ca. 35.000 kr. pr. indbygger året før.

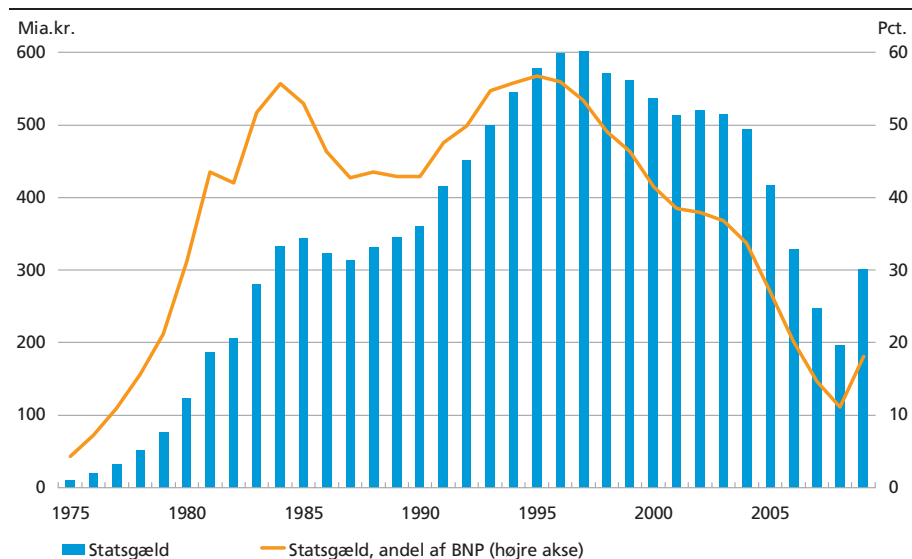
Hovedparten af stigningen i statsgælden i 2009 kan henføres til statslige udlån til sikring af den finansielle stabilitet, jf. tabel 5.1.1. Korrigeres for kapitalindskud i penge- og realkreditinstitutter og genudlån steg statsgælden med 27 mia.kr. til 173 mia.kr., svarende til en gæld på 10 pct. af BNP.

Markedsværdien af statsgælden var 326 mia.kr. ved udgangen af 2009, hvilket svarer til en stigning på 97 mia.kr. i forhold til året før, jf. tabel 5.1.2. Statsgælden til markedsværdi steg mindre end statsgælden opgjort til nominel værdi. Det skyldes, at kursen på den 30-årige statsobligation ved udgangen af 2009 var lavere end året før.

Opgørelser til markedsværdi er især relevante, hvis der i større omfang opbygges aktivporteføljer, købes op inden udløb eller anvendes derivater i forvaltningen af statens gæld.

STATSGÆLDEN, 1975-2009

Figur 5.1.1



STATSGÆLDEN OPGJORT TIL NOMINEL VÆRDI

Tabel 5.1.1

Mia.kr., ultimo	2007	2008	2009
Indenlandsk gæld	402,0	429,5	487,9
Udenlandsk gæld	68,6	133,1	139,6
Statens konto i Danmarks Nationalbank ¹	-86,3	-258,1	-210,9
Den Sociale Pensionsfond ²	-126,9	-97,4	-102,6
Højteknologifonden	-6,2	-8,3	-10,4
Finansieringsfonden	-1,4	•	•
Forebyggelsesfonden	-2,7	-2,5	-2,2
Statsgæld til nominel værdi	247,1	196,2	301,5
Kapitalindskud i kreditinstitutter	•	•	-46,2
Genudlån til Finansiel Stabilitet A/S	•	-4,4	-29,0
Øvrige genudlån	-37,6	-46,1	-53,3
Statsgæld korregeret for udlån	209,5	145,7	173,1

Anm.: For 2009 er statens konto opgjort i henhold til Danmarks Nationalbanks månedsbalance. Fiskeribankens passiver overgik i 2009 til statsgælden.

Kilde: Statsregnskab 2007 og 2008. 2009 er foreløbige tal fra statens bogføring.

¹ Statens konto ultimo 2008 og 2009 indeholdt henholdsvis 26 mia.kr. og 16 mia.kr. som følge af, at hovedparten af Den Sociale Pensionsfonds køb af realkreditobligationer i december først afregnes primo januar.

² Værdien af Den Sociale Pensionsfonds obligationsbeholdning ultimo 2008 og 2009 inklusive beholdningen af realkreditobligationer med valør primo januar 2009 og primo januar 2010 udgjorde henholdsvis 124 mia.kr. og 118 mia.kr.

STATSGÆLDEN OPGJORT TIL MARKEDSVÆRDI			Tabel 5.1.2
Mia.kr., ultimo	2007	2008	2009
Indenlandsk gæld	416,4	473,9	521,9
Udenlandsk gæld	68,6	132,4	139,0
Statens konto i Danmarks Nationalbank	-86,3	-258,1	-210,9
Den Sociale Pensionsfond ¹	-133,5	-107,8	-111,1
Højteknologifonden	-6,4	-8,9	-11,1
Finansieringsfonden	-1,5	•	•
Forebyggelsesfonden	-2,8	-2,6	-2,3
Statsgæld til markedsværdi	254,5	228,9	325,5
Kapitalindskud i kreditinstitutter	•	•	-46,2
Genudlån til Finansiell Stabilitet A/S	•	-4,5	-30,3
Øvrige genudlån	-38,8	-50,7	-57,3
Statsgæld korrigeret for udlån	215,7	173,7	191,8

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

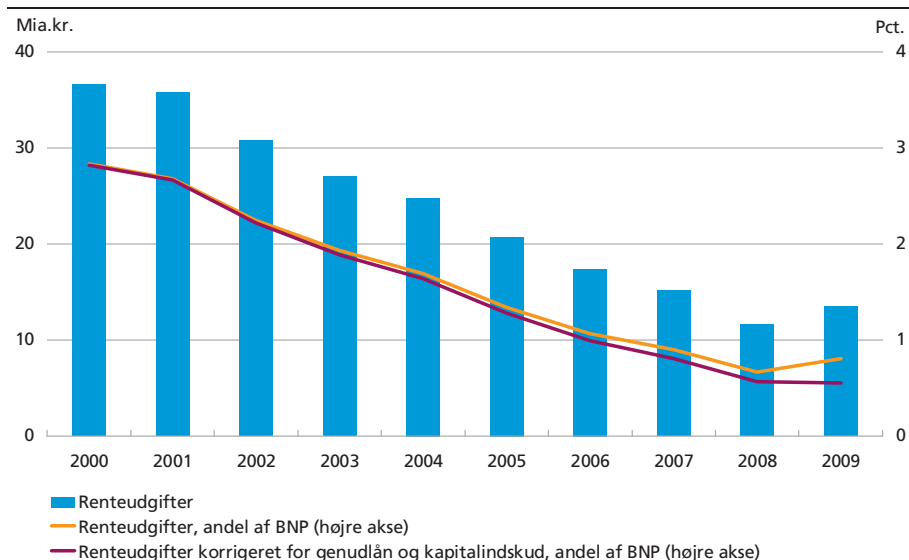
Kilde: Statsregnskab 2007 og 2008. 2009 er foreløbige tal fra statens bogføring.

¹ Markedsværdien af DSPs obligationsbeholdning ultimo 2008 og 2009 inklusive beholdningen af realkreditobligationer med valør primo januar 2009 og primo januar 2010 udgjorde henholdsvis 134 mia.kr. og 127 mia.kr.

STIGENDE STATSGÆLD HAR MEDFØRT HØJERE RENTEUDGIFTER 5.2

I 2009 steg renteudgifterne på statens gæld med 1,8 mia.kr. Renteudgifterne udgjorde 13,5 mia.kr., svarende til 0,8 pct. af BNP. Stigningen i renteudgifterne i 2009 fulgte en periode på over 10 år, hvor gældsreduktion og lavere markedsrenter medførte et fald i renteudgifterne på statsgælden, jf. figur 5.2.1.

STATENS RENTEUDGIFTER Figur 5.2.1



RENTEUDGIFTER PÅ STATSGÆLDEN		Tabel 5.2.1		
Mia.kr.	2007	2008	2009	
<i>Renteudgifter inkl. renteswaps</i>				
Indenlandsk gæld	21,0	19,1	20,2	
Udenlandsk gæld	2,6	2,9	2,1	
<i>Renteindtægter</i>				
Statens konto i Nationalbanken ¹	-2,3	-4,2	-1,9	
Den Sociale Pensionsfond	-5,8	-5,8	-6,4	
Højteknologifonden	-0,2	-0,3	-0,4	
Finansieringsfonden	-0,1	-0,0	•	
Forebyggelsesfonden	-0,1	-0,1	-0,1	
Statsgældens renteudgifter	15,2	11,6	13,5	
Renteindtægter på genudlån	-1,6	-1,8	-1,9	
Renteindtægter på kapitalindskud ²	•	•	-2,4	
Statsgældens renteudgifter korrigeret for udlån	13,6	9,8	9,2	

Anm.: Positivt fortegn angiver en renteudgift, og negativt fortegn en renteindtægt.

Kilde: Statsregnskab 2007 og 2008. 2009 er foreløbige tal fra statens bogføring.

¹ Med virkning fra 11. maj 2009 blev det besluttet at nedsætte rentesatsen for forrentningen af statens indestående fra diskontoen til diskontoen minus 1 procentpoint, dog ikke til under 0 pct.

² Renteindtægten er inkl. periodiserede renter og er baseret på skøn fra Finansministeriet.

Statens omkostninger til finansiering af genudlån og kapitalindskud i penge- og realkreditinstitutter modsvares af selskabernes renteindbetalinger. Renten på kapitalindskuddene er i gennemsnit 10,1 pct., hvilket afspejler den risiko, staten påføres ved at stille kapital til rådighed. Når renteudgifterne på statsgælden korrigeres for renteindtægter fra genudlån og kapitalindskud, faldt renteudgifterne med 0,6 mia.kr. i 2009, jf. tabel 5.2.1.

OPGØRELSE AF OFFENTLIG GÆLD

5.3

ØMU-gælden er stadig lav i international sammenhæng

EU-medlemslandenes budgetsituation overvåges af Europakommissionen 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 ØMU-gælden må som hovedregel ikke overstige 60 pct. af BNP.

ØMU-gælden er et bruttogældsbegreb, der omfatter en konsolideret størrelse af de væsentlige gældsposter for offentlig forvaltning og service, jf. boks 5.1.

ØMU-gælden udgjorde ca. 643 mia.kr. ultimo 2009, svarende til 39 pct. af BNP sammenlignet med 33 pct. af BNP i 2008, jf. *Budgetoversigt 3*,

GÆLDSBEGREBER

Boks 5.1

Statsgæld: Opgøres som den nominelle værdi af indenlandsk og udenlandsk gæld fra trukket statens indestående i Danmarks Nationalbank og statens aktiver i Den Sociale Pensionsfond, Højteknologifonden og Forebyggelsesfonden. Opdelingen på indenlandsk og udenlandsk gæld sker på basis af valutaeksponering. I opgørelsen af statsgælden indgår kun passivside i forbindelse med genudlån, dvs. statslige udstedelser til finansiering af genudlån.

ØMU-gæld: Opgørelsen af ØMU-gælden sker i henhold til EU-traktaten. ØMU-gælden opgøres til nominel værdi og omfatter gæld hos stat, regioner, kommuner samt sociale kasser og fonde. 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 Den Sociale Pensionsfonds beholdning af realkredit- og indeksobligationer samt indestående på statens konto i Danmarks Nationalbank ikke fratrækkes.

Offentlig nettogæld: Omfatter alle finansielle aktiver og passiver i stat, regioner, kommuner samt sociale kasser og fonde. Offentlig nettogæld opgøres til markedsværdi og påvirkes således af værdireguleringer på de offentlige aktiver og passiver. På statens aktivside indgår blandt andet statens indestående i Danmarks Nationalbank, alle aktiver i statens fonde, genudlån til de statsgaranterede selskaber, kapitalindskud i penge- og realkreditinstitutter og statens beholdning af aktier (eksempelvis aktieposter i DONG Energy, Københavns Lufthavne, Post Danmark og SAS).

december 2009. Stigningen i ØMU-gælden kan primært henføres til underskud på den offentlige saldo og en omlægning af Den Sociale Pensionsfonds midler fra statsobligationer til realkreditobligationer, som ikke modregnes i ØMU-gælden. Statens kapitalindskud og hovedparten af genudlånene til Finansiell Stabilitet A/S er finansieret ved træk på statens konto og påvirker derfor ikke ØMU-gælden.

På trods af stigende ØMU-gæld er gældsniveauet i Danmark fortsat på et lavt niveau sammenlignet med andre EU-lande, jf. figur 5.3.1.

Den offentlige nettoformue er fortsat positiv

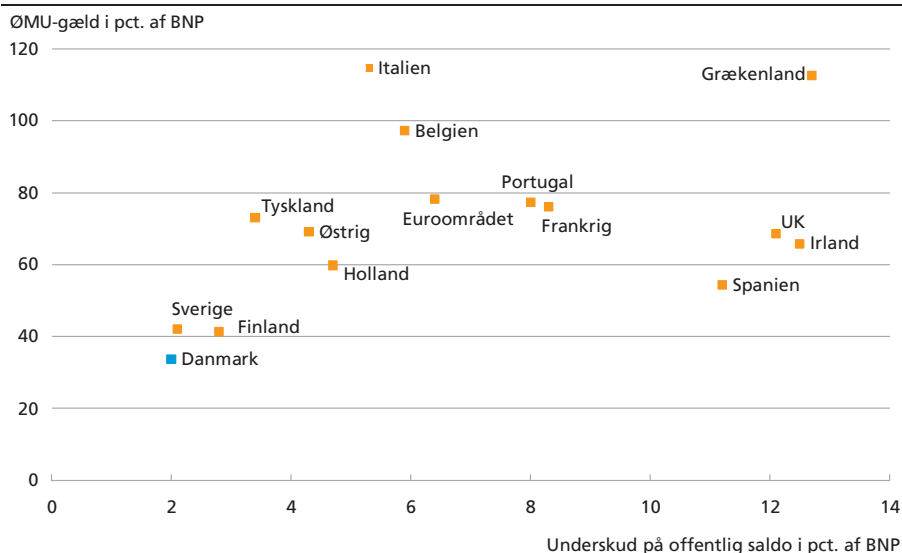
Den offentlige nettogæld blev ved udgangen af 2007 vendt til nettoformue, jf. figur 5.3.2. Ved udgangen af 2009 forventes nettoformuen at nærme sig nul som følge af underskuddet på de offentlige finanser.

Statslige genudlån og kapitalindskud i penge- og realkreditinstitutter påvirker ikke umiddelbart nettogælden, da statens aktiver og passiver forøges parallelt.

Kapitalindskuddene påvirker imidlertid det forventede afkast på den samlede beholdning af aktiver og passiver i statens favør, hvilket afspejler, at risikoen på porteføljen er steget.

OFFENTLIGE UNDERSKUD OG ØMU-GÆLD I PCT. AF BNP, 2009

Figur 5.3.1

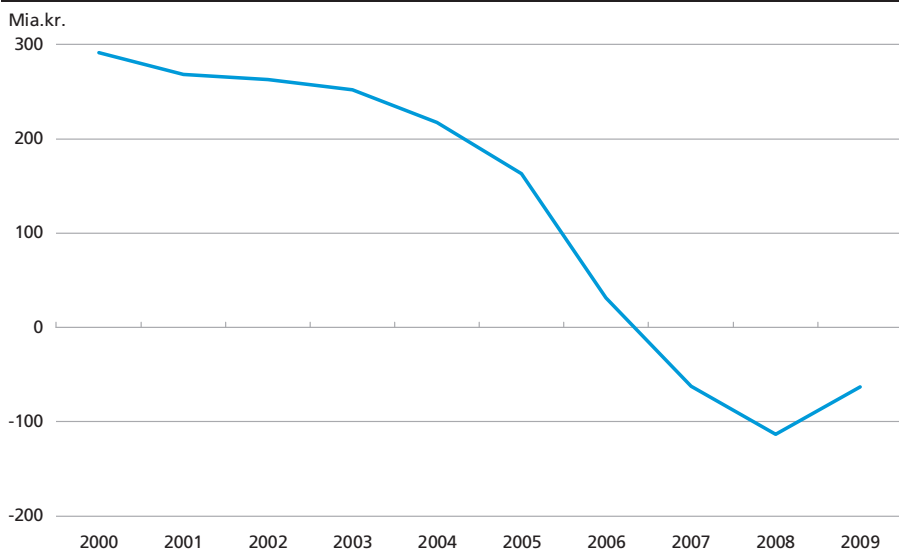


Anm.: ØMU-gælden omfatter den offentlige bruttogæld. Siden Europakommissionens efterårsprognose er de fleste landes offentlige finanser forværret. Europakommissionen offentliggør en ny prognose i foråret 2010.

Kilde: Europakommissionens efterårsprognose, august 2009.

OFFENTLIG NETTOGÆLD

Figur 5.3.2



Anm.: For 2009 er anvendt skøn fra Budgetoversigt 3, december 2009.

Kilde: Danmarks Statistik og Finansministeriet.

KAPITEL 6

Udstedelse og handel med statspapirer

Statens primary dealere i statsobligationer omfatter 10 regionale og internationale banker. I forbindelse med genåbningen af skatkammerbevisprogrammet i februar 2010 er der etableret en primary dealer-ordning for skatkammerbeviser med 8 deltagere.

Som følge af interesse fra markedsdeltagere og en lavere likviditet på det sekundære marked afholdte Statsgældsforvaltningen to auktioner i juni. På baggrund af positive erfaringer fra de første auktioner blev udstedelsen af statspapirer fra september 2009 foretaget ved regelmæssige auktioner kombineret med tapsalg.

Statsgældsforvaltningen har fra begyndelsen af 2010 indført nye krav til market making, der bygger på det gennemsnitlige bud-ludbudsspænd for alle primary dealere. Dermed tilpasses kravene til market making automatisk ændringer i markedsforholdene.

PRIMARY DEALER-ORDNING I DANSKE STATSPAPIRER

6.1

Danske statsobligationer udstedes til og købes op fra banker, som har indgået en primary dealer-aftale med staten. Aftalerne indgås med banker, der ønsker at indgå i et længerevarende samarbejde om at handle og videresælge danske statsobligationer til en bredere investorkreds.

Ved indgåelse af en primary dealer-aftale får bankerne adgang til at være modpart i statens udstedelses- og opkøbstransaktioner. Primary dealernes centrale forpligtelse er at sørge for effektiv prisstillelse (market making). Det indebærer, at primary dealerne løbende skal stille bud- og udbudspriser inden for de rammer, som Statsgældsforvaltningen har fastlagt i konsultation med primary dealer-gruppen, jf. boks 6.1.

Den løbende prisstillelse på elektroniske handelsplatforme giver markedsdeltagerne mulighed for at følge markedsudviklingen og foretage transaktioner til på forhånd kendte priser og mængder. Denne forhandelsinformation giver gennemsigtighed og understøtter en effektiv prisdannelse i statspapirmarkedet. Det øger investorernes interesse for statspapirer og danner grundlag for, at staten kan opnå lavere finansieringsomkostninger.

En effektiv prisdannelse i statspapirer understøtter omsætteligheden i andre dele af det finansielle marked. På baggrund af priser i statspapirer

PRIMARY DEALER-AFTALER	Boks 6.1
Statsgældsforvaltningen har primary dealer-aftaler i henholdsvis statsobligationer og skatkammerbeviser. Primary dealernes rettigheder og forpligtelser er specificeret i primary dealer-aftalerne, som er tilgængelige på www.statsgaeld.dk. Som udgangspunkt indeholder aftalerne de samme elementer som tilsvarende kontrakter i andre EU-lande. Primary dealernes væsentligste rettigheder omfatter retten til at: • anvende betegnelsen primary dealer i danske statsobligationer/skatkammerbeviser • være modpart i statens udstedelses- og opkøbstransaktioner • benytte statens og Den Sociale Pensionsfonds værdipapirudlansordninger. Primary dealernes væsentligste forpligtelser omfatter: • løbende prisstillelse i statsobligationer i fem timer af handelsdagen mellem kl. 9.00 og 16.30 i henhold til de gældende rammer, jf. kapitel 12. • at være aktiv modpart i statens udstedelser og opkøb • at arbejde for udbredelse af kendskabet til danske statspapirer • at understøtte et velfungerende marked for danske statspapirer. Primary dealere i skatkammerbeviser skal stille priser i alle skatkammerbeviser med mere end 1 måneds restløbetid inden for fastlagte spænd.	

er det muligt at estimere en statslig rentekurve, der kan anvendes i værdifastsættelsen af andre værdipapirer og finansielle instrumenter.

Primary dealere i danske statspapirer

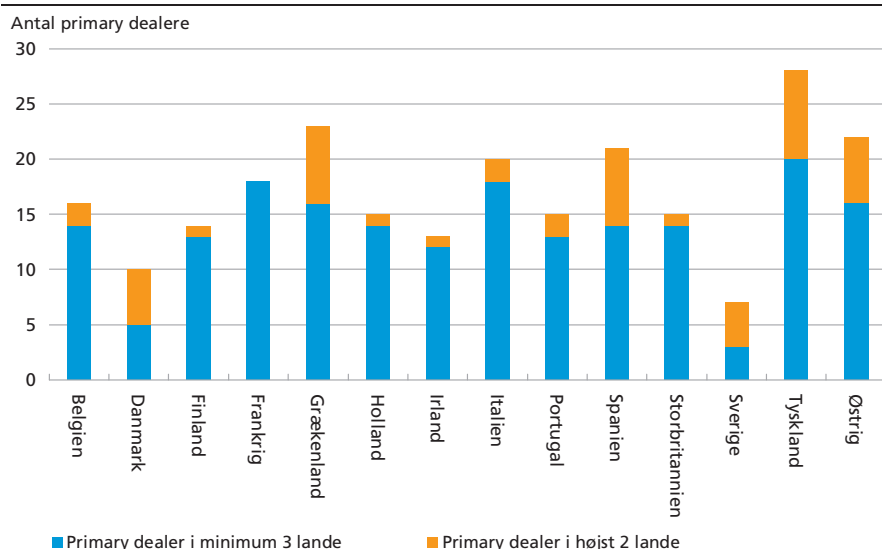
Statsgældsgældsforvaltningen har indgået en primary-dealer aftale i danske statsobligationer med 10 banker, jf. tabel 6.1.1. BNP Paribas ændrede i efteråret 2009 status fra market taker til primary dealer. Derudover blev Spar Nord Bank primary dealer i 2010, mens Fionia Bank udgik af ordningen ved årsskiftet.

PRIMARY DEALERE OG MARKET TAKERE, 2010			Tabel 6.1.1
Primary dealere i statsobligationer	Primary dealere i skatkammerbeviser	Market takere i statspapirer	
Barclays Bank	Arbejdernes Landsbank	Bank of America Merrill Lynch	
BNP Paribas	Danske Bank	Citigroup	
Danske Bank	JP Morgan	Commerzbank	
JP Morgan	Jyske Bank	Deutsche Bank	
Morgan Stanley	Nordea	DZ Bank	
Nordea	Nykredit Bank	Nomura	
Nykredit Bank	SEB	Royal Bank of Scotland	
SEB	Sydbank		
Spar Nord Bank			
Sydbank			

Anm.: En market taker kan handle på priser stillet af primary dealere, men har ikke selv mulighed for at stille priser. Banker, som er primary dealer i enten statsobligationer eller skatkammerbeviser, kan være market taker i det statspapirsegment, hvor de ikke er primary dealer.

ANTAL PRIMARY DEALERE I STATSOBLIGATIONER I UDVALGTE LANDE

Figur 6.1.1



Anm.: I Tyskland anvendes ikke primary dealer-aftaler. Opgørelsen for Tyskland dækker markedsdeltagere, som kan lægge bud ind ved auktioner over tyske statsobligationer.

Kilde: De respektive statsgældsforvaltningers hjemmesider og *European Primary Dealers Handbook*, januar 2010.

I 2010 etableres en primary dealer-ordning for skatkammerbeviser. Ved indgangen af året var 8 banker tilknyttet ordningen, der træder i kraft i forbindelse med genåbningen af skatkammerbevisprogrammet i februar.

Ud over primary dealerne er 7 banker tilknyttet statspapirmarkedet som market takers. En market taker kan handle på priser stillet af primary dealere, men har ikke selv mulighed for at stille priser.

I de fleste eurolande er der etableret primary dealer-aftaler i statspapirer. Den fælles valuta og finansiell integration har medført, at hovedparten af primary dealerne udgøres af internationale banker.

Det danske statspapirmarked er beskedent i international sammenhæng, hvilket følger af den lave gæld og økonomiens størrelse. Sammenlignet med de fleste europæiske lande er den danske primary dealer-gruppe karakteriseret ved at have en forholdsvis høj andel af regionale banker, der er specialiseret i det danske marked, jf. figur 6.1.1.

Banker har let adgang til det danske statspapirmarked

En bred gruppe af primary dealere skærper interessen for danske statspapirer og understøtter konkurrencen ved statens udstedelser og opkøb. Statsgældsforvaltningen har derfor fokus på, at adgangen til markedet bliver så enkel som muligt.

Markedsdeltagere kan blive primary dealere forudsat, at de vil indgå i et længerevarende samarbejde og kan opfylde kravene i primary dealer-

aftalen. Statsgældsforvaltningen lægger især vægt på, at primary dealerne bidrager til prisgennemsigtighed i markedet gennem deres market making. Der er ikke mindstekrav til deltagelse i auktioner eller krav om detaljeret rapportering om omsætning. Statsgældsforvaltningen har ikke afvist banker, som har ønsket at deltage i ordningen.

PLATFORME FOR MARKET MAKING I 2010

6.2

Prisstillerordning på interdealer-markedet

Primary dealerne udarbejder årligt en rapport om infrastrukturen på det danske statspapirmarked. Rapporten danner grundlag for en evaluering af statspapirmarkedets indretning, herunder de valgte platforme for market making. På den baggrund beslutter primary dealerne, hvilke platforme market making skal foretages på i det kommende år. Primary dealersnes rapport for 2009 gav følgende konklusioner¹:

- De forventede omkostninger forbundet med en spredning af market making på flere platforme i 2010 vil overstige eventuelle gevinster
- Der er risiko for, at nogle primary dealere vil udtræde af primary dealer-ordningen, hvis market making foretages på flere platforme
- Konkurrencen mellem platforme skærpes som følge af den årlige evaluering, og ved at platforme for market making kun vælges for et år ad gangen
- Primary dealerne var tilfredse med, hvordan market maker-ordningen havde fungeret på MTS Denmark i 2009.

På baggrund af ovenstående besluttede primary dealerne at foretage market making på MTS Denmark i 2010. Derudover havde der ikke været henvendelse fra andre elektroniske handelsplatforme med ønske om at være en del af market maker-ordningen for primary dealere.

Prisstillerordning rettet mod detailmarkedet

Statsgældsforvaltningen har en prisstillerordning på NASDAQ OMX med fem banker (Danske Bank, Nordea, Nykredit Bank, Spar Nord Bank og Sydbank). Deltagerne er forpligtet til at stille bud- og udbudspriser inden for fastlagte spænd og for faste beløb i 90 pct. af tidsrummet 9.00 til 16.30.

Pristillerordningen medfører, at investorer har løbende adgang til forhandelsinformation for danske statsobligationer. Medlemmerne af obligationsdelmarkedet på NASDAQ OMX kan handle direkte med prisstillerne. Derudover har investorer via deres bankforbindelse også mulighed

¹ Hovedelementer og konklusioner er offentliggjort i *Infrastructure in Danish government securities market in 2010* (kun på engelsk), www.statsgaeld.dk.

for at indlægge ordrer i handelssystemet, hvilket giver mindre investorer mulighed for at indgå en handel direkte i et gennemsigtigt marked.

MARKET MAKING I 2009

6.3

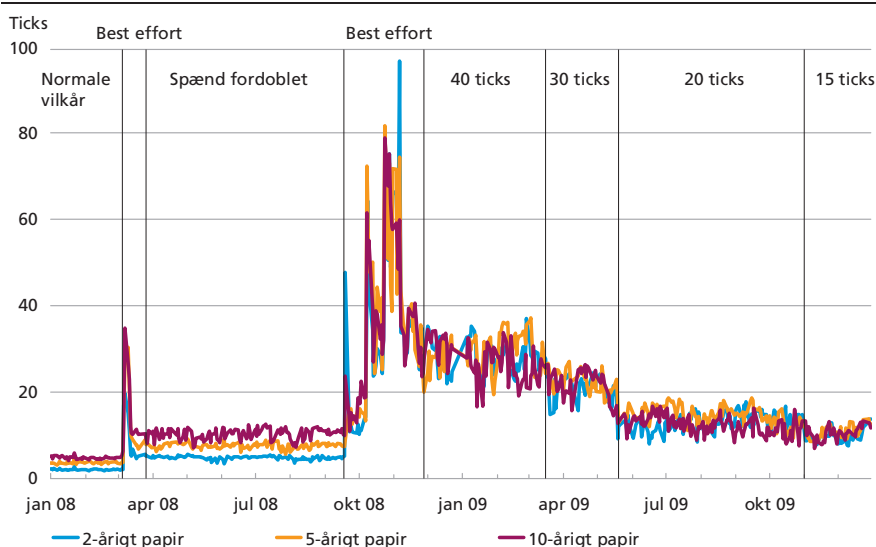
I forbindelse med den finansielle krise lempede Statsgældsforvaltningen kravene til market making. I takt med stabiliseringen af de finansielle markeder er kravene til market making gradvist skærpet med henblik på at forbedre likviditeten og prisgennemsigtigheden i statspapirmarkedet. I slutningen af året var det maksimale spænd mellem bud- og udbudspris i de 2-, 5- og 10-årige benchmarkpapirer reduceret til 15 ticks, jf. figur 6.3.1. Udviklingen i spændene mellem bedste bud- og udbudspris på det danske marked var på linje med de øvrige statspapirmarkeder i Europa.

Foruden tilpasningerne af rammerne for spænd mellem bud- og udbudspriser blev kravene til dybden hævet til niveauet fra før krisen. Markedsdybden er udtryk for, hvor stor en mængde det er muligt at handle til den bedste pris, og dermed hvor stor en mængde danske statspapirer, der kan omsættes uden at påvirke prisen.

Trods normalisering af kravene var den faktiske markedsdybde i benchmarkpapirerne i slutningen af 2009 ca. halvdelen af niveauet fra

BUD-/UDBUDSSPÆND I DE 2-, 5- OG 10-ÅRIGE BENCHMARKPAPIRER

Figur 6.3.1

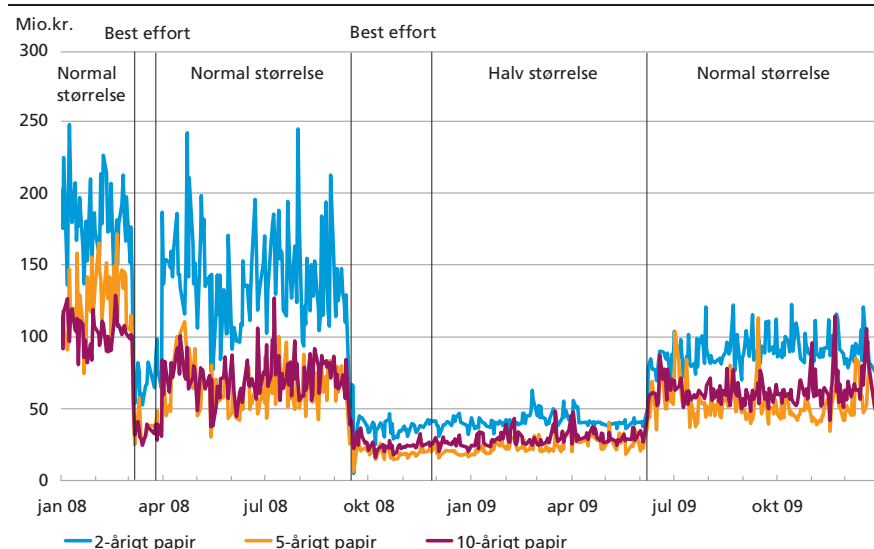


Anm.: Bud- og udbudsspænd er angivet som gennemsnittet af dagens bedste bud- og udbudspris. Kravene til maksimale spænd i benchmarkpapirerne under normale vilkår svarer til 3, 5 og 7 ticks for henholdsvis den 2-, 5- og 10-benchmarkobligation. Market making på best effort basis indebærer, at primary dealerne stiller priser og mængder efter bedste evne.

Kilde: MTS Denmark.

DYBDEN I 2-, 5- OG 10-ÅRIGE BENCHMARKPAPIR

Figur 6.3.2



Anm.: Dagligt gennemsnit af den mængde, der er indlagt på den bedste bud-/udbudspris. Kravene til minimumsstørrelserne i benchmarkpapirerne under normale vilkår svarer til 80, 40 og 50 mio.kr. for henholdsvis den 2-, 5- og 10-benchmarkobligation. Market making på best effort basis indebærer, at primary dealerne stiller priser og mængder efter bedste evne.

Kilde: MTS Denmark.

før Lehman Brothers konkurs, hvor størrelsen på de afgivne bud lå betragteligt over minimumsgrænsen på 80, 40 og 50 mio.kr. i henholdsvis det 2-, 5- og 10-årige segment, jf. figur 6.3.2.

Nye rammer for market making i 2010

De gradvise stramninger af kravene til market making i 2009 har haft en begrænset effekt på likviditeten i de fleste europæiske statspapirmarkeder. Med henblik på at forbedre likviditeten har flere lande ændret rammerne for market making.

På det danske statsobligationsmarked er der i 2010 indført nye krav til market making baseret på de europæiske erfaringer, jf. kapitel 12. Kravene til market making er ikke længere faste, men afhænger af det gennemsnitlige bud-/udbudsspænd for alle primary dealere. Herved bliver market making-forpligtigelserne løbende tilpasset ændringer i markedsforholdene. Det nye set-up understøtter fortsat prisstillelse i både benchmarkobligationer og øvrige statspapirer.

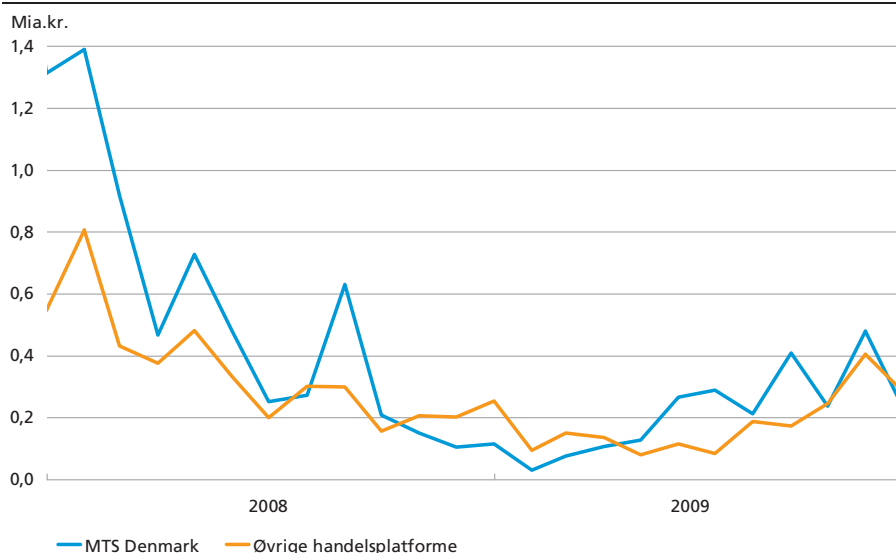
OMSÆTNING I DANSKE STATSPAPIRER

6.4

Omsætningen på de europæiske statsobligationsmarkeder i 2009 var på et lavt niveau. Bankernes behov for at reducere risikoen på deres balan-

GENNEMSITLIG DAGLIG OMSÆTNING I DANSKE STATSPAPIRER

Figur 6.4.1



Anm.: Omsætning på MTS Danmark er ekskl. statens køb og salg. Øvrige elektroniske handelsplatforme omfatter Bond-Vision, NASDAQ OMX og TradeWeb.

Kilde: Indberetninger fra de enkelte handelsplatforme.

ce indebar, at de primært handlede statsobligationer, når der var en bagvedliggende investorinteresse. Derudover bidrog den lavere prisgennemsigtighed til, at en del af omsætningen flyttede fra de elektroniske handelsplatforme til telefonmarkedet.

Den gennemsnitlige daglige omsætning på MTS Danmark fratrasket statens udstedelser via tap var ca. 200 mio.kr. i 2009, svarende til en tredjedel af omsætningsniveauet i 2008, jf. figur 6.4.1. Omsætningen steg i takt med forbedringen af de finansielle markeder og indsnævringen af bud-/udbudsspændene. Omsætningen på de øvrige elektroniske platforme har i store træk fulgt udviklingen for omsætningen på MTS Danmark.

Primary dealerne har lånt færre papirer fra staten og DSP

Statens primary dealere har adgang til at benytte statens og Den Sociale Pensionsfonds, DSPs, værdipapirudlånsordninger. Statens udlånsordning omfatter lånevifte- og benchmarkpapirer. De resterende statspapirer med en restløbetid over en måned kan lånes via DSPs udlånsordning.

Værdipapirudlånsordningerne understøtter et effektivt marked for handel med danske statspapirer, da primary dealerne kan låne statspapirer i tilfælde af knaphed i markedet. Værdipapirudlån sker mod sikkerhedsstillelse i andre danske statspapirer. Udlånene kan løbe i op til 5 bankdage. I 2009 har den gennemsnitlige løbetid for udlånene været 1,9

VÆRDIPAPIRUDLÅN, 2007-09			Tabel 6.4.1
Mia.kr.	2007	2008	2009
Staten	34,2	25,0	53,2
DSP	89,8	143,5	38,4
Værdipapirudlån i alt	124,0	168,5	91,6

dage. Vilkaere for anvendelse af ordningerne findes i bilaget *Vilkår for statens og Den Sociale Pensionsfonds værdipapirudlånsordninger*.

Behovet for værdipapirudlån aftog i 2009, hvilket afspejlede den lavere omsætning på det sekundære marked. Det samlede værdipapirudlån faldt med 45 pct. i 2009 i forhold til året før, jf. tabel 6.4.1.

UDSTEDELSE AF STATSOBLIGATIONER

6.5

Ved indgangen til 2009 var forholdene for statslige udstedere væsentligt forværrede. Stigningen i statslige lånebehov og obligationsudstedelser med statsgaranti resulterede i øget konkurrence om at tiltrække investorer blandt højtratede udstedere. Samtidig indebar øget volatilitet på de finansielle markeder i begyndelsen af året, at efterspørgslen var svingende. Endelig medførte bankernes behov for at nedbringe egne risici, at deres kapacitet til at handle og videresælge obligationer blev reduceret, hvorved likviditeten og prisgennemsigtigheden på statspapirmarkederne mindskedes.

I lyset heraf begyndte en række statsgældsforvaltninger at anvende mere fleksible udstedelsesstrategier. Det indebar, at auktionskalendere med faste udstedelsesdage i nogen grad blev erstattet af hyppigere auktioner, som blev annonceret med kortere varsel. Med henblik på at mindske risikoen for fejlslagne auktioner, hvor der sælges mindre end den udmeldte målsætning, blev intervallet for størrelsen på den udbudte mængde ved auktionerne i flere tilfælde udvidet.

Statsgældsforvaltningerne udstedte fortsat primært via auktioner, men udstedelserne blev i højere grad end tidligere suppleret af andre distributionskanaler, herunder syndikeringer og tapsalg.

Introduktion af auktioner i Danmark

I lighed med andre lande var likviditeten på det sekundære marked i Danmark lavere end førhen. På baggrund af interesse fra primary dealerne introducerede Statsgældsforvaltningen udstedelse via auktioner i juni. Herved blev det muligt for investorerne at købe en større mængde statsobligationer direkte fra staten ved at lægge bud ind på auktionen

via en primary dealer, og samtidig undgik bankerne at påtage sig risikoen forbundet med at holde obligationer på deres balancer.

Efterspørgslen ved auktionerne var høj, og Statsgældsforvaltningen solgte den udmeldte maksimale mængde statspapirer. Primary dealerne tilkendegav, at auktionerne tiltrak flere store investorer til det danske statspapirmarked. Auktionerne tilskyndede bankerne til at intensivere deres markedsføring af danske statspapirer, hvilket bidrog positivt til investorinteressen for danske statsobligationer. Derudover gav auktionerne et aktuelt prisbillede på udstedelsespapirerne. I lyset af de positive erfaringer introducerede Statsgældsforvaltningen regelmæssige auktioner fra september 2009.

Afholdelse af auktioner i danske statsobligationer

Auktioner annonceres i god tid for at skabe opmærksomhed på og dermed større interesse for udstedelsen. Forud for auktionen angiver Statsgældsforvaltningen, hvor stor en mængde, der maksimalt udstedes. Det er ikke målsætningen at sælge den maksimalt udmeldte mængde ved hver auktion. Den allokerede mængde og pris offentliggøres kort tid efter fristen for indlæggelse af bud, jf. boks 6.2.

Der blev i 2009 afholdt 10 auktioner (ekskl. åbningsauktioner) fordelt på de primære udstedelsespapirer i det 2-, 5- og 10-årige segment. Samtlige primary dealere opnåede tildeling i løbet af de 10 auktioner. Auktionsudstedelserne var koncentreret på tre primary dealere, som aftog ca. 75 pct. af den tildelte mængde. Koncentrationen var højere ved udstedelsen via tapsalg, hvor to primary dealere aftog over 75 pct. af den udstedte mængde, jf. figur 6.5.1.

Udstedelsesmetoder i 2010

På baggrund af de positive erfaringer vil Statsgældsforvaltningen fortsat udstede statsobligationer via regelmæssige auktioner. Udstedelsen via auktioner suppleres med tapsalg. Fastholdelsen af udstedelsen via tapsalg medfører et løbende udbud af statspapirerne i låneviften, hvilket gør det lettere for bankerne at imødekomme efterspørgsel fra investorerne uden for auktionsdagene. Dermed understøttes likviditeten på det sekundære marked.

AUKTIONSMETODE FOR DANSKE STATSOBLIGATIONER

Boks 6.2

Statens auktioner foregår via MTS Denmarks auktionssystem TradelImpact med primary dealerne i statsobligationer som modparter. Investorer kan lægge bud ind på auktionerne via primary dealerne. Auktionens faser er:

Annoncering

Auktionerne annonceres via DN-Nyheder¹, der sikrer, at annoncering sendes samtidigt videre til nyhedsbureauer som fx Bloomberg og Reuters. Gennemførelse af auktionen forudsætter rolige markedsforhold.

Bud og allokering

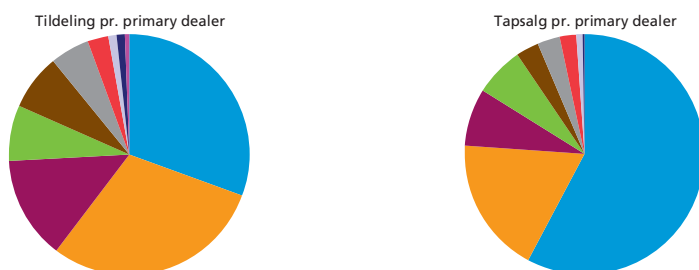
Auktionsformen er baseret på uniform prisfastsættelse, dvs. bud til skæringskursen eller derover tilgodeses til skæringskursen. For bud på skæringskursen kan der tildeles papirer efter pro-rata. Ved pro-rata får alle investorer med bud til skæringskursen tildelt den samme andel af deres bud. En auktion kan afsluttes uden tildeling.

Ved auktionen afgiver primary dealerne mængde og kurs. Den enkelte primary dealer kan afgive en bred vifte af bud. Fristen for afgivelse af bud på auktionsdagen er typisk kl. 10.30. Herefter fastsættes hurtigst muligt, og senest inden for 10 minutter, en skæringskurs. Ved auktionerne i 2009 er skæringskurs og tildeling i gennemsnit blevet fastlagt efter knap tre minutter.

Offentliggørelse af auktionsresultatet og afvikling

Auktionsresultatet offentliggøres via DN-nyheder og efterfølgende på www.statsgaeld.dk under "Investor relations". Salget afvikles med tre dages valør. Primary dealerne kan benytte VP Securities, Euroclear og Clearstream til afvikling af auktionshandler med danske statsobligationer.

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

UDSTEDELSESR VED AUKTIONER OG TAP FORDELT PÅ PRIMARY DEALERE, 2009 Figur 6.5.1

Anm.: Ekskl. åbningsauktioner. Primary dealerne er anonymiseret.
Kilde: MTS Denmark.

KAPITEL 7

Midlerne i de statslige fonde

Midlerne i Den Sociale Pensionsfond, DSP, Højteknologifonden og Forebyggelsesfonden indgår i opgørelsen af statsgælden og forvaltes sammen med statens øvrige finansielle aktiver og passiver.

DSP investerede ved årets auktioner 45 mia.kr. i rentetilpasningsobligationer. Købet afdækkede renterisikoen i forbindelse med refinansieringen af de almene boliger.

DEN SOCIALE PENSIONSFROND

7.1

Den Sociale Pensionsfond, DSP, blev oprettet i 1970, hvor der blev indført et særligt folkepensionsbidrag. Indbetalingerne til fonden ophørte i 1982, jf. boks 7.1.

Fonden bestyres af et udvalg bestående af repræsentanter fra Finansministeriet, Beskæftigelsesministeriet og Statsgældsforvaltningen. Den daglige forvaltning af midlerne varetages af Statsgældsforvaltningen. Principperne for forvaltningen af midlerne er fastsat i et reglement. Fondens midler kan investeres i danske børsnoterede obligationer – herunder indeksobligationer og realkreditobligationer – under hensyn til statsgældspolitikken.

På finansloven fastsættes det beløb, der årligt overføres til Beskæftigelsesministeriet til pensionsforbedringer. Overstiger overførslen til Beskæftigelsesministeriet og indbetalingen af pensionsafkastbeskatning fondens renteindtægter, reduceres grundkapitalen.

Risikoen på fondens aktiver vurderes separat, men indgår i den konsoliderede risikostyring af den samlede statsgæld. Varigheden på DSPs portefølje primo 2010 var 4,0 år, jf. tabel 7.1.1.

VARIGHED PÅ DSPs PORTEFØLJE			Tabel 7.1.1
År	Primo 2008	Primo 2009	Primo 2010
Statsobligationer	3,9	4,6	4,7
Realkreditobligationer mv.	2,0	1,1	2,5
Indeksobligationer	10,2	10,1	10,3
Samlet portefølje	4,1	4,0	4,0

Anm.: For konverterbare realkreditobligationer anvendes en optionsjusteret varighed. Varigheden på indeksobligationer beregnes med en inflationsantagelse på 2 pct. pr. år. I den samlede varighed indgår DSPs kontoindestående.

FONDENES INDTÆGTER OG UDGIFTER I 2009

Tabel 7.1.2

Mio.kr.	DSP	Højteknologi-fonden	Forebyggelses-fonden
<i>Indtægter</i>			
Renter mv. ¹	6.438	377	104
Kapitaltilførsel fra staten	-	2.000	-
<i>Udgifter</i>			
Overførsel til ministerium	10.150	280	350
Pensionsafkastskat	984	•	•
Netto	-4.696	2.097	-246

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

I 2009 blev der overført 10,2 mia.kr. fra fonden til Beskæftigelsesministeriet, jf. tabel 7.1.2. Fonden betalte 1,0 mia.kr. i pensionsafkastskat og havde renteindtægter for 6,4 mia.kr. Det medførte en reduktion i grundkapitalen på 4,7 mia.kr.

Ved udgangen af året udgjorde DSPs aktiver 120 mia.kr., jf. tabel 7.1.3.

DSP investerede ved årets auktioner 45 mia.kr. i rentetilpasningsobligationer. Købet afdækkede renterisikoen i forbindelse med refinansieringen af de almene boligernes låneportefølje af 1-, 3- og 5-årige rentetilpasningsobligationer.

FONDENES AKTIVER, ULTIMO 2009

Tabel 7.1.3

Mia.kr., nominel værdi	DSP	Højteknologi-fonden	Forebyggelsesfonden	Andel af udestående, pct.
4 pct. stående lån 2010	4,4	0,9	0,1	10
6 pct. stående lån 2011	9,1	2,5	0,6	25
5 pct. stående lån 2013	31,8	3,4	0,7	50
4 pct. stående lån 2015	8,9	3,4	0,7	19
4 pct. stående lån 2017	1,2	0,2	-	3
7 pct. stående lån 2024	9,9	-	-	40
Statsobligationer i alt	65,2	10,4	2,2	
Realkreditobligationer mv. ¹	31,2	•	•	
Indeksobligationer ²	6,2	•	•	
Kontoindestående ³	17,4	0,0	0,2	
I alt	120,0	10,4	2,3	

¹ Realkreditobligationer, kommune- og fiskeribankobligationer, som ikke er indeksobligationer. Beholdningen udgjorde 46,4 mia.kr. primo 2010, da DSPs afdrag og køb af rentetilpasningsobligationer først skete den 4. januar 2010.

² Indeksret værdi.

³ Det høje indestående på DSPs konto, og det lave niveau for beholdningen af realkreditobligationer afspejler, at afviklingen af DSPs køb af rentetilpasningsobligationer først skete den 4. januar 2010.

HØJTEKNOLOGIFONDEN**7.2**

Højteknologifonden blev oprettet ved lov i 2004 for at styrke vækst og beskæftigelse ved at understøtte Danmarks videre udvikling som højteknologisk samfund. Der tilstræbes en opbygning af fondens grundkapital til mindst 16 mia.kr. inden 2012. På baggrund af finansloven for 2010 blev der overført 2 mia.kr. til Højteknologifonden i januar 2010.

Højteknologifonden havde i 2009 renteindtægter for 377 mio.kr., mens der blev overført 280 mio.kr. fra fonden til Ministeriet for Videnskab, Teknologi og Udvikling, jf. tabel 7.1.1. Højteknologifondens aktiver udgjorde 10,4 mia.kr. ved udgangen af 2009, jf. tabel 7.1.2.

Fondens kapital kan alene investeres i danske statsobligationer. Investeringsstrategien for fonden sigter mod en ligelig fordeling af midlerne på korte, mellemlange og lange danske statsobligationer.

FOREBYGGELSESFONDEN**7.3**

Forebyggelsesfonden blev oprettet i 2007 og har til formål at yde støtte til at forebygge og forhindre fysisk og psykisk nedslidning. Der blev ved fondens oprettelse indskudt 3 mia.kr. i fonden. Der er ikke planlagt yderligere opbygning af fondens midler.

Hvert år udbetales 350 mio.kr. fra fonden til Beskæftigelsesministeriet. Fonden havde i 2009 renteindtægter for 104 mio.kr. Dermed var der i 2009 en netto reduktion i fondens aktiver på 246 mio.kr., jf. tabel 7.1.1. Fondens aktiver udgjorde 2,3 mia.kr. ved udgangen af 2009, jf. tabel 7.1.2.

Fondens midler må ifølge loven kun investeres i danske statsobligationer. Investeringsstrategien for Forebyggelsesfonden fastlægges, så de fremtidige overførsler til Beskæftigelsesministeriet så vidt muligt modsvares af fondens indtægter i form af renter og afdrag fra obligationsbeholdningen.

DEN SOCIALE PENSIONS FOND

Boks 7.1

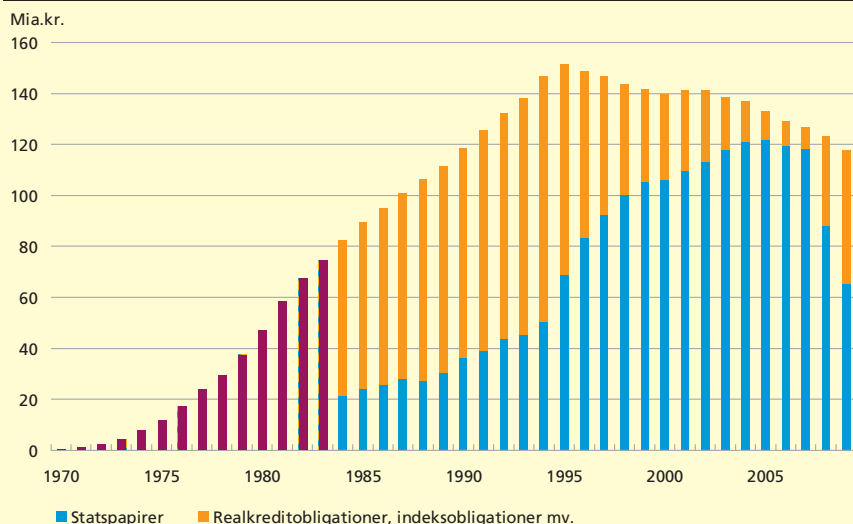
Den Sociale Pensionsfond (DSP) blev oprettet ved lov i 1970. Ved loven blev indført et særligt folkepensionsbidrag på 1 pct. i årene 1971-73 og 2 pct. i årene herefter. Midlerne fra det særlige folkepensionsbidrag blev henlagt til DSP og anbragt i obligationer til udbetaling af tillægspension fra 1976. I 1975 blev det ved lov vedtaget at udskyde påbegyndelsen af udbetalingerne fra fonden indtil 1979.

Med virkning fra 1. januar 1982 blev loven ændret, så folkepensionsbidraget – og dermed indbetalingerne til fonden – ophørte. Det blev vedtaget, at renterne fra fondens obligationsbeholdning skulle anvendes til pensionsforbedringer.

I årene 1986-95 blev der årligt overført et beløb svarende til 1,5 pct. af fondens formue. I 1996 blev principperne ændret, så grundkapitalen også kunne anvendes til pensionsforbedringer.

Det beløb, der årligt overføres fra DSP til Beskæftigelsesministeriet, fastsættes på finansloven. Siden 1996 er der sket en gradvis reduktion af fondens grundkapital som følge af, at de årlige overførsler har været højere end renteindtægterne på fondens obligationsbeholdning, jf. figuren.

DSPs BEHOLDNING AF OBLIGATIONER



Anm.: For 2008 og 2009 er medtaget rentetilpasningsobligationer med valør 1. bankdag efter årsskiftet. For årene 1970 til 1983 er en opdeling mellem statspapirer og realkreditobligationer mv. ikke mulig.

KAPITEL 8

Genudlån og statslige lånegarantier

Statsgældsforvaltningen administrerer genudlån og lånegarantier til en række selskaber. Statslige genudlån og garantier sikrer selskaberne gode lånevilkår som følge af statens høje kreditværdighed.

Staten har i forbindelse med den finansielle krise øget omfanget af udlån og garantier. Der er etableret genudlånsordninger til Finansiell Stabilitet A/S og Eksport Kredit Fonden, og der blev givet mulighed for statslige kapitalindskud i penge- og realkreditinstitutter. Derudover gav hjælpepakkerne mulighed for statsgaranterede obligationsudstedelser.

FORMÅL OG RAMMER

8.1

Genudlån og statslige lånegarantier har baggrund i et politisk ønske om at understøtte bestemte projekter. Hovedparten udstedes til offentlige selskaber, der er engageret i store infrastrukturprojekter, hvis opgaver og rammer for låntagning er fastlagt ved lov eller aktstykke.

Statsgældsforvaltningen administrerer genudlån og lånegarantier for 13 offentlige selskaber, jf. tabel 8.1.1. Derudover har Danmarks Skibskredit A/S adgang til en særlig genudlånsordning.

OFFENTLIGE SELSKABER MED ADGANG TIL GENUDLÅN ELLER LÅNEGARANTI Tabel 8.1.1

	Genudlån	Lån med statsgaranti
Danmarks Radio	X	-
DSB	-	X
Eksport Kredit Fonden	X	-
Energinet.dk	X	-
Finansiell Stabilitet A/S	X	-
Metroselskabet I/S	X	-
Nordsøfonden	X	-
Statens Serum Institut	X	-
A/S Storebælt	X	X
Sund & Bælt Holding A/S	X	X
Udviklingsselskabet By og Havn I/S	X	-
A/S Øresund	X	X
Øresundsbro Konsortiet	-	X

Anm.: Administreret af Statsgældsforvaltningen. Et kryds (X) indikerer, at selskabet har adgang, mens en streg (-) indikerer, at selskabet ikke har adgang.

LISTEN OVER ACCEPTABLE LÅNETYPER

Boks 8.1

Listen over acceptable lånetyper angiver overordnede retningslinjer for låntagning i de selskaber, der har adgang til genudlån eller statsgaranteret låntagning.

Retningslinjerne tager udgangspunkt i, at selskaberne styrer risikoen på aktiver og passiver på konsolideret basis. Ud over retningslinjer for låntagningen er der anbefalinger til styring af kreditrisiko på aktivplaceringer, låntagning i tilknyttede selskaber og konsolidering af kreditrisiko på tværs af instrumenter. Det er selskabernes og bestyrelsernes ansvar at fastlægge en finansieringsstrategi, som indeholder regler for alle finansielle transaktioner i relation til virksomhedens låntagning. Listen over acceptable lånetyper bygger på følgende kriterier:

Udstedte lånegarantier:

- Låneformerne skal være kendte og anvendte i markedet af anerkendte låntagere
- Lånene skal være opbygget af simple elementer, som gør transaktionerne gennemskuelige.

Optagelse af genudlån:

- Selskaberne kan optage genudlån baseret på genudlånsviften. Genudlånsviften omfatter som udgangspunkt alle fastforrentede statsobligationer i danske kroner med løbetider mellem 2 og 10 år samt syntetiske lån med udløb i 2014 og 2016
- På baggrund af en begrundet henvendelse kan der ydes andre typer af genudlån, herunder genudlån på termin.

Krav til risikostyring:

- Der stilles minimumskrav til modparternes rating
- Swaps kan kun indgås med modparter, hvormed der er indgået aftaler om sikkerhedsstillelse (CSA-aftaler)
- Låneporteføljens valutakurseksponering skal som udgangspunkt begrænses til euro (eller svenske kroner i Øresundsbrons tilfælde).

Retningslinjer for selskabernes låntagning

Statsgældsforvaltningen fastlægger de overordnede retningslinjer for låntagning i de selskaber, der har adgang til statsgaranteret låntagning eller genudlån. Hensigten er at sikre, at selskaberne ikke påtager sig finansielle risici, som staten ikke selv vil påtage sig. Retningslinjerne for selskabernes låntagning er fastlagt i et aftalesæt bestående af to hovedelementer¹:

- En aftale mellem det relevante ministerium, Finansministeriet, Danmarks Nationalbank og det enkelte selskab
- En liste over acceptable lånetyper, der udarbejdes og vedligeholdes af Statsgældsforvaltningen, jf. boks 8.1.

¹ For Øresundsbrons vedkommende er der tillige indgået en treparts aftale mellem Øresundsbron, Riksgældskontoret og Statsgældsforvaltningen.

Optagelse af genudlån og lånegarantier

Ved genudlån optages lånet direkte hos staten. Når et selskab henvender sig for at optage et genudlån, fastsætter Statsgældsforvaltningen kursen på lånet på baggrund af de aktuelle markedsforhold. Låneprovenu udbetales fra statens konto. Det afledte finansieringsbehov dækkes ved de løbende udstedelser i de primære låneviftepapirer. Statsgældsforvaltningen udsteder ikke specifikt med henblik på at afdække risikoen ved det enkelte genudlån. Genudlånene indgår i den konsoliderede risikostyring på statsgælden, jf. kapitel 9.

Ved lån med statsgaranti garanterer staten for, at lånet i det private marked betales tilbage. Dermed opnås billig låntagning, da staten har påtaget sig den kreditrisiko, som selskaberne ellers skulle betale for i markedet.

UDLÅNSORDNINGER SOM FØLGE AF DEN FINANSIELLE KRISE

8.2

I forbindelse med den finansielle krise blev der vedtaget to finansielle hjælpepakker (Bankpakke I og Kreditpakken)¹, hvori Finansiell Stabilitet A/S og Eksport Kredit Fonden, EKF, fik adgang til statslige genudlån, jf. boks 8.2. Genudlånene er baseret på de retningslinjer, der gælder for øvrige offentlige selskabers adgang til genudlån.

Finansiell Stabilitet A/S

Finansiell Stabilitet kan optage genudlån i stående lån med en løbetid på mellem 1 måned og 10 år. Lån i korte statspapirer bidrager til en enklere styring af renterisikoen, da Finansiell Stabilitet har aktiver med eksposering over for korte renter.

For at lette Finansiell Stabilitets likviditetsstyring har selskabet mulighed for genudlån med op til en måneds varighed for maksimalt 625 mio.kr., svarende til Det Private Beredskabs månedlige indbetalinger. Endvidere har Finansiell Stabilitet adgang til genudlån i udenlandsk valuta.

Eksport Kredit Fonden

EKF kan optage genudlån på baggrund af stående lån mellem 2 og 10 år samt genudlån med en serieafdragsprofil på op til 15 år. Muligheden for serielån afspejler, at EKF i henhold til internationale aftaler kan yde eksportlån i form af serielån. EKF har en ramme for genudlån på op til 20 mia.kr. Adgangen til optagelse af nye genudlån ophører ved udgangen af 2011.

¹ Bankpakke I blev vedtaget i oktober 2008 og Kreditpakken (Bankpakke II) blev vedtaget i februar 2009. Hjælpepakkerne er beskrevet i *Finansiell Stabilitet 1. halvår 2009*, Danmarks Nationalbank.

GENUDLÅN TIL FINANSIEL STABILITET OG EKSPORT KREDIT FONDEN

Boks 8.2

Finansiel Stabilitet A/S

Finansiel Stabilitet blev stiftet i oktober 2008 som led i en aftale mellem den danske stat og den finansielle sektor i Danmark (Det Private Beredskab). Det statsejede selskab har til formål at sikre og dække krav fra simple kreditorer i de pengeinstitutter, der er med i Det Private Beredskab. Garantiordningen løber frem til 30. september 2010. Finansiel Stabilitet dækker det løbende finansieringsbehov gennem optagelse af statslige genudlån.

Det Private Beredskab betaler en garantiprovision til Finansiel Stabilitet på 7,5 mia.kr. årligt i to år, dvs. i alt 15 mia.kr. Hertil kommer en selvrisiko, som skal dække de første 10 mia.kr. af et statsligt tab som følge af ordningen. Overstiger det skønnede underskud inklusive forrentning af den indskudte kapital i Finansiel Stabilitet de 15 mia.kr., der indbetales i garantiprovision, plus de 10 mia.kr., der stilles i kaution, skal Det Private Beredskab dække yderligere underskud i Finansiel Stabilitet med indtil 10 mia.kr. Alt i alt indebærer ordningen, at den danske stat først er eksponeret over for tab, hvis de samlede tab overstiger 35 mia.kr.

Et år efter etableringen af garantiordningen opgjorde Finansiel Stabilitet trækket på kautionen til 5,7 mia.kr., jf. *Finansiel Stabilitet A/S – Kvartalsmeddelelse pr. 30. september 2009*. Det foreløbige resultat er et overskud på 7,6 mia.kr., hvilket afspejler indbetaling af halvdelen af garantiprovisionen og forrentningen heraf. Såfremt det samlede tab ikke overstiger kautionen på 10 mia.kr. tilfalder hele garantiprovisionen på 15 mia.kr. staten.

Eksport Kredit Fonden, EKF

EKF's formål er at sikre danske eksportvirksomheder konkurrencedygtige finansielle vilkår på de internationale markeder. EKF kan yde en statsgaranti, hvilket bidrager til at reducere eksportørernes låneomkostninger på det private marked.

Virksomhedernes finansielle vilkår blev kraftigt forværret i forbindelse med den finansielle krise på trods af statsgarantien via EKF. Det afspejlede bankernes manglende evne til at yde lån. Derfor blev der i Kreditpakken etableret en ordning, hvor EKF kan yde lån direkte til eksportørerne. Til finansiering af udlånene fik EKF adgang til statslige genudlån for op til 20 mia.kr.

Kilde: www.finansielsestabilitet.dk og www.ekf.dk.

Statslige kapitalindskud i kreditinstitutter

Danske penge- og realkreditinstitutter fik i forbindelse med Kreditpakken mulighed for at få statslige kapitalindskud i form af hybrid kernekapital for op til 100 mia.kr. under forudsætning af, at institutterne var solvente. Ordningen administreres af Økonomi- og Erhvervsministeriet. Ved ordningens udløb ultimo 2009 var der ydet kapitalindskud for 46 mia.kr. fordelt på 43 institutter.

Renten på de individuelle kapitalindskud blev fastsat som den 5-årige nulkuponrente tillagt et risikotillæg og udgør i gennemsnit 10,08 pct. Merrenten i forhold til statspapirer afspejler, at kapitalindskuddene er

forbundet med en højere kreditrisiko. Kapitalindskuddene øgede ikke statens udstedelsesbehov i 2009, men blev i stedet finansieret ved træk på statens konto i Danmarks Nationalbank.

Lån til Island og Letland

Som støtte til det islandske økonomiske stabiliseringsprogram, der er udarbejdet i samarbejde med IMF, har Danmark i samarbejde med de øvrige nordiske lande givet tilsagn om et lån på i alt 1,775 mia.euro. Ordningen administreres af Finansministeriet. Danmarks andel ydes i euro og kan udgøre op til 480 mio.euro. Lånet har en løbetid på 12 år, og der ydes en afdragsfri periode på fem år fra første udbetaling (81 mio.euro) foretaget i december 2009. Den resterende del af lånet forventes udbetalt i løbet af 2010, forudsat at Island fortsætter implementeringen af IMF-programmet og overholder dets internationale forpligtelser.

Letland har ligeledes fået adgang til lån fra de nordiske lande i forbindelse med et økonomisk stabiliseringsprogram udarbejdet i samarbejde med IMF. Den samlede størrelse på den danske del af lånet er på op til 378 mio.euro.

GENUDLÅN I 2009

8.3

I 2009 ydede Statsgældsforvaltningen genudlån for 35 mia.kr., jf. tabel 8.3.1. Det samlede udestående af genudlån var 82 mia.kr. ved udgangen af 2009. Den markante stigning i omfanget af genudlån kan henføres til Finansiell Stabilitet, der i 2009 optog genudlån for 25 mia.kr. Heraf er 21 mia.kr. ydet i forbindelse med selskabets overtagelse af Roskilde Bank i

GENUDLÅN YDET AF STATSGÆLDSFORVALTNINGEN			Tabel 8.3.1
Mia.kr., nominal værdi	Optag i 2009	Forfald i 2009	Beholdning ultimo 2009
Danmarks Radio	1,1	-	3,8
Danmark Skibskredit A/S	2,0	1,3	10,6
Eksport Kredit Fonden	2,6	-	2,6
Energinet.dk	0,5	0,5	5,0
Finansiell Stabilitet A/S	24,6	-	29,0
Lån til Island	0,6	-	0,6
Metroselskabet I/S	-	-	-
Nordsøfonden	0,1	-	0,2
Statens Serum Institut	0,1	-	0,1
A/S Storebælt	1,7	-	12,7
Sund & Bælt Holding A/S	0,4	-	0,4
Udviklingsselskabet By og Havn I/S	0,8	1,0	10,5
A/S Øresund	0,3	-	7,0
I alt	34,6	2,8	82,3

august 2009. I 2010 forventes Finansiell Stabilitet at nedbringe omfanget af genudlån.

Sund og Bælt Holding A/S fik i 2009 adgang til optagelse af statslige genudlån. I den forbindelse optog selskabet et genudlån, som finansierede et kapitalindskud i datterselskabet Femern A/S. Eksport Kredit Fonden optog et genudlån i form af et 15-årigt serielån på 2,6 mia.kr.

Genudlån til Danmarks Skibskredit A/S

Danmarks Skibskredit fik i 2003 adgang til en særlig genudlånsordning i forbindelse med, at Folketinget indførte midlertidig driftsstøtte til skibsbygning på danske skibsværfter, jf. *Statens låntagning og gæld 2003*, kapitel 10. Ordningen er omfattet af et aftalesystem, der svarer til det, som gælder for de offentlige selskaber.

Danmarks Skibskredit optog genudlån for 2,0 mia.kr. i 2009. Beholdningen af genudlån til Danmarks Skibskredit var 10,6 mia.kr. ved udgangen af 2009. I 2010 har Danmarks Skibskredit ikke planlagt optagelse af genudlån.

Der kan ydes genudlån til Danmarks Skibskredit frem til udgangen af 2015. Det maksimale optag af genudlån er 18 mia.kr. Staten indgår valutawaps mellem kroner og dollar i tilknytning til genudlån i dollar, så staten ikke får nogen valutakurseksponering som følge af genudlånene. Prisen på lånet fastsættes på baggrund af statens lånevilkår.

STATSLIGE LÅNEGARANTIER I 2009

8.4

Ved udgangen af 2009 har offentlige selskaber, hvis lånegaranti administreres af Statsgældsforvaltningen, udestående gæld med statsgaranti for i alt 50 mia.kr., jf. tabel 8.4.1. Derudover har staten stillet garanti for ca. 100 mia.kr., bl.a. i forbindelse med almene boliger, eksportkreditter og internationale institutioner, jf. *Statsregnskabet*.

LÅNEGARANTIER ADMINISTRERET AF STATSGÆLDSFORVALTNINGEN		Tabel 8.4.1
Mia.kr., nominel værdi	Lånegarantier i 2009	Beholdning ultimo 2009
Danmarks Radio	•	0,9
DSB	-	8,2
A/S Storebælt	-	17,9
Sund & Bælt Holding A/S	-	0,0
A/S Øresund	-	3,2
Øresundsbro Konsortiet	1,9	19,3
I alt	1,9	49,6

Garantier i forbindelse med de finansielle hjælpepakker

Bankpakke I indebærer en fuld statsgaranti frem til 30. september 2010 for alle indskydere og andre simple kreditorers tilgodehavender i penge- og realkreditinstitutter, der er omfattet af garantiordningen.

Som en del af Kreditpakken blev der vedtaget en overgangsordning, hvor Finansiell Stabilitet A/S på vegne af den danske stat kan indgå aftale om ydelse af individuel statsgaranti til penge- og realkreditinstitutter mod betaling af en garantiprovision. Den individuelle statsgaranti omfatter obligationer med en løbetid på op til tre år. EU-Kommissionen har foreløbig godkendt, at der kan udstedes under ordningen frem til den 30. juni 2010. Overgangsordningen sikrer, at penge- og realkreditinstitutter har mulighed for at opnå statsgaranti for mellemlange lån i lighed med andre landes garantiordninger.

Der var ved udgangen af 2009 optaget lån med individuel statsgaranti for i alt 53 mia.kr.

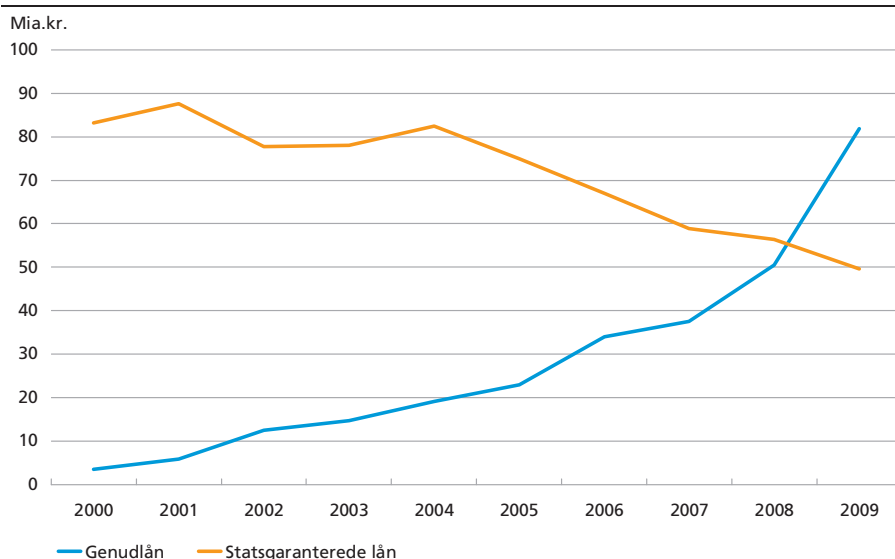
UDVIKLING I GENUDLÅN OG STATSLIGE LÅNEGARANTIER

8.5

I de senere år har de statslige selskaber i højere grad finansieret deres gæld via statslige genudlån frem for låntagning i det private marked med statsgaranti, jf. figur 8.5.1. Udviklingen afspejler dels, at selskaberne har opnået billigere låntagning via genudlån, og dels at nye statslige

GENUDLÅN OG STATSLIGE LÅNEGARANTIER ADMINISTRERET AF
STATSGÆLDSFORVALTNINGEN

Figur 8.5.1



selskaber primært har fået adgang til finansiering via genudlån. Stigningen i udestående genudlån i 2009 kan primært henføres til genudlån til Finansiell Stabilitet A/S.

Staten har den samme eksponering over for et potentielt tab ved genudlån og ved statsgarantier, hvis lånene misligholdes. Genudlån og lånegarantier kan derfor overordnet set sidestilles, hvad angår risiko for staten, jf. *Statens låntagning og gæld 2004*, kapitel 9.

KAPITEL 9

Risikostyring

Udgangspunktet for statens risikostyring er en lav renterisiko som følge af en høj varighed på statsgældsporteføljen. Under den finansielle krise er der opbygget en uhensigtsmæssig fordeling af statens rentefixing. Ved at indgå renteswaps kan staten opnå en forventet besparelse på renteomkostningerne, uden at risikoen for højere renteomkostninger øges. På den baggrund fortsætter indgåelsen af renteswaps under forudsætning af, at swapmarkederne er velfungerende.

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

I 2009 steg omfanget af sikkerhedsstillelse i forbindelse med statens swapaftaler. Den forøgede sikkerhedsstillelse kan henføres til en generel lavere kreditvurdering af statens swapmodparter. Samlet set bidrog den øgede sikkerhedsstillelse til at mindske statens krediteksponering, hvilket dog skal ses i lyset af, at staten blev eksponeret over for flere modparter med en lavere kreditværdighed.

RENTERISIKO

9.1

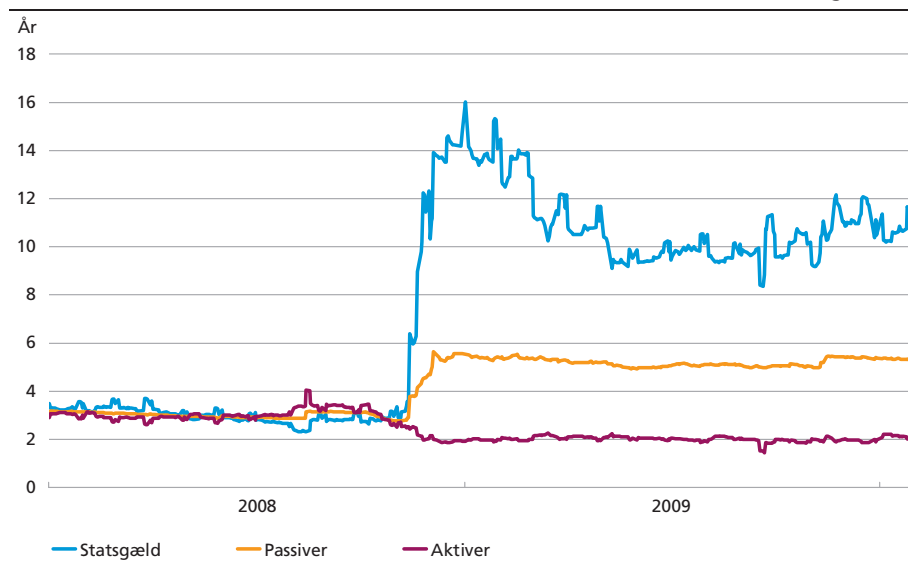
Den overordnede målsætning for Statsgældsforvaltningen er at opnå lavest mulige langsigtede låneomkostninger under hensyntagen til et acceptabelt risikoniveau. En væsentlig risikofaktor på den danske statsgæld er renterisiko, dvs. risiko for højere låneomkostninger som følge af renteudviklingen.

Renterisikostyring i 2009

Statens passiv- og aktivporteføljer er som følge af den finansielle krise ændret betydeligt. På baggrund af stor investorinteresse fra forsikrings- og pensionssektoren blev en ny 30-årig statsobligation åbnet i november 2008. Provenuet på 90 mia.kr. blev placeret på statens konto i Danmarks Nationalbank. Derudover blev den udenlandske låntagning øget af hensyn til valutareserven, og provenuet blev placeret på statens konto. Det medførte en opbygning af statens bruttoporteføljer og en højere varighed på statens passiver sammen med en lavere varighed på statens aktiver, hvorved varigheden for den samlede statsgældsportefølje steg væsentligt, jf. figur 9.1.1.

UDVIKLING I VARIGHEDEN I 2008 OG 2009

Figur 9.1.1



Ved indgangen til 2009 var det hensigten at skabe en mere jævn rentefixing ved at indgå for op til 20 mia.kr. i 10-årige renteswaps under forudsætning af normalisering af swapmarkederne. I 1. halvår 2009 var swapmarkederne fortsat væsentligt påvirkede af den finansielle krise, og staten indgik derfor ikke renteswaps. En gradvis normalisering i 2. halvår betød, at indgåelse af renteswaps blev genoptaget. Der blev i alt indgået for 6 mia.kr. i 10-årige porteføljerenteswaps.

Renterisikostyring i 2010

Styringen af statens renterisiko i 2010 skal ses i lyset af udsigt til stigende statsgæld de kommende år, større usikkerhed omkring statsfinansierne end normalt og gradvis normalisering af de finansielle markeder.

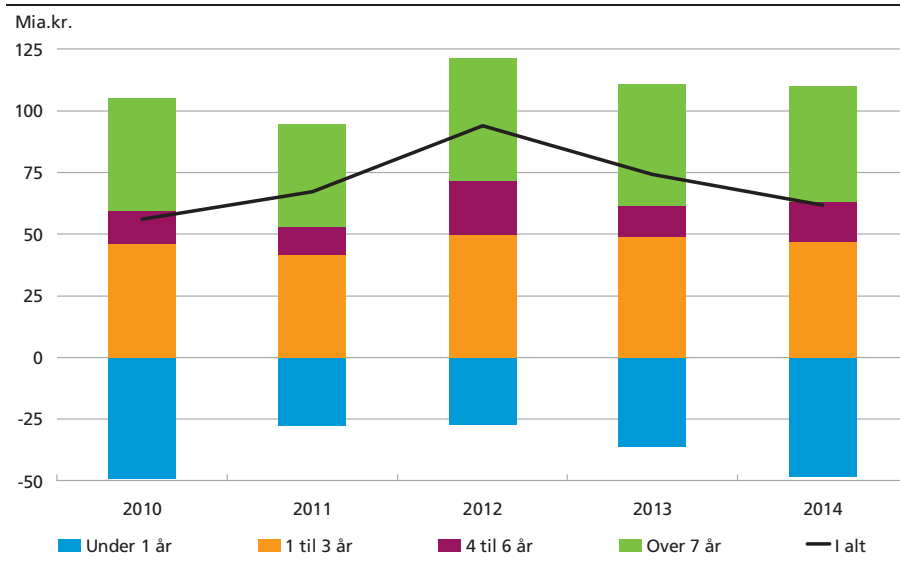
Udgangspunktet for statens risikostyring er en lav renterisiko. Varigheden på statens passiver er høj som følge af en periode med fokusering af udstedelser i det 10-årige løbetidssegment samt udstedelsen af den 30-årige statsobligation. Samtidig er varigheden på statens aktiver faldet som følge af et højt indestående på statens konto og korte genudlån til Finansiell Stabilitet A/S. Sammenholdt med at statens nettogæld fortsat er på et lavt niveau, er udsvinget i den samlede varighed betydeligt.

Rentefixing

Rentefixingen er det kronebeløb, hvorpå der fastsættes ny, ukendt rente inden for et år. Rentefixingen opgøres som rentefixingen på passiver fratrasket rentefixingen på aktiver.

RENTEFIXING PÅ LØBETIDSSEGMENTER UDEN INDGÅELSE AF RENTESWAPS

Figur 9.1.2



Som udgangspunkt er det hensigtsmæssigt at have en jævn rentefixing fordelt på løbetidssegment og over tid, og især at rentefixingen for hvert løbetidssegment er positiv. Herved har staten spredt sin renteeksponering over rentekurven og tager ikke spekulative positioner i forhold til formen på den fremtidige rentekurve.

Da passiverne i statsgældsporteføljen er større end aktiverne vil den samlede rentefixing være positiv, jf. figur 9.1.2. Indestående på statens konto i Danmarks Nationalbank er på et højt niveau. Det indebærer, at der fastsættes ny rente på flere korte aktiver end korte passiver i 2010, svarende til at den korte rentefixing er negativ.

Staten kan opnå en mere hensigtsmæssig renteeksponering ved at indgå renteswaps, hvor staten betaler en variabel rente og modtager en fast rente. Dermed øges statens korte rentefixing, og den lange rentefixing reduceres, hvorved staten opnår en mere jævn rentefixing både fordelt på løbetidssegment og over tid.

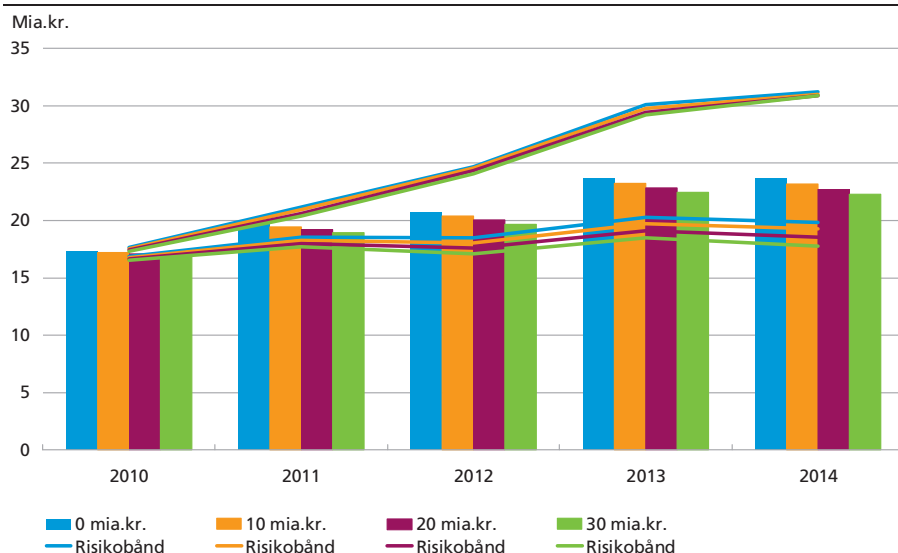
Analyser i Cost-at-Risk modellen

Statsgældsporteføljens rentefixing beskriver rentefølsomheden over for renteændringer, dvs. statens renteeksponering. For at vurdere renterisikoen skal sandsynligheden for renteændringerne medtages.

Renterisikoen analyseres i Statsgældsforvaltningens Cost-at-Risk model (CaR-model) på baggrund af strategien for fremtidige udstedelser, opkøb og genudlån, der sikrer sammenhæng til det forventede fremtidige finansieringsbehov. Fremskrivningerne i CaR-modellen viser, at der er en

FORVENTEDE RENTEOMKOSTNINGER OG RISIKO

Figur 9.1.3



Anm.: Indgåelse af 10-årige renteswaps for 0, 10, 20 og 30 mia.kr. årligt. Risikobånd er henholdsvis 5 pct. og 95 pct. fraktilen.

årlig besparelse ved at indgå renteswaps, uden at risikoen for højere fremtidige renteomkostninger øges. Ved indgåelse af renteswaps vil staten samtidig ikke afskære sig fra muligheden for lavere fremtidige renteomkostninger, jf. figur 9.1.3.

Analysen af rentefixingen og afvejningen mellem renteomkostninger og renterisiko i CaR-modellen viser, at det er hensigtsmæssigt at indgå renteswaps i de kommende år. På den baggrund har Statsgældsforvaltningen valgt at fortsætte indgåelsen af renteswaps i forbindelse med risikostyringen under forudsætning af, at swapmarkederne er vel fungerende. Indgåelse af renteswaps skal desuden ses i lyset af, at statens beholdning af porteføljerenteswaps siden 2007 er reduceret med 22 mia.kr., og at der udløber renteswaps for yderligere 16 mia.kr. i 2010.

VALUTAKURSRISIKO

9.2

Statens udenlandske gæld er optaget 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 udenlandske gældsportefølje udelukkende er eksponeret i euro. På grund af den danske fastkurspolitik over for euro er valutakursrisikoen lav. Hertil kommer, at Danmarks Nationalbanks valutareserve altovervejende er eksponeret i euro.

I forbindelse med udenlandske lån i dollar, svenske kroner og norske kroner har staten indgået valutaswaps, så den udenlandske gæld har

sluteksponering i euro. Sideløbende har staten udstedt Commercial Paper i dollars, der ved hjælp af terminsforretninger med Danmarks Nationalbank også har sluteksponering i euro.

Genudlån til Danmarks Skibskredit A/S ydet i dollar finansieres i kroner og swappes til dollar, hvorved valutakursrisikoen afdækkes.

KREDITRISIKO

9.3

Kreditrisiko er risikoen for at lide et finansielt tab som følge af en modparts misligholdelse af sine betalingsforpligtelser.

Statens swapportefølge er forbundet med en kreditrisiko for staten. Ved indgåelse af swaps er markedsværdien nul. Over tid kan markedsværdien udvikle sig i statens eller modpartens favør afhængigt af rente- og valutakursudviklingen. En swap med en positiv markedsværdi udgør et aktiv for staten og er forbundet med en kreditrisiko, idet staten bliver eksponeret over for swapmodpartens betalingsevne.

Statens kreditrisiko søges minimeret ved at følge nogle faste principper for kreditstyringen. Kreditrisikoen spredes på modparter med en høj kreditværdighed, som har indgået en aftale om ensidig sikkerhedsstillelse. Statens kreditstyring er beskrevet mere detaljeret i bilaget *Principper for styring af kreditrisiko på statens swaps*.

Swapporteføljen er vokset som følge af udenlandsk låntagning

Ultimo 2009 bestod swapporteføljen af 324 swaps fordelt på 19 modparter med en samlet hovedstol på 226 mia.kr., jf. tabel 9.3.1. I 2009 indgik staten 21 swaps med en samlet hovedstolsværdi på 76 mia.kr. I forbin-

STATENS SWAPPORTEFØLJE, 2007-09, ULTIMO			Tabel 9.3.1
	2007 ¹	2008 ²	2009
Antal modparter	20	21	19
Antal swaps	355	360	324
	Hovedstol, mia.kr.		
Renteswaps, danske kroner	65,4	64,6	52,1
Renteswaps, andre valutaer	57,2	70,0	86,0
Valutaswaps DKK-EUR, EUR-DKK	13,3	11,7	8,2
Valutaswaps DKK-USD ³	6,9	10,4	11,0
Valutaswaps USD-EUR	-	13,2	64,9
Valutaswaps, andre	-	0,0	3,5
Hovedstol, i alt	142,8	169,9	225,6

¹ Ekskl. swaps overdraget fra Hypotekbanken, som udgjorde 514 mio.kr. ultimo 2007.

² Ekskl. én swap overdraget fra Hypotekbanken, som udgjorde 35 mio.kr. ultimo 2008.

³ I forbindelse med genudlån til Danmarks Skibskredit A/S.

delse med den udenlandske låntagning blev der indgået valutaswaps til euro for 59 mia.kr.

Dollarkursen har stor betydning for markedsværdien af swapporteføljen
Markedsværdien af statens swaps ændrer sig i takt med ændringer i renter og valutakurser.

Markedsværdien af statens valutaswapportefølge påvirkes primært af dollarkursen. Udstedelser af lån i dollar har medført, at størstedelen af statens valutaswapportefølge består af swaps fra dollar til euro. Det indebærer, at markedsværdien af swapporteføljen falder, når dollaren svækkes. Statens portefølge af valutaswaps mellem kroner og euro giver som følge af fastkurspolitikken ikke anledning til store udsving i markedsværdien.

Renteswaps er typisk brugt til omlægning fra lang til kort varighed, hvilket betyder, at staten primært betaler en variabel og modtager en fast rente. Markedsværdien af statens portefølge af renteswaps stiger dermed, når renterne falder.

I 2009 faldt markedsværdien af statens swapportefølge med 1,1 mia.kr., jf. tabel 9.3.2, hvilket primært skyldtes en svækkelse af dollarkursen.

Krediteksponeringen er faldet

Den samlede markedsværdi på swapporteføljen kan ikke direkte overføres til et mål for statens krediteksponering. Opgørelsen af krediteksponeringen tager udgangspunkt i markedsværdierne af modparternes respektive swapporteføljer med staten. Statens maksimale kredittab uden korrektion for sikkerhedsstillelse (aktuel eksponering) er summen af markedsværdierne for hver modpart, givet at markedsværdien af modpartens swapportefølge er positiv. Hvis markedsværdien af en modparts swapportefølge er negativ indgår den ikke i den aktuelle eksponering. I 2009 steg den aktuelle eksponering med 2,5 mia.kr. Det kan primært henføres til en stigning i markedsværdien af statens renteswaps. I samme periode steg sikkerhedsstillingen med 3,3 mia.kr., hvormed statens krediteksponering samlet set faldt med 0,8 mia.kr. i 2009, jf. figur 9.3.1.

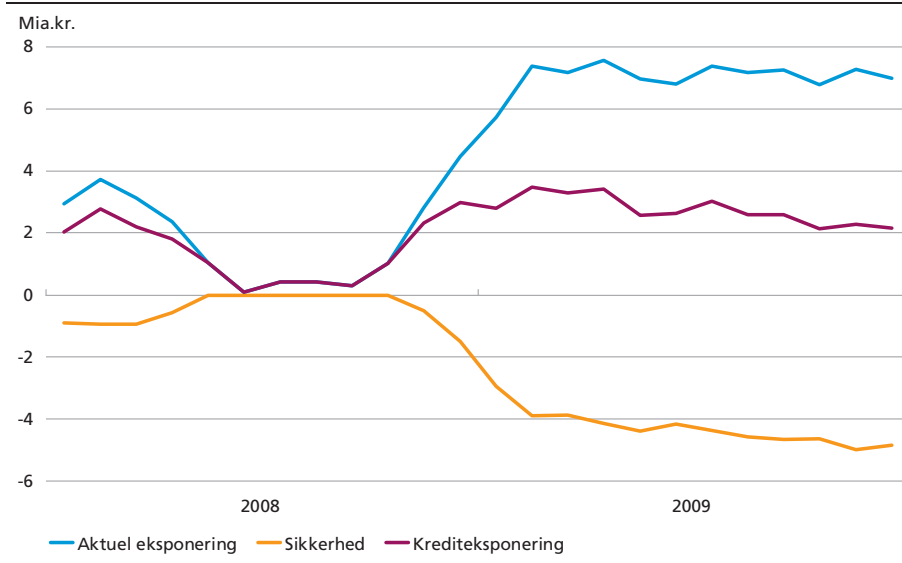
SWAPPORTEFØLJENS MARKEDSVÆRDI (NETTO)			Tabel 9.3.2
Mia.kr., ultimo	2007 ¹	2008 ²	2009
Renteswaps	0,1	5,2	7,7
Valutaswaps	0,4	-1,5	-5,0
I alt	0,5	3,7	2,6

¹ Ekskl. swaps overdraget fra Hypotekbanken (markedsværdi -37 mio.kr. ultimo 2007).

² Ekskl. én swap overdraget fra Hypotekbanken (markedsværdi 9 mio.kr. ultimo 2008).

KREDITEKSPONERINGEN PÅ STATENS SWAPPORTEFØLJE

Figur 9.3.1



Nedjustering af swapmodparternes kreditværdighed

Stigningen i sikkerhedsstillelsen fulgte i 2009 primært nedjusteringer i kreditværdigheden af statens swapmodparter. Nedjusteringerne har medført, at modparternes tærskelværdier for sikkerhedsstillelse er blevet reduceret. Modparterne skal dermed stille mere sikkerhed, givet markedsværdien af deres swapportefølje er i statens favør. Isoleret set reducerer nedjusteringer af modparternes kreditvurdering således statens krediteksponering. Til gengæld er kvaliteten af krediteksponeringen blevet lavere, da eksponeringen siden udgangen af 2008 er steget over for modparter med en lavere rating, jf. figur 9.3.2.

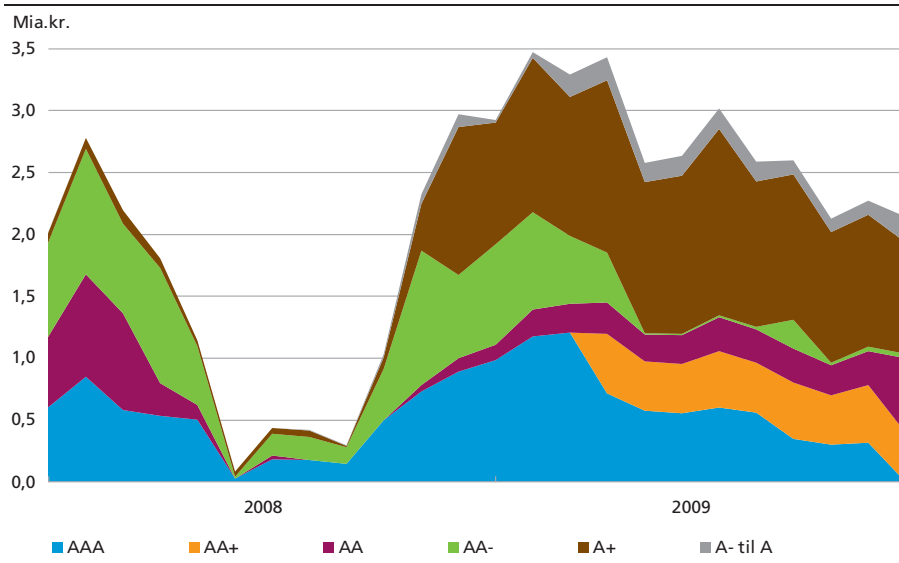
Spredning af swapporteføljen på flere modparter

Staten mindsker sin risiko for store tab ved at anvende mange swapmodparter. Ved udgangen af 2009 var statens udestående swaps fordelt på 19 modparter, jf. figur 9.3.3.

Tidligere år har staten haft udestående swaps med flere modparter med den højeste kreditvurdering (AAA). Der har typisk været tale om Special Purpose Vehicles, SPV, der som følge af deres finansielle struktur kunne oppebære den højeste kreditvurdering. Et SPV er juridisk separeret fra alle koncernforbundne selskaber. Det 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

SAMLET KREDITEKSPONERING OPDELT PÅ MODPARTERNES RATING

Figur 9.3.2

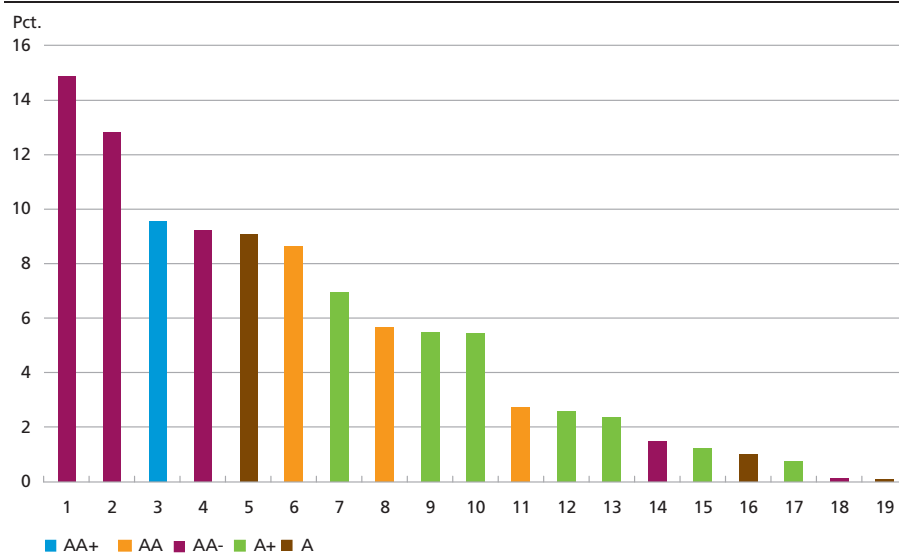


kapital til at dække selskabets finansielle forpligtigelser. På den baggrund har ratingbureauerne traditionelt set vurderet, at der er begrænset risiko for, at SPVet ikke kan leve op til sine finansielle forpligtigelser.

Erfaringer med SPVer under den finansielle krise, herunder særligt SPVer tilknyttet Lehman Brothers, har i 2009 givet anledning til en mere

SWAPPORTEFØLJEN OPDELT PÅ STATENS MODPARTER, ULTIMO 2009

Figur 9.3.3



kritisk tilgang til vurderingen af SPV-selskabernes kreditværdighed fra kreditvurderingsbureauernes side. Det har ført til en række nedjusteringer af SPVer i 2009 herunder også dem, der fungerer som modpart for staten. Ved udgangen af 2009 havde staten udestående swaps med en hovedstol på 34 mia.kr. med to SPVer med en kreditvurdering på henholdsvis AA+ og AA.

Specialkapitler

KAPITEL 10

Styring af statens renterisiko

Statsgældsforvaltningen styrer renterisikoen på konsolideret basis, dvs. risikoen på statens passiver og aktiver styres samlet. Renterisikoen fastlægges på baggrund af en analyse af statens renteeksponering samt afvejning mellem renteomkostninger og -risiko baseret på Cost-at-Risk modellen (CaR-modellen). Statens budgetrisiko vurderes gennem stress-test af fremtidige budgetunderskud.

Analysen af rentefixing og afvejning mellem renteomkostninger og renterisiko i CaR-modellen viser, at det er hensigtsmæssigt at indgå renteswaps i de kommende år. Renteswaps giver anledning til en mere jævn rentefixing over løbetidssegmenter. Samtidig viser analyserne i CaR-modellen, at indgåelse af renteswaps bidrager til at reducere statens renteomkostninger uden at risikoen for højere fremtidige renteomkostninger øges.

På den baggrund har Statsgældsforvaltningen valgt at fortsætte indgåelsen af renteswaps i forbindelse med risikostyringen under forudsætning af, at swapmarkederne er velfungerende.

RISIKOSTYRING PÅ KONSOLIDERET BASIS

10.1

Den overordnede målsætning for Statsgældsforvaltningen er at opnå lavest mulige langsigtede låneomkostninger under hensyntagen til et acceptabelt risikoniveau. Statsgældsforvaltningen tilrettelægger derfor statsgældspolitikken på mellemlangt sigt med en passende afvejning mellem omkostninger og risiko.

Den finansielle risiko på statsgældsporteføljen styres på konsolideret basis, dvs. i henhold til Asset Liability Management, ALM, risikostyringsprincippet, jf. *Statens låntagning og gæld 2008*, kapitel 11. Statsgældsforvaltningen styrer dermed statsgældsporteføljens samlede nettoeksponering. Risikostyringen bygger på en afvejning af omkostninger og risiko målt på nominelle periodiserede omkostninger, hvilket afspejler omkostningsbegrebet i statsregnskabet.

Porteføljer i statens risikostyring

Statsgælden består af både passiver og aktiver. Passiverne består af indenlandsk og udenlandsk gæld, mens statens aktiver omfatter indestå-

PASSIVER OG AKTIVER I STATSGÆLDSPORTEFØLJEN, ULTIMO 2009		Tabel 10.1.1
	Nominel værdi, mia.kr.	Varighed, år
Indenlandsk gæld ¹	487,9	6,7
Udenlandsk gæld ²	139,6	0,2
Passiver i alt	627,5	5,4
Statslige fonde	-115,1	4,1
Indestående på statens konto	-210,9	0,0
Aktiver i alt	-326,0	1,7
Statsgæld i alt	301,5	9,2
Genudlån	-82,3	3,6
Refinansiering af almene boliger	44,4	2,5
Statsgældsporteføljen ³	263,6	9,9

Anm.: Varigheden er inklusive Den Sociale Pensionsfonds køb af rentetilpasningsobligationer med valør 4. januar 2010. Et positivt fortegn angiver et passiv, og et negativt fortegn angiver et aktiv for staten.

¹ Varigheden på den indenlandske gæld er 7,0 år ekskl. kronerenteswaps (Cibor).

² Varigheden på den udenlandske gæld er 1,9 år ekskl. eurorenteswaps (Euribor).

³ Statsgælden korrigeret for genudlån og refinansiering af almene boliger.

endet på statens konto i Danmarks Nationalbank og porteføljerne i tre statslige fonde, jf. tabel 10.1.1.

Risikostyringen tager udgangspunkt i statsgælden korrigeret for genudlån og refinansiering af almene boliger. Der korrigeres for genudlån, da staten har et tilgodehavende i forbindelse med genudlån til de statsgaranterede selskaber. Statens nettorenteomkostninger øges således ikke ved genudlån, da modtageren af genudlånet betaler renteomkostningerne. Ligeledes medtages refinansieringen af almene boliger, da staten har renterisikoen i forbindelse med finansieringen af det almene boligbyggeri. I 2008 blev det besluttet at afdække renterisikoen ved at lade Den Sociale Pensionsfond investere i tilsvarende realkreditobligationer. Derfor indgår refinansieringen af almene boliger i statens risikostyring.

ADSKILLELSE AF UDSTEDELSESTRATEGIEN OG RISIKOSTYRINGEN 10.2

Statsgældforvaltningen bruger renteswaps i forbindelse med styringen af statens rente- og refinansieringsrisiko, hvorved det er muligt at adskille opkøbs- og udstedelsesstrategien fra risikostyringen. Fordelen ved denne adskillelse er, at udstedelsesstrategien kan rettes mod opbygningen af store likvide obligationsserier. Derved opnår staten en billigere låntagning.

Adskillelsen af udstedelsesstrategien og risikostyringen gør det i højere grad muligt at fastholde udstedelsesstrategien ved mindre eller mid-

lertidige ændringer i lånebehovet. Adskillelsen understøtter dermed en gennemsigtig udstedelsesstrategi, hvilket medvirker til at reducere investorerens risiko. Statens opkøbsstrategi kan som følge heraf støtte opbygningen af obligationsserier samt anvendes til at udjævne statens afdragsprofil.

Anvendelsen af renteswaps i risikostyringen reducerer statens refinansieringsrisiko i forhold til at øge den korte låntagning, da hovedstolen i renteswappen ikke skal refinansieres, jf. boks 10.1. Ved refinansiering af gæld er staten eksponeret over for, at det i et enkelt år kan være særligt vanskeligt at udstede statspapirer. På den anden side øger brugen af renteswaps statens instrumentrisiko, dvs. risikoen for at den variable rente i renteswappen, der afhænger af udlånsrenten mellem pengeinstitutter, udvikler sig anderledes end den tilsvarende statsrente. Den finansielle krise har vist, at den normale tætte sammenhæng mellem korte swaprenter og korte statsrenter kan blive brudt i perioder med høj usikkerhed.

Udover en reduktion af statens refinansieringsrisiko har udstedelse af statsobligationer med længere løbetid flere langsigtede fordele. Det er med til at opbygge en statsrentekurve, der kan bruges som prisreference for andre finansielle produkter, og derudover er det med til at sikre statens langsigtede adgang til lånemarkedet.

Statsgældsforvaltningen tilpasser strategien for indgåelse af renteswaps til statens samlede renteeksponering. Indgåelsen af renteswaps er ikke knyttet til den enkelte obligationsudstedelse. I stedet indgås porteføljerenteswaps, når det vurderes hensigtsmæssigt i forhold til risikostyringen på den samlede statsgældsportefølje.

RENTESWAPS	Boks 10.1
Staten indgår normalt renteswaps i kroner eller euro for at omlægge fastforrentet gæld til variabel forrentet gæld. En renteswap består af et variabelt og et fast ben. Det variable ben er en betalingsrække, der beregnes ud fra en variabel rente, mens betalingsrækken i det faste ben beregnes ud fra en fast rente over swappens levetid. Betalingsrækken i det faste ben er kendt på indgåelsestidspunktet, mens det kun er den første betaling i det variable ben, der er kendt på indgåelsestidspunktet. Normalt bliver renterne på de to ben fastsat, så nutidsværdien af betalingsrækkerne er den samme på indgåelsestidspunktet. Betalingsrækken fra det faste ben i en 10-årig renteswap har samme karakteristika som betalingsrækken fra en fastforrentet 10-årig stående obligation. Betalingsrækken i det variable ben har samme karakteristika som betalingsrækken fra en variabel forrentet 10-årig stående obligation. Hovedstolen af de to betalingsrækker udveksles ikke, hvilket reducerer kreditrisikoen ved renteswaps.	

RENTERISIKO**10.3**

Renterisiko er risikoen for højere renteomkostninger som følge af renteudviklingen. Der er normalt et trade-off mellem renteomkostninger og renterisiko, således at staten kan reducere de årlige forventede renteomkostninger ved at påtage sig en højere renterisiko. Det skyldes, at renten på obligationer med kort løbetid normalt er lavere end renten på obligationer med lang løbetid svarende til en positiv hældning på rentekurven. Obligationer med kort løbetid skal på den anden side oftere refinansieres til en ny ukendt rente. Derudover varierer de korte renter mere end de lange renter over tid. Det kan dermed være med til at øge risikoen på statsgælden.

Den danske statsgæld er fortsat i et internationalt perspektiv på et lavt niveau. Statens varighed er høj sammenlignet med andre lande, hvorved renterisikoen på statsgælden er lav. Den lave renterisiko afspejler, at varigheden på statens passiver er høj, og varigheden på statens aktiver er lav.

Statsgældsporteføljens varighed indeholder ikke information om den absolutte størrelse eller den tidsmæssige spredning på statens renteeksponering. Som følge af opbygning af aktiver med kort varighed og passiver med lang varighed er risikostyringen blevet mere kompleks. En analyse af statens rentefixing er central for at undgå en skæv fordeling af statens renteeksponering på forskellige løbetidssegmenter.

RENTEFIXING**10.4**

Den årlige rentefixing er givet ved det periodiserede kronebeløb, der årligt fastsættes ny rente på, jf. boks 10.2. Statens renteomkostning i et givet år vil således stige med en procent af den årlige rentefixing ved en parallelforskydning opad af rentekurven på et procentpoint.

Staten har nettogæld, og dermed vil den samlede rentefixing være positiv, jf. figur 10.4.1. Det er som udgangspunkt hensigtsmæssigt at have en jævn rentefixing over tid og over løbetidssegment, og især at rentefixingen i hvert løbetidssegment er positiv. En diversificeret renteeksponering over rentekurven betyder, at staten ikke tager spekulative positioner i forhold til formen på den fremtidige rentekurve.

Rentefixing uden indgåelse af nye renteswaps

Med den fastsatte udstedelsesstrategi og uden indgåelse af nye renteswaps er den korte rentefixing negativ i 2010 til 2019, jf. figur 10.4.1. Den korte rentefixing er negativ i perioden primært som følge af det høje indestående på statens konto i Danmarks Nationalbank. Stigningen

RENTEFIXING

Boks 10.2

Rentefixingen er det periodiserede kronebeløb, hvorpå der fastsættes ny ukendt rente. Rentefixingen opgøres som rentefixingen på passiver fratrukket rentefixingen på aktiver.

- Rentefixingen på passiver udgøres af årets udstedelse af statspapirer og indgåelse af renteswaps samt beholdning af renteswaps primo året
- Rentefixingen på aktiver omfatter årets opkøb fra markedet, genudlån, indgåede renteswaps og det gennemsnitlige indestående på statens konto i Danmarks Nationalbank.

En stigning i renteniveauet på et procentpoint medfører en stigning i renteomkostningerne på en procent af rentefixingen. Rentefixingen opdeles i forskellige løbetidssegmenter. Statsgældsforvaltningens korte rentefixing er for løbetider under 1 år. Det er primært indestående på statens konto, udstedelsen af skatkammerbeviser og hovedstolen af den samlede portefølje af renteswaps. Derudover indeles rentefixingen i løbetidssegmenterne fra 1 til 3 år, fra 4 til 6 år og i løbetidssegmentet over 7 år. Inddelingen svarer således til fordelingen af statens primære udstedelsespapirer.

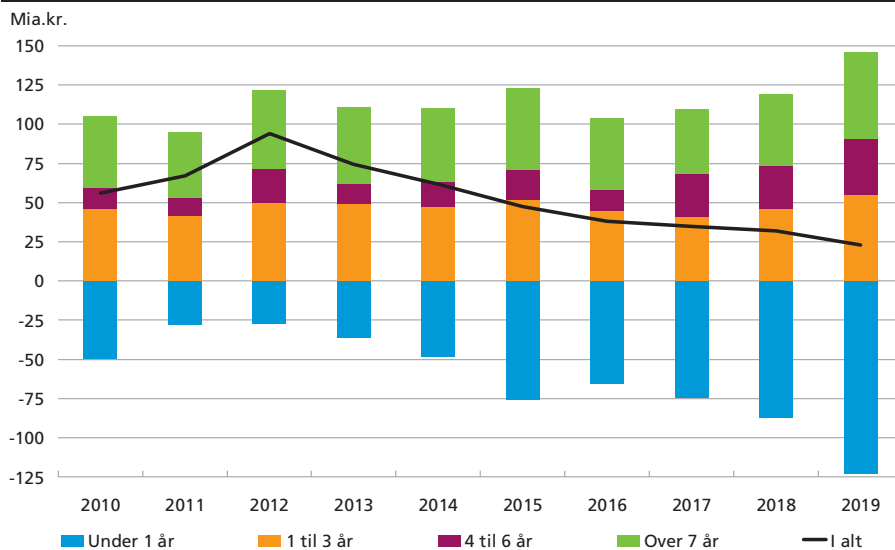
i den negative korte rentefixing over perioden skyldes, at den eksisterende renteswapportefølje på 115 mia.kr. gradvist udløber.

Rentefixing ved årlig indgåelse for 20 mia.kr. renteswaps

Statens renteeksponering kan ændres ved indgåelse af renteswaps. Den korte renteeksponering øges ved at indgå renteswaps, hvor staten beta-

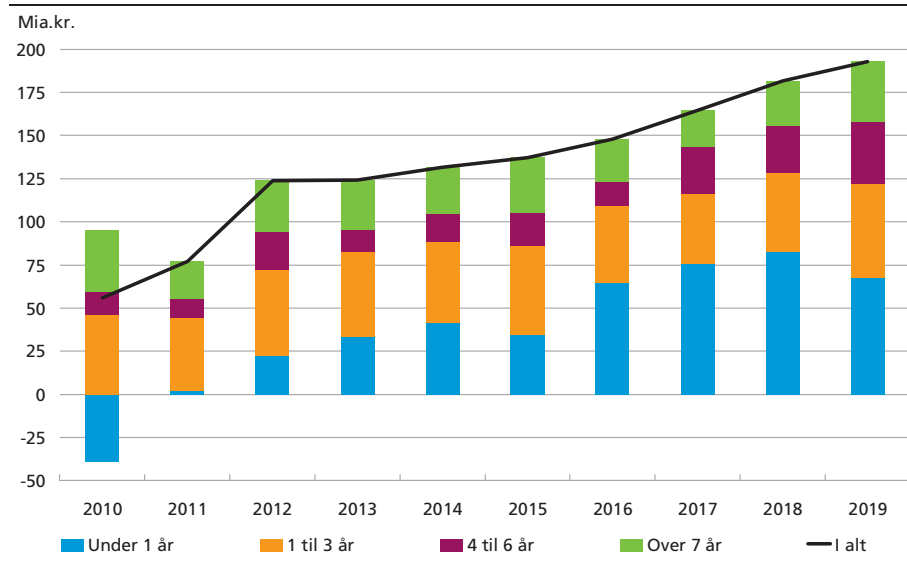
RENTEFIXING FORDELT PÅ LØBETIDSSEGMENTER UDEN INDGÅELSE AF RENTESWAPS

Figur 10.4.1



RENTEFIXING FORDELT PÅ LØBETIDSSEGMENTER VED INDGÅELSE AF
20 MIA.KR. RENTESWAPS ÅRLIGT

Figur 10.4.2



ler en variabel rente og modtager en fast swaprente. Hvis staten indgår for 1 mia.kr. 10-årige renteswaps, hvor staten modtager den faste 10-årige og betaler den variable swaprente, vil det reducere statens lange rentefixing i indgåelsesåret med 1 mia.kr. og årligt øge den korte rentefixing med 1 mia.kr. over swappens levetid.

Ved årlig indgåelse af renteswaps for 20 mia.kr. er rentefixingen væsentlig mere jævn over løbetidssegmenter i analyseperioden end rentefixingen uden indgåelse af nye renteswaps, jf. figur 10.4.2. Den korte rentefixing er dog stadig lav i begyndelsen af perioden.

Det er ikke muligt alene ud fra rentefixingen at vurdere, om et givet forløb for statens rentefixing er hensigtsmæssigt, da rentefixingen alene er et eksponeringsmål. Derfor kombineres analysen af statens rentefixing med Cost-at-Risk modellen, der beskriver afvejningen mellem rentekomkostninger og -risiko.

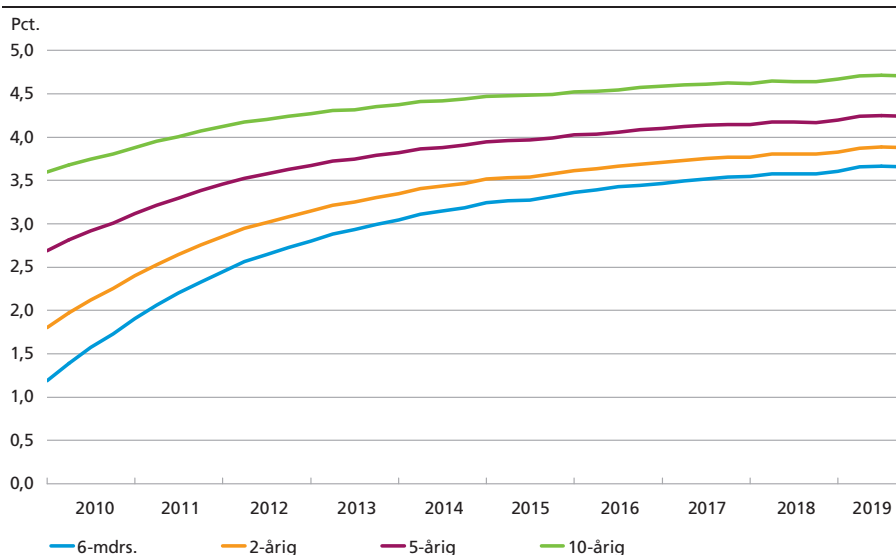
COST-AT-RISK MODELLEN

10.5

Fastlæggelsen af strategien for statsgælden foretages på baggrund af en afvejning af omkostninger og risici. For at analysere risikoen ved en strategi opstilles et basisscenario for fremtidige udstedelser, opkøb og genudlån. Basisscenariet er konsistent med det forventede fremtidige finansieringsbehov. Herefter analyseres renterisikoen ved hjælp af Statsgældsforvaltningens Cost-at-Risk model, CaR-model.

GENNEMSITLIGE RENTER I UDVALGTE LØBETIDSSEGMENTER

Figur 10.5.1



Anm.: Baseret på Statsgældsforvaltningens 2-faktor CIR rentemodell.

I CaR-modellen benyttes 2.500 rentescenarier. For hvert rentescenarie beregnes statens omkostning givet det forventede finansieringsbehov, forløb for genudlån og statens fonde samt den valgte strategi for indenlandsk og udenlandsk udstedelse og indgåelse af renteswaps. Det er muligt at beregne statens forventede renteomkostninger samt mål for risiko i form af 5 og 95 pct. fraktilen for statens årlige renteomkostninger. Begge mål er relevante, da de giver et bånd for statens forventede fremtidige renteomkostninger.

Renteinputtet er centralt for CaR-modellens afvejningen af omkostninger og risiko. Rentescenarierne bliver beregnet ud fra en 2-faktor Cox-Ingersoll-Ross (CIR) rentemodell estimeret på danske statsrenter for de sidste 10 år, jf. *Statens låntagning og gæld 2005*, kapitel 10.

I udgangspunktet er det generelle niveau for statsrenterne lavt, og forskellen mellem renterne i det korte og lange løbetidssegment er høj i forhold til gennemsnittet over de sidste 10 år. Rentemodellen fremskriver generelt stigende renter og en fladere hældning på rentekurven, jf. figur 10.5.1.

Forventet besparelse uden højere risiko

I basisscenariet er det muligt at reducere statens gennemsnitlige forventede omkostninger ved at indgå renteswaps, uden at risikoen for højere renteomkostninger øges. Det skyldes, at indestående på statens konto i Danmarks Nationalbank i nogen grad afdækker det variable ben i renteswappen. Det er heraf muligt at udnytte, at renten for længere løbe-

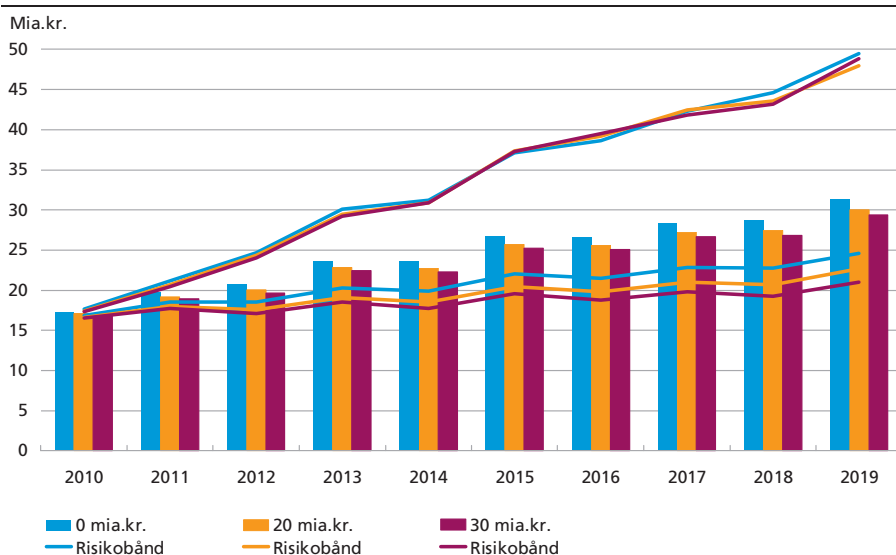
tider typisk er højere, dvs. at rentekurven er positivt hældende. CaR-modellen fremskriver således, at der vil være en årlig besparelse ved at indgå renteswaps for op til 30 mia.kr. årligt, uden at risikoen for højere fremtidige renteomkostninger øges. Derudover afskærer staten sig ikke fra muligheden for lave fremtidige renteomkostninger ved indgåelse af renteswaps, jf. figur 10.5.2. Ved indgåelse af renteswaps for over 30 mia.kr. årligt afdækker udstedelserne i den 10-årige statsobligation ikke længere det faste ben i renteswappen.

Primo 2010 var varigheden på statsgældsporteføljens passiver 5,4 år, mens varigheden på aktiverne var 1,7 år. Det gav anledning til en varighed på den samlede statsgældsportefølje på omkring 10 år. Statsgældens høje varighed afspejler, at varigheden på statens passiver er steget i løbet af de sidste to år, og at et højt indestående på statens konto har reduceret varigheden på statens aktiver.

Den høje varighed på statens passiver skyldes udstedelsen af den 30-årige obligation i slutningen af 2008, og at hovedstolen på statens portefølje af renteswaps siden 2007 er reduceret med 22 mia.kr., som følge af at staten ikke indgik renteswaps i 2007 og 2008. I takt med normaliseringen af de finansielle markeder genoptog staten i 3. kvartal 2009 gradvist brugen af renteswaps i forbindelse med risikostyringen. Staten havde primo 2010 udstående renteswaps for 115 mia.kr., hvoraf renteswaps for 16 mia.kr. udløber i 2010.

FORVENTEDE OMKOSTNINGER OG RISIKO

Figur 10.5.2



Anm.: Indgåelse af 10-årige renteswaps for 0, 20 og 30 mia.kr. årligt. Risikobånd er henholdsvis 5 pct. og 95 pct. fraktilen.

BUDGETRISIKO**10.6**

Budgetrisiko er risikoen for, at statens budget udvikler sig anderledes end fremskrevet. Statens budget er primært påvirket af den økonomiske udvikling. Under en afmatning vil højere arbejdsløshed øge udgifterne til arbejdsløshedsunderstøttelse og kontanthjælp, og skatte- og afgifts-provenuet vil falde. I perioder med skift i den økonomiske udvikling er skøn for statens budget mere usikkert. Derudover har staten i forbindelse med den finansielle krise gennemført hjælpepakker, der er med til at øge statens fremtidige budgetrisiko.

Det er som udgangspunkt fordelagtigt i en situation med høj budgetrisiko at have en høj varighed på statens passiver, da et højere udstedelsesbehov i mindre grad rammer statens renterisiko. Budgetrisikoen imødegås desuden ved at have et højt indestående på statens konto i Danmarks Nationalbank. Statens budgetrisiko vurderes gennem stresstest af fremtidige budgetunderskud.

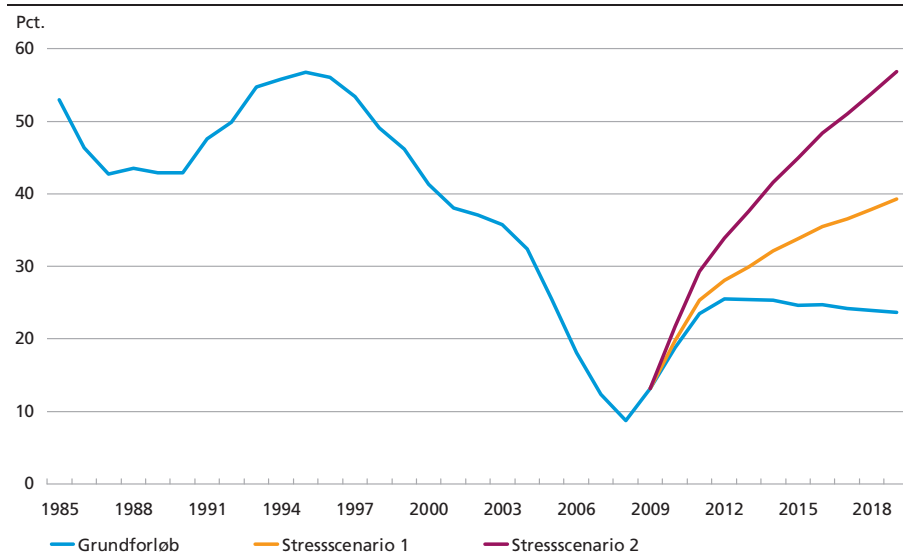
Stresstest i Cost-at-Risk modellen

Den største risiko for statens samlede renteomkostninger i de kommende år vurderes at være risikoen for større budgetunderskud. Stresstestene tager udgangspunkt i to alternative scenarier, hvor statens finanser forværres i forhold til grundforløbet, jf. figur 10.6.1.

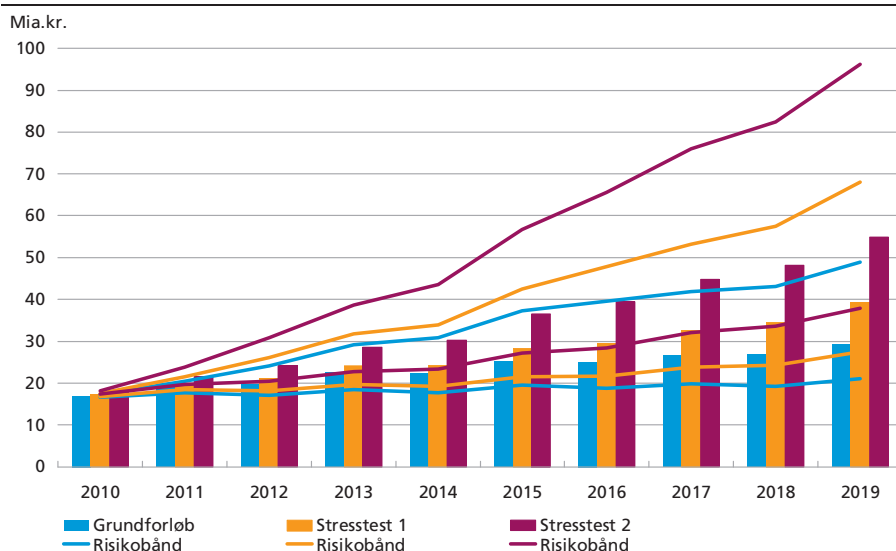
I stresstestene finansieres forværringen af budgetsaldoen ved at øge størrelsen af skatkammerbevisprogrammet og de årlige obligationsud-

UDVIKLING I STATSGÆLD, ANDEL AF BNP

Figur 10.6.1



FORVENTEDE OMKOSTNINGER OG RISIKO I GRUNDFORLØB OG I STRESSTEST Figur 10.6.2



Anm.: Risikobånd er henholdsvis 5 pct. og 95 pct. fraktilen.

stedelser i henhold til 40-20-40 udstedelsesstrategien. En forværring af statens budgetsaldo vil naturligt øge de årlige forventede renteomkostninger tilsvarende. Risikoen for højere renteomkostninger målt ved 95 pct. fraktilen stiger mere end stigningen i de forventede renteomkostninger. Det skyldes, at andelen af statsgælden, der bliver fastsat ny rente på, er større i stressscenarierne, og dermed vil det fremtidige renteniveau i højere grad påvirke de samlede renteomkostninger, jf. figur 10.6.2.

CaR-modellen tager ikke højde for, at statens udstedelsesniveau kan påvirke renteniveauet. Stresstesten medtager dermed ikke, at en kraftig stigning i de årlige udstedelser kan påvirke lånevilkårene og renteniveauet.

INSTRUMENTRISIKO

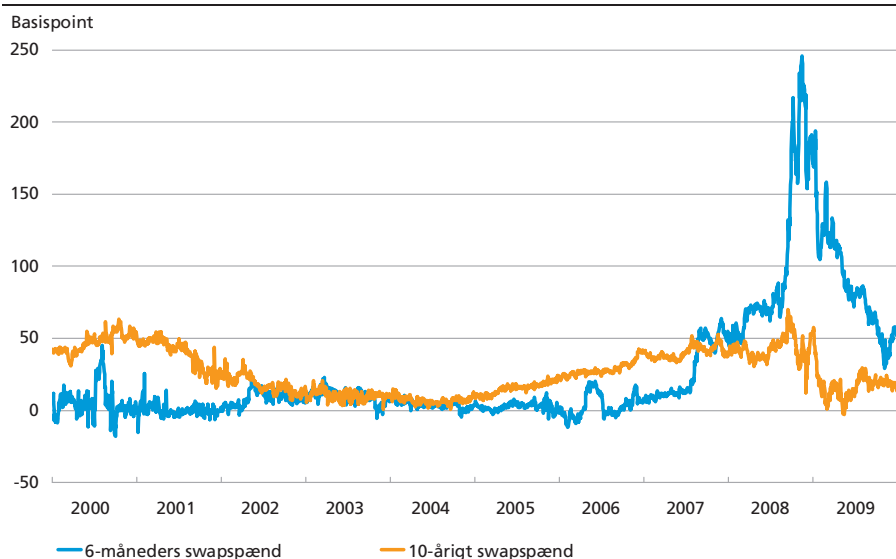
10.7

CaR-modellen tager ikke hensyn til instrumentrisiko, dvs. risikoen for at renter i samme løbetidssegment men på forskellige instrumenter udvikler sig forskelligt. Omvendt tages der heller ikke højde for, at staten normalt har en komparativ fordel ved at udstede i det lange løbetidssegment som følge af sin høje kreditværdighed. Det er således antaget, at swaprenterne er lig de tilsvarende statsrenter.

Analysen i CaR-modellen undervurderer instrumentrisikoen ved brug af renteswaps. I en lang periode har swap- og statsrenterne været tæt

DANSKE SWAPSPÆND

Figur 10.7.1



Anm.: I de perioder, hvor det 10-årige swapspænd er højere end det 6-måneders swapspænd, har staten en komparativ fordel ved at indgå renteswaps i forhold til at reducere den lange låntagning og øge den korte låntagning.

Kilde: Bloomberg.

forbundet. Den finansielle krise viste imidlertid, at det tætte link mellem swap- og statsrenter i perioder med høj usikkerhed kan blive brudt, jf. figur 10.7.1.

SAMMENFATNING

10.8

Analyserne af rentefixingen og trade-off mellem renteomkostninger og -risiko i CaR-modellen viser, at det er hensigtsmæssigt at indgå renteswaps i de kommende år. Renteswaps giver anledning til en mere jævn rentefixing over løbetidssegmenter. Det er som udgangspunkt hensigtsmæssigt at have en jævn rentefixing over tid og over løbetidssegment, og især at rentefixingen i hvert løbetidssegment er positiv. En diversificeret renteeksponering over rentekurven betyder, at staten ikke tager spekulative positioner i forhold til formen på den fremtidige rentekurve.

Samtidig viser analyserne i CaR-modellen, at indgåelse af renteswaps bidrager til at reducere statens renteomkostninger uden risikoen for højere fremtidige renteomkostninger øges. Det indebærer, at varigheden på den samlede gældsportefølje kan reduceres fra det nuværende høje niveau, uden at renterisikoen øges.

På den baggrund har Statsgældsforvaltningen valgt at fortsætte indgåelsen af renteswaps i forbindelse med risikostyringen under forudsætning af, at swapmarkederne er velfungerende.

KAPITEL 11

Udstedelsesstrategien de kommende år

På baggrund af udsigt til store lånebehov i de kommende år er der behov for at tilpasse udstedelsesstrategien. Strategien er at udstede likvide obligationer i det 2-, 5- og 10-årige løbetidssegment baseret på en 40-20-40 procentuel fordeling. Desuden genoptages udstedelsen af skatkammerbeviser.

Ved fastlæggelsen af strategien er der lagt vægt på at udstede i internationalt anerkendte benchmarksegmenter. Samtidig opbygges obligationerne til en størrelse, der understøtter, at investorerne er villige til at betale en præmie for høj likviditet. Derudover medfører strategien en jævn afdragsprofil.

KONSOLIDERING AF STATENS LÅNTAGNING

11.1

Statens udstedelsesstrategi er tilrettelagt, så den understøtter et likvidt indenlandsk statspapirmarked. Investorerne er villige til at betale en præmie for høj likviditet, hvorved staten kan dække lånebehovet til lavere omkostninger. En forudsætning for et likvidt statsobligationsmarked er, at statspapirerne opbygges til et stort udestående. Derudover er det vigtigt at sikre rammer for statspapirmarkedet, der understøtter et velfungerende marked med effektiv handel på elektroniske handelsplatforme.

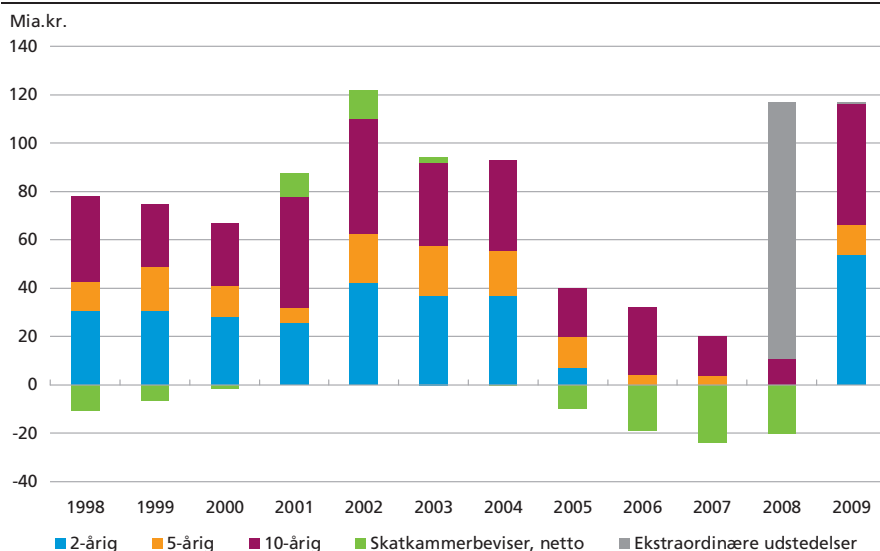
I perioden frem til 2005 var udstedelsesstrategien baseret på en 40-20-40 procentuel fordeling på 2-, 5- og 10-årige løbetidssegmenter, jf. figur 11.1.1. Store overskud på statens finanser i 2005-2008 betød, at staten i denne periode stort set ikke havde et lånebehov. Som følge heraf blev obligationsudstedelserne fokuseret mod det 10-årige løbetidssegment, og skatkammerbevisprogrammet blev udfaset.

I 2007 analyserede Statsgældsforvaltningen perspektiverne for den fremtidige indretning af statspapirmarkedet i rapporten *Statsgældspolitikken i lyset af faldende gæld*.¹ Analysen viste, at staten fortsat havde et lånebehov frem til 2015, og at det var forbundet med omkostninger at genetablere et låneprogram. Desuden viste analysen, at statspapirer bidrager til et effektivt kapitalmarked som følge af statspapirers rolle

¹ Statens låntagning og gæld 2007.

UDSTEDELSER AF INDENLANDSKE STATSPAPIRER

Figur 11.1.1



Anm.: I 2008 blev der i forbindelse med den finansielle krise ekstraordinært solgt i det 2-årige segment samt udstedt en 30-årig obligation til pensionssektoren.

som prisreference og investeringsobjekt. På den baggrund blev det besluttet at fortsætte udstedelsen af statsobligationer.

For at sikre et likvidt statspapirmarked blev udstedelsesstrategien fastlagt til at opbygge et 10-årigt statspapir til omkring 50 mia.kr. over en 2-årig periode. Det var planen at evaluere strategien efter 3-4 år.

KRISEN HAR MEDFØRT UNDERSKUD PÅ STATENS FINANSER

11.2

Lånebehovet steg kraftigt i 2009 især som følge af den finansielle krise og den økonomiske afmatning. På den baggrund blev udstedelsesstrategien tilpasset ved at åbne et nyt 2-årigt udstedelsespapir og genoptage udstedelser i det 5-årige segment, jf. kapitel 3.

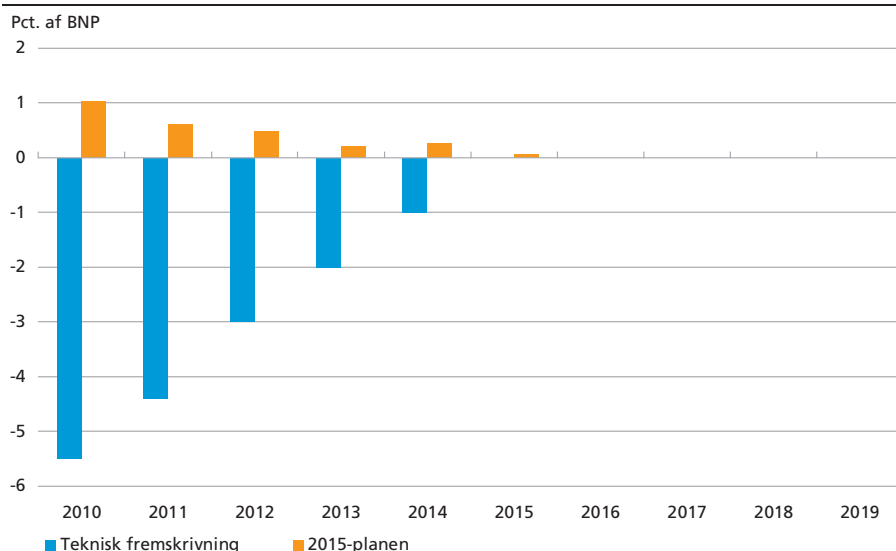
Fremadrettet er der udsigt til en væsentlig forværring af statens finanser sammenlignet med forløbet i regeringens rapport *Mod nye mål – Danmark 2015*, der blev anvendt i rapporten om faldende gæld. Det afspejler, at den strukturelle saldo er svækket som følge af "...den lempelige økonomiske politik, lavere potentielt BNP som følge af krisen og vækst i de offentlige serviceudgifter, der er højere end oprindeligt planlagt"¹.

Statsgældsforvaltningen har lavet en teknisk fremskrivning af udviklingen på statens finanser, jf. figur 11.2.1. På baggrund af udsigten til en pe-

¹ Økonomisk Redegørelse, december 2009, side 14.

FREMSKRIVNING AF STATENS FINANSER

Figur 11.2.1



Anm.: Den tekniske fremskrivning er baseret på *Økonomisk Redegørelse*, december 2009 for årene 2010 og 2011. Herefter anvendes en teknisk fremskrivning, hvor der opnås balance på budgettet i 2015. 2015-planen er offentliggjort i rapporten *Mod nye mål - Danmark 2015*.

Kilde: *Økonomisk Redegørelse*, december 2009 og *Mod nye mål - Danmark 2015*.

riode med budgetunderskud er der behov for at tilpasse udstedelsesstrategien.

UDSTEDELSESTRATEGI TILPASSET HØJERE LÅNEBEHOV

11.3

Statsgældspolitikken i Danmark vil fortsat være fokuseret på at samle statens udstedelser i store, likvide obligationsserier. Med udsigt til underskud på statens finanser de kommende år er det nødvendigt at opbygge likvide obligationsserier i flere løbetidssegmenter end det 10-årige. Strategien er at udstede obligationer i det 2-, 5- og 10-årige løbetidssegment baseret på en 40-20-40 procentuel fordeling. Det er strategien at:

- åbne et 2-årigt låneviftepapir hvert år
- åbne et 5- og et 10-årigt låneviftepapir hvert andet år.

For at sikre en jævn afdragsprofil vil de 5- og 10-årige låneviftepapirer have forfald i forskellige år. Der udstedes desuden i skatkammerbevisprogrammet.

Ved fastlæggelsen af strategien er der lagt vægt på at udstede i internationalt anerkendte benchmarksegmenter, hvor papirerne opbygges til en størrelse, der er tilstrækkelig til at understøtte likviditeten.

UDSTEDELSESEGMENTER I UDVALGTE LANDE I 2009 OG 2010

Tabel 11.3.1

	2 år	3 år	5 år	10 år	15 år	20-50 år
Belgien	X	X	X	X	X	X
Finland			X	X	X	
Frankrig	X		X	X	X	X
Holland	X	X	X	X		X
Spanien	X	X	X	X	X	X
Sverige	X		X	X		X
Tyskland	X		X	X		X

Kilde: Statsgældsforvaltningernes strategimeddelelser.

Valg af udstedelsessegmenter

De 2-, 5- og 10-årige benchmarksegmenter er internationalt set blandt de vigtigste, jf. tabel 11.3.1. Udstedelse i disse segmenter er attraktive for en bred gruppe af indenlandske og udenlandske investorer, hvilket bidrager til at reducere statens låneomkostninger. Udstedelse i forskellige segmenter bidrager til at sikre en bred investorbase og nedbringer dermed risikoen for svigtende investorinteresse blandt enkelte investorsegmenter.

Opbygning af likvide obligationer og jævn afdragsprofil

Den finansielle uro har tydeliggjort vigtigheden af et likvidt statspapirmarked. En forudsætning for dette er, at obligationerne opbygges til et tilstrækkeligt udestående. Antallet af udstedelsessegmenter begrænses dermed af hensynet til likviditet i obligationerne. Derfor har mindre lande og lande med lav gæld typisk fordelt udstedelsen på færre løbetidssegmenter.

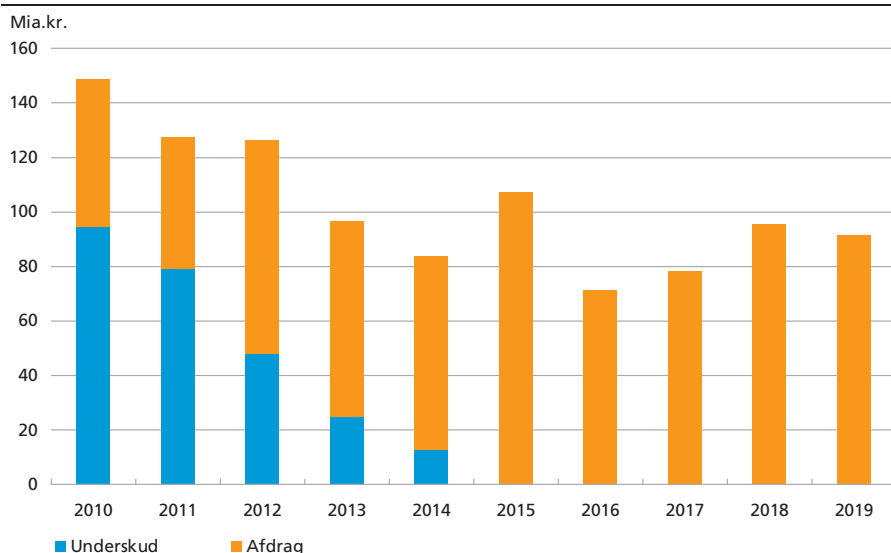
På baggrund af den tekniske fremskrivning af statens finanser og udstedelsesstrategien er det gennemsnitlige årlige lånebehov ca. 100 mia.kr. i perioden frem til 2020, jf. figur 11.3.1. Det indebærer, at der i gennemsnit årligt udstedes for omkring 40 mia.kr. i det 2- og 10-årige papir og omkring 20 mia.kr. i det 5-årige papir. Dermed opbygges de 2- og 5-årige papirer til et endeligt udestående på ca. 40 mia.kr. og det 10-årige papir til ca. 80 mia.kr.

Det er international standard, at statspapirer opbygges til minimum 5 mia.euro for at kunne handles på de internationale elektroniske handelsplatforme. I det 10-årige segment er obligationsstørrelser ofte større.

Udover en likvid vifte af udstedelsespapirer indebærer strategien en nogenlunde jævn afdragsprofil. En jævn afdragsprofil reducerer risikoen for, at staten skal refinansiere særligt store forfald under ugunstige markedsforhold.

STATENS LÅNEBEHOV BASERET PÅ DEN TEKNISKE FREMSKRIVNING

Figur 11.3.1



Anm.: Afdrag er baseret på en 40-20-40 procentuel udstedelsesstrategi i de 2-, 5-, og 10-årige løbetidssegmenter.
 Kilde: Økonomisk Redegørelse, december 2009 og egne beregninger.

STRATEGIEN ER ROBUST VED FORVÆRRING AF STATENS FINANSER 11.4

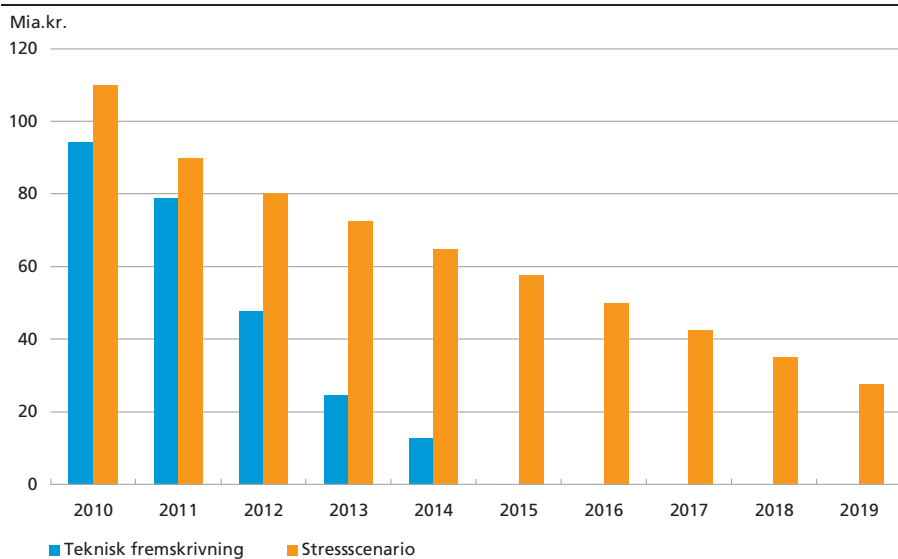
Statens finanser er primært påvirket af den økonomiske udvikling. I perioder med skift i den økonomiske udvikling er skøn for statens finanser mere usikkert. På den baggrund har Statsgældsforvaltningen lavet en scenarioanalyse, hvor den tekniske fremskrivning suppleres med et stressscenario med langsommere konvergens mod balance på statens finanser, jf. figur 11.4.1.

I scenariet med højere underskud øges det gennemsnitlige årlige lånebehov til 150 mia.kr. En fastholdelse af 40-20-40 udstedelsesstrategien giver anledning til, at de 2- og 5-årige papirer opbygges til omkring 60 mia.kr. og det 10-årige papir til 120 mia.kr., hvilket er benchmarkstørrelsen i en række eurolande. Udstedelsesstrategien er således robust over for en betydelig forværring af statens finanser.

Hvis udviklingen i statens finanser forværres yderligere kan udstedelsesstrategien tilpasses. Det kan ske ved at åbne nye papirer oftere eller udstede andre lånetyper. Hvis statens finanser forbedres væsentligt, og der igen kommer store overskud i en årrække, kan udstedelserne konsolideres i færre segmenter.

STRESSSCENARIO FOR UNDERSKUD PÅ STATENS FINANSER

Figur 11.4.1



KAPITEL 12

Nye market making forpligtelser for primary dealere

Den finansielle krise har reduceret likviditeten og prisen sigtigheden på statspapirmarkedene. Forskellen mellem bud- og udbudspriser på elektroniske handelsplatforme er øget, og det er blevet vanskeligere at foretage store handler uden at påvirke prisen i markedet.

For at forbedre likviditeten og prisen sigtigheden på det sekundære marked har de fleste statsgældsforvaltninger, herunder den danske, igen i 2009 gradvist øget kravene til primary dealernes market making forpligtelser. Det er sket ved, at maksimale bud-/udbudsspænd er indsnævret og krav til dybden øget i takt med, at markedsforholdene er forbedret.

De øgede krav har haft begrænset effekt på likviditeten. En række lande har på den baggrund indført nye krav, der tager udgangspunkt i primary dealernes market making relativt til hinanden. Denne type krav er velegnet til at tilpasse market making forpligtelser til skiftende markedsforhold.

På det danske statsobligationsmarked er der fra januar 2010 indført et system til beregning af maksimale bud-/udbudsspænd. Afhængigt af erfaringerne er der mulighed for at udvide systemet med yderligere elementer, der kan styrke konkurrencen blandt primary dealerne.

INTERNATIONALE TENDENSER

12.1

Udstedere, banker og investorer har en fælles interesse i, at statspapirmarkeder er likvide og velfungerende. En effektiv og transparent prisdannelse på det sekundære marked er en forudsætning for, at investorer kan handle statsobligationer, uden markedsprisen påvirkes. Investorer er typisk villige til at betale en præmie for likvide obligationer, og omsætningen i det sekundære marked er typisk højere i likvide papirer. Det bidrager til at sikre staten lavere finansieringsomkostninger og nemmere adgang til kapitalmarkedene end ellers. Statsgældsforvaltninger har derfor en interesse i at sikre rammer, der understøtter et velfungerende sekundært marked.

I perioder med urolige markedsforhold kan manglende tilpasning af krav til bud-/udbudsspænd medføre kunstig høj aktivitet på elektroniske platforme. Det skyldes, at primary dealernes kvotering af priser oftere vil

resultere i indbyrdes handler mellem primary dealerne, som følge af større bevægelser i obligationskurserne. Manglende tilpasning af krav til mere volatile markedsforhold kan derfor medføre, at primary dealerne bliver tvunget til at tage uønskede positioner. På sigt kan det betyde, at bankerne ikke længere ønsker at være primary dealere.

I et system med faste market making forpligtelser foregår justering af krav typisk i samråd mellem statsgældsforvaltningen og primary dealerne, hvor de enkelte primary dealere ofte har forskellige interesser. Store bud-/udbudsspænd giver anledning til store fortjenester på den enkelte handel, mens aktiviteten typisk er lav. Omvendt giver lave bud-/udbudsspænd typisk anledning til højere handelsaktivitet, mens fortjenesten pr. handel er mindre. Da en kreds af primary dealere typisk er diversificeret, kan der være væsentlig forskel på de enkelte primary dealers vurdering af, hvad der er de optimale krav til market making. På den baggrund har faste krav til bud-/udbudsspænd vist sig at være forbundet med trægheder i tilpasningen af krav til skiftende markedsforhold.

Lavere likviditet i det sekundære marked

Den finansielle krise medførte stor usikkerhed og volatilitet på statspapirmarkederne. I den forbindelse lempede statsgældsforvaltninger kravene til primary dealers market making-forpligtelser. I modsætning til flere andre finansielle markeder fungerede market making dog på de fleste statspapirmarkeder igennem krisen.

Likviditeten og prisgennemsigtigheden faldt som følge af de lavere krav til market making. Samtidig havde banker behov for at reducere risikoen på deres balancer, som følge af den finansielle krise. Primary dealerne kunne derfor ikke længere i samme grad som tidligere lagre en stor portefølje af statsobligationer. Det reducerede deres kapacitet til at handle og videresælge obligationer i det sekundære marked, hvorved likviditeten og prisgennemsigtigheden blev svækket yderligere.

Tilpasning af market making forpligtelser i 2009

I foråret 2009 faldt volatiliteten på de finansielle markeder. I den forbindelse påbegyndte flere statsgældsforvaltninger arbejdet med at øge likviditeten på statspapirmarkederne ved gradvist at øge kravene til market making. Det har dog generelt kun været muligt delvist at genskabe niveauet for market making kravene fra før den finansielle krise. Markederne er samtidig fortsat prægede af, at der stilles mindre balancer til rådighed fra primary dealerne, hvilket har påvirket likviditeten. Endelig er markederne præget af lavere restitutionsevne, dvs. lavere evne til at genfinde ligevægt efter skift i udbud eller efterspørgsel, der ikke er baseret på ny information, jf. boks 12.1.

LIKVIDITET	Boks 12.1
Begrebet likviditet kan ikke defineres entydigt. Generelt anvendes begrebet om muligheden for at foretage køb og salg i et værdipapir, uden at prisen på dette påvirkes. I graden af et papirs likviditet indgår følgende fire parametre: • Dybden (<i>depth</i>) angiver hvor store beløb, der kan handles uden at prisen påvirkes. • Bredden (<i>width</i>) angiver forskel mellem bud- og udbudspris. • Umiddelbarhed (<i>immediacy</i>) angiver, hvor hurtigt der kan findes modpart til en investors ønsker. • Restitutionsevnen (<i>resiliency</i>) angiver, hvor hurtigt markedet genfinder oprindelig ligevægt efter skift i udbud eller efterspørgsel, der ikke er baseret på ny information. Et likvidt marked er forbundet med stor dybde, lille bredde, høj umiddelbarhed og høj restitutionsevne.	

Kilde: Harris, L., 1990, *Liquidity, trading rules and electronic trading systems*. Monograph Series in Finance and Economics 1990-4, Salmon Centre, New York University.

Relative market making forpligtelser

I erkendelse af at faste krav til bud-/udbudsspænd er vanskelige at justere og derved tilpasse til skiftende markedsforhold, har en række lande indført en ny type krav til market making. I denne type krav tages der udgangspunkt i primary dealernes prisstillelse relativt til hinanden, jf. boks 12.2. Kravene til bud-/udbudsspænd tilpasses dermed automatisk til ændringer i markedsforholdene. Der er fortsat faste krav til mængden.

For at sikre, at primary dealerne har incitament til at foretage market making med konkurrencedygtige bud-/udbudsspænd, har en række lande indført non-kompetitive tildelinger i forbindelse med indførelsen af relative market making-forpligtelser, jf. boks 12.3, hvor tildelingerne bl.a. er betinget af en god indsats i det sekundære marked. Sammenhængen mellem en god indsats i det sekundære marked og adgang til non-kompetitive tildelinger øger primary dealernes incitament til at skabe et velfungerende sekundært marked.

NYT DANSK MARKET MAKING SYSTEM FRA JANUAR 2010

12.2

Likviditeten på det danske statspapirmarked har fulgt den internationale udvikling gennem den finansielle krise. Krav til market making er gradvist øget gennem 2009 i takt med, at markedsforholdene har tilladt det. Det har dog ikke været muligt at genskabe likviditeten fra før den finansielle uro.

EKSEMPLER PÅ RELATIV MARKET MAKING

Boks 12.2

Belgien indførte 1. oktober 2009 et nyt system, hvor primary dealere stiller priser for minimumsmængder og inden for et beregnet kompetitivt bud-/udbudsspænd, der varierer mellem papirer og mellem dage. Det kompetitive spænd blev ved introduktionen af systemet beregnet som det gennemsnitlige bud-/udbudsspænd tillagt én standardafvigelse.

På baggrund af erfaringer med meget lave standardafvigelser blev beregningen af det kompetitive spænd efterfølgende ændret til en fast faktor på 1,25 multipliceret med det gennemsnitlige spænd. Samtidig blev der fastsat en nedre grænse for krav til market making, hvorunder alle primary dealere opfylder deres forpligtelser.

På baggrund af en evaluering af primary dealernes market making foretages en rangordning. I evalueringen indgår flere parametre, herunder kvaliteten af prisstillelsen (niveau for bud-/udbudsspændet), antal timer med prisstillelse og handelsaktiviteten. På baggrund af evalueringen gives der non-kompetitive tildelinger ved afholdelse af auktioner. Tildelingerne sker til de fem bedste primary dealere i det sekundære marked over en fast specificeret forudgående periode. Hver af disse fem primary dealere har på afviklingsdagen (tre handelsdage efter en auktion) adgang til at købe en ekstra mængde til gennemsnitskursen fra selve auktionen.

Holland anvender et to-delt system for krav til market making. Under normale forhold er der faste krav til bud-/udbudsspænd og mængder. Hvis mere end halvdelen af primary dealerne tilkendegiver, at de ikke er i stand til at kvotere inden for de fastlagte bud-/udbudsspænd i et givet papir, skiftes til særlige forhold i dette papir. Under særlige forhold opfylder primary dealerne kravene til market making, hvis der stilles priser i minimum fem timer inden for det gennemsnitlige bud-/udbudsspænd tillagt én standardafvigelse. Når mere end halvdelen af primary dealerne igen kan kvotere priser inden for de faste bud-/udbudsspænd, skifter market making kravene tilbage til normale forhold.

Primary dealere, der overholder market making forpligtelser i minimum 90 pct. af tiden i en fastlagt periode forud for en auktion, har adgang til at afgive non-kompetitive bud i op til tre dage efter en auktion. Afregning vil ske til gennemsnitskursen ved auktionen.

NON-KOMPETITIVE TILDELINGER

Boks 12.3

Non-kompetitive tildelinger anvendes som generel betegnelse for budrettigheder, hvor der ikke skal afgives budpris. Disse tildelinger gives som optioner, hvor køber ved en auktion får en rettighed til at købe en ekstra mængde i en tidsperiode efter auktionen og til en kurs fastsat ved auktionen. Værdien for køber vil afhænge af kursudviklingen efter auktionen. Hvis kursen stiger, vil køber typisk vælge at udnytte sin rettighed til at købe ekstra papirer.

I efteråret 2009 analyserede Statsgældsforvaltningen de internationale erfaringer med at forbedre likviditeten i statspapirmarkedene. Baseret på gode erfaringer fra andre lande samt positive tilkendegivelser fra statens primary dealere er market making-forpligtelserne i danske statsobligationer ændret. I udarbejdelsen af de nye krav til market making for danske primary dealere er der lagt vægt på:

- fleksibel tilpasning til markedsforholdene
- en vis international harmonisering
- uafhængighed af valg af elektroniske platforme.

I forbindelse med genåbningen af skatkammerbevisprogrammet indføres særskilte krav til market making. Markedet for skatkammerbeviser er præget af en mindre gruppe af deltagere og en bred vifte af prisreferencer på pengemarkedet. Derfor indføres faste krav til bud-/udbudsspænd og mængder for skatkammerbeviser.

Overholdelse af market making forpligtelser i det nye system

I det nye market making system er der obligatorisk prisstillelse på statens benchmarkobligationer, da disse obligationer er toneangivende i det danske marked. For at understøtte likviditet og prisgennemsigtighed i alle statsobligationer indgår prisstillelsen i de øvrige statsobligationer med en vis vægt i den samlede market making.

I samarbejde med primary dealerne fastsætter Statsgældsforvaltningen en fast minimumsmængde for obligationsserierne, jf. tabel 12.2.1.

Den obligatoriske mængde er den krævede mængde i market makingen fra en primary dealer, for at prisstillelsen inkluderes i beregningen af opfyldelse af market making-forpligtelserne. Derudover fastsættes en obligatorisk periode, der angiver hvor længe en primary dealer skal stille priser inden for det gennemsnitlige spænd multipliceret med en fast faktor (det kompetitive spænd).

Mens der er eksplicitte krav til mængde og perioden for prisstillelse, vil det kompetitive spænd i hvert papir variere fra dag til dag. For hvert papir vil den enkelte primary dealers tidsvægtede bud-/udbudsspænd blive

MARKET MAKING FORPLIGTELSE, JANUAR 2010		Tabel 12.2.1
Mio.kr.	Obligatorisk mængde	Obligatorisk periode
<i>Benchmarks</i>		
2-årigt segment	100	5 timer
5-årigt segment	80	5 timer
10-årigt segment	50	5 timer
30-årigt segment	25	5 timer
<i>Likvide serier</i>	25	5 timer

holdt op mod det beregnede kompetitive spænd og indgå i beregningen af henholdsvis den daglige og den månedlige overholdelse af market making forpligtelser, jf. boks 12.4. Evalueringen af primary dealere foregår på baggrund af overholdelsen af forpligtelser på månedsbasis.

OPFYLDELSE AF MARKET MAKING FORPLIGTELSE

Boks 12.4

Det kompetitive spænd i papir s ($KompSp_s$) beregnes som en skalering af gennemsnittet af hver primary dealer p 's tidsvægtede bud-/udbudsspænd i de bedste fem timer ($5TmSp_{p,s}$). Hvis en primary dealer kvoterer priser i mindre end fem timer, vil det simpelt tidsvægtede spænd blive anvendt. Der medregnes kun market making, hvor der stilles priser for den obligatoriske mængde eller derover. Beregningen af det kompetitive spænd er:

$$KompSp_s = k \cdot \frac{\sum_{p \in PD_s} 5TmSp_{p,s}}{\# PD_s},$$

hvor $\#PD_s$ er antallet af primary dealere, der stiller priser i papir s . I benchmarkserier er $\#PD_s$ det samlede antal primary dealere. For likvide serier angiver variablen antallet af primary dealere, der har stillet priser for den obligatoriske mængde. k er fastsat til 1,5 men vil løbende blive evalueret.

Overholdelsen af forpligtelser ($Compliance_{p,s}$) vil i hvert papir ligge i intervallet mellem 0 og 1 afhængigt af antallet af timer ($Timer_{p,s}$), primary dealer p kvoterer priser i papir s inden for det kompetitive spænd og for den obligatoriske mængde. Hvis $Timer_{p,s}$ er mindst fem, er der forpligtelserne i papir s fuldt overholdt, dvs.:

$$Compliance_{p,s} = \min \left[\frac{Timer_{p,s}}{5}, 1 \right].$$

Daglig compliance: Baseret på compliance i hvert enkelt papir, s , beregnes den daglige compliance ($DC_{p,d}$) for hver primary dealer p og for hver arbejdsdag d . I beregningen heraf vægtes benchmarkpapirer forskelligt fra likvide serier:

$$DC_{p,d} = \alpha \cdot \frac{\sum_{s \in \text{benchmarks}} Compliance_{p,s}}{\# \text{benchmarks}} + (1 - \alpha) \cdot \frac{\sum_{s \in \text{likvide}} Compliance_{p,s}}{\# \text{likvide}}.$$

Hvis der udelukkende foretages market making i benchmarkserier, kan daglig compliance ikke overstige α . α er fastsat til 0,8 og vil ligesom k løbende blive evalueret i samarbejde med primary dealerne.

Månedlig compliance: Den månedlige compliance (MC_p) beregnes som den gennemsnitlige daglige compliance for primary dealer p , dvs.:

$$MC_p = \frac{\sum_{d \in \text{arbejdsdage}} DC_{p,d}}{\# \text{arbejdsdage}},$$

hvor antallet af arbejdsdage kan variere mellem primary dealere afhængigt af helligdagskalendere. Primary dealer p er compliant i en måned, hvis MC_p er mindst 85 pct.

Muligheder for tilpasninger og udvidelser i Danmark

De nye krav til market making i danske statsobligationer er ikke begrænset til, at market making foregår på bestemte handelsplatforme. Market making-forpligtelser vil altid tage udgangspunkt i prisstillelsen på den handelsplatform, hvor primary dealeren har det laveste tidsvægtede bud-/udbudsspænd.

Ved indførelsen af det nye danske system beregnes det kompetitive spænd i hvert papir som 1,5 multipliceret med det gennemsnitlige spænd. Nogle statsgældsforvaltninger anvender en lavere faktor. Den forholdsvis høje faktor er valgt ud fra vurderingen, at det er væsentligt at introducere et system, der ikke fra starten er for restriktivt.

Afhængigt af erfaringerne med det nye system kan market making forpligtelserne justeres.

Bilag

Information om statens låntagning og gæld

Statsgældsforvaltningen lægger vægt på åbenhed omkring statens låntagning og gæld. I forlængelse heraf offentliggøres løbende information om statsgældspolitikken. Informationerne offentliggøres på Statsgældsforvaltningens websted, www.statsgaeld.dk, som også er tilgængelig via Danmarks Nationalbanks websted, www.nationalbanken.dk under Statsgæld.

Der offentliggøres en bred vifte af meddelelser vedrørende statens låntagning og gæld via DN-Nyheder¹. Flere nyhedsbureauer videregiver informationerne fra DN-Nyheder, fx Bloomberg og Reuters. Informationen kan ligeledes findes på Statsgældsforvaltningens 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).

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
<i>Statens låntagning og gæld</i> , normalt i februar	• Udviklingen det foregående år • Detaljerede gælds- og transaktionsopgørelser • Rapportering om forhold af betydning for gældsplejen	• www.statsgaeld.dk	Årligt
<i>Statsgældspolitikken</i> , juni og december	• Strategi for låntagning • Lånevifte	• DN-Nyheder • www.statsgaeld.dk	Halvårligt
Åbning af nye papirer	• Kupon • Udløbsdato • Åbningsdag	• DN-Nyheder • www.statsgaeld.dk	Irregulært
<i>Budgetoversigt</i> , normalt i maj, august og december	• Nettofinansieringsbehov, indeværende og kommende år	• Publikation fra Finansministeriet • www.fm.dk	Normalt 3 gange årligt
Månedligt opkøb og salg, 1. bankdag	• Mdl. salg fordelt på papirer • Mdl. opkøb fordelt på papirer • Mdl. valutaswaps	• www.statsgaeld.dk	Månedligt
Statens fondes beholdning af statspapirer 1. bankdag	• Statens fondes beholdning af danske statspapirer opgjort ultimo foregående måned	• www.statsgaeld.dk	Månedligt
<i>Valuta og likviditet</i> , 2. bankdag	• Statens nettofinansieringsbehov	• Pressemeddelelse fra Danmarks Nationalbank • www.nationalbanken.dk	Månedligt
<i>Dagsfordeling af statens betalinger</i> , 2. sidste bankdag	• Dagsfordeling for likviditetspåvirkningen af statens betalinger i de kommende måneder	• Opgørelse fra Danmarks Nationalbank • www.statsgaeld.dk	Månedligt
Statens lånebehov	• Lånebehov jf. <i>Statsgældspolitikken</i> • Statens udstedelser	• DN-Nyheder • www.statsgaeld.dk	Dagligt
Dagligt opkøb og salg	• Dagligt salg fordelt på papirer • Dagligt opkøb fordelt på papirer	• DN-Nyheder • www.statsgaeld.dk	Dagligt

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 (FitchRatings, 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 euro og valutaswaps mellem kroner og euro tillades dog modparter med en rating på minimum A3/A-.

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

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

- Aftalerne er ensidige, således at kun statens modparter stiller sikkerhed.
- Der skal først stilles sikkerhed, når markedsværdien i statens favør overstiger et aftalt beløb (tærskelværdien).
- 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.

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 swaptions, rentecaps, etc.

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

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

Førtidig ophævelse af swaps: Det skal være muligt at ophæve alle swaps med en modpart, såfremt dennes kreditværdighed (rating) falder til et utilfredsstillende niveau. Alle nye ISDA Master Agreements indeholder derfor såkaldte rating triggers. En rating trigger indebærer, at swaps kan ophæves, hvis en modparts rating falder til et givent niveau. I de fleste af statens ISDA Master Agreements er den indsatte rating trigger Baa1/BBB+.¹

Cross default-klausuler: Såfremt modparten ikke overholder sine betalingsforpligtelser over for tredjemand, tillader cross default-klausuler ophævelse af swaps med modparten.

Observationsliste: Den løbende overvågning af modparternes kreditværdighed indebærer, at modparter, der vurderes at være forbundet med højere grad af risiko, kommer under tættere opsyn på en såkaldt observationsliste. Kun under særlige omstændigheder indgås nye swaps med modparter på observationslisten.

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

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

- Der udlånes statspapirer, som indgår i statens primære lånevifte, og statspapirer med benchmarkstatus.
- Der kan også udlånes statsobligationer, som hører under Den Sociale Pensionsfonds udlånsordning, i tilfælde af, at Den Sociale Pensionsfond ikke har en tilstrækkelig beholdning i det pågældende papir.
- De nærmere vilkår for udlån af det enkelte statspapir meddeles i den halvårige meddelelse om strategien for statsgældspolitikken.
- Statsobligationer kan udlånes til primary dealere i statsobligationer.
- Skatkammerbeviser kan udlånes til primary dealere i skatkammerbeviser.
- 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.
- Gebyret er 0,2 pct. p.a. for udlån af statsobligationer. For skatkammerbeviser er gebyret 0,15 pct. p.a.
- Udlån sker som såkaldte buy-/sell-back transaktioner. Deltagere låner papirer i én buy-/sell-back transaktion og udlåner samtidig (stiller sikkerhed) i en anden buy-/sell-back transaktion.
- Papirerne kan lånes i en periode på 1-5 handelsdage.
- Transaktioner kan indgås i tidsrummet mellem kl. 9.00 og 15.30, men bør så vidt muligt indgås inden kl. 14.00.
- Udlånene foretages i den rækkefølge, værdipapirhandlere henvender sig til Danmarks Nationalbank den pågældende dag. Der forbeholdes ret til at foretage en diskretionær tildeling, hvis det skønnes hensigtsmæssigt.

- Som sikkerhed accepteres danske statspapirer i kroner udstedt gennem Værdipapircentralen (VP) i serier med et udestående på mindst 3 mia.kr.
- Der anvendes et tillæg, henholdsvis et fradrag, på 2,5 pct. på hver buy-/sell-back transaktion. Markedsprisen på papiret udlånt af staten øges således med 2,5 pct., og markedsprisen på sikkerhedsstillelsepapiret reduceres med 2,5 pct.
- Afvikling finder sted som handelstransaktioner den efterfølgende handelsdag.
- I tilfælde af at kun én af buy-/sell-back transaktionerne afvikles, ligegyldigt om det er udlåns- eller sikkerhedsstillelsestransaktionen, er deltagerne forpligtet til øjeblikkeligt at sikre afvikling af den ikke-gennemførte transaktion.
- Statsgældsforvaltningen kan løbende ændre vilkårene for statens værdipapirudlånsordning for at afspejle vilkår i markedet og for at sikre en velfungerende værdipapirudlånsordning. Statsgældsforvaltningen informerer primary dealerne mindst én uge før ikrafttrædelse af ændringer i vilkårene for værdipapirudlånsordningen.
- Henvendelse om indgåelse af værdipapirudlånsforretninger sker til Danmarks Nationalbank, Handelsafdelingen, tlf. 3363 6752 eller 3363 6736.

Vilkår for Den Sociale Pensionsfonds (DSPs) udlån af statspapirer

- DSPs beholdning af statspapirer af typen stående lån med en restløbetid over 1 måned kan udlånes.
- Udlån foretages til primary dealere i danske statsobligationer.
- Gebyret er 0,2 pct. p.a.
- Udlån sker som såkaldte buy-/sell-back transaktioner. Deltagere låner papirer i én buy-/sell-back transaktion og udlåner samtidig (stiller sikkerhed) i en anden buy-/sell-back transaktion.
- Papirerne kan lånes i en periode på 1-5 handelsdage.
- Transaktioner kan indgås i tidsrummet mellem kl. 9.00 og 15.30, men bør så vidt muligt indgås inden kl. 14.00.
- Udlånene foretages i den rækkefølge, værdipapirhandlere henvender sig til Danmarks Nationalbank den pågældende dag. Der forbeholdes ret til at foretage en diskretionær tildeling, hvis det skønnes hensigtsmæssigt.
- Som sikkerhed accepteres danske statspapirer i kroner udstedt gennem Værdipapircentralen (VP) i serier med et udestående på mindst 3 mia.kr.
- Der anvendes et tillæg henholdsvis et fradrag på 2,5 pct. på hver buy-/sell-back transaktion. Markedsprisen på papiret udlånt af staten øges således med 2,5 pct., og markedsprisen på sikkerhedsstillelsepapiret reduceres med 2,5 pct.

- Afvikling finder sted som handelstransaktioner den efterfølgende handelsdag.
- I tilfælde af at kun én af buy-/sell-back transaktionerne afvikles, ligegyldigt om det er udlåns- eller sikkerhedsstillelsestransaktionen, er deltagerne forpligtet til øjeblikkeligt at sikre afvikling af den ikke-gennemførte transaktion.
- Statsgældsforvaltningen kan løbende ændre vilkårene for DSPs værdipapirudlånsordning for at afspejle vilkår i markedet og for at sikre en velfungerende værdipapirudlånsordning. Statsgældsforvaltningen informerer primary dealerne mindst én uge før ikrafttrædelse af ændringer i vilkårene for værdipapirudlånsordningen.
- Henvendelse om indgåelse af værdipapirsudlånsforretninger sker til Danmarks Nationalbank, Handelsafdelingen, tlf. 3363 6752 eller 3363 6736.

Bilagstabeller

1.	Statsgælden, ultimo 1999-2009	130
2.	Renter og afdrag på statens gæld, ultimo 2009	132
3.	Statens DAU-, netto- og bruttokassesaldo, 1999-2009	134
4.	Statens lånoptagelse, 2009	136
5.	Statens renteswaptransaktioner, 2009	140
6.	Statens valutaswaptransaktioner, 2009	141
7.	Statslån, ultimo 2009	142
8.	Statens renteswaps, ultimo 2009.....	147
9.	Rating af den danske statsgæld	148
10.	Rating af udvalgte landes statsgæld, januar 2010	149

STATSGÆLDEN, ULTIMO 1999-2009		Bilagstabel 1		
Mio.kr.	1999	2000	2001	
A. Lån				
Indenlandske lån				
- obligationer, fast forrentede	537.289	506.992	494.875	
- obligationer, variabelt forrentede	-	-	-	
- præmieobligationer	900	900	900	
- statsgældsbeviser	74.040	81.257	70.788	
- skatkammerbeviser	36.350	36.846	49.224	
- indekslån og lånepakke ¹	-	-	-	
- valutaswaps fra DKK til EUR (netto) ²	-	-	-4.800	
- valutaswaps fra DKK til USD	-	-	-	
- beholdning af egne obligationer	-	-2.000	-	
I alt indenlandsk gæld	648.579	623.995	610.987	
Udenlandske lån				
- i USD	1.187	-	-	
- i CHF	3.616	3.822	-	
- i JPY	2.453	1.672	-	
- i EUR	82.386	79.287	83.753	
- i andre valutaer samt flermøntede	383	428	42	
I alt udenlandsk gæld	90.025	85.209	83.795	
I alt inden- og udenlandsk gæld	738.604	709.204	694.782	
B. Indestående i Danmarks Nationalbank ³	-35.237	-32.637	-39.627	
C. DSP, Forebyggelsesfonden samt Højteknologifonden				
- statspapirer	-105.432	-106.312	-109.474	
- andre værdipapirer	-36.207	-33.244	-31.621	
I alt for de tre fonde, nominelt ⁴	-141.640	-139.556	-141.095	
Samlet statsgæld (A+B+C)	561.727	537.011	514.060	
Samlet statsgæld i pct. af BNP	46,3	41,5	38,5	

Anm.: Plus angiver et passiv, og minus angiver et aktiv. Fiskeribankens passiver overgik i 2009 til statsgælden.

¹ Lån overført fra Hypotekbanken

² Valutaswaps fra DKK til EUR fratrukket valutaswaps fra EUR til DKK.

³ For 2009 er statens konto opgjort i henhold til Danmarks Nationalbanks månedsbalance. Statens konto ultimo 2009 indeholdt 16 mia.kr. som følge af, at hovedparten af Den Sociale Pensionsfonds køb af realkreditobligationer i december 2009 først blev afregnet primo januar 2010.

⁴ Indeksobligationer er opgjort til indekseret værdi. Værdien af de tre fondes obligationsbeholdning inklusive beholdningen af realkreditobligationer med valør primo januar 2010 udgjorde 130 mia.kr.

STATSGÆLDEN, ULTIMO 1999-2009							Bilagstabel 1
2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
497.938	480.874	480.590	440.351	428.796	403.039	451.394	506.974
-	-	-	-	-	-	-	-
400	400	400	200	200	200	200	100
79.371	78.532	71.690	33.980	-	-	-	-
63.404	67.347	68.602	60.092	42.660	19.660	-	-
-	-	-	-	379	277	-	-
-16.200	-16.200	-16.200	-15.456	-12.755	-13.262	-11.662	-8.197
-	-	-524	-2.688	-4.862	-7.873	-10.423	-10.956
-	-	-	-	-	-	-	-
624.913	610.953	604.558	516.479	454.418	402.040	429.509	487.921
-	-	518	2.810	4.583	6.884	9.947	10.218
-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-
83.689	83.861	83.370	87.833	75.219	61.738	123.126	129.351
42	42	40	38	21	20	19	19
83.730	83.903	83.929	90.681	79.823	68.642	133.092	139.588
708.644	694.856	688.487	607.160	534.241	470.682	562.600	627.509
-45.975	-40.621	-57.559	-53.297	-70.958	-86.333	-258.131	-210.892
-113.132	-118.138	-120.799	-124.635	-125.111	-128.547	-98.604	-77.720
-28.230	-20.576	-16.065	-11.284	-9.535	-8.686	-9.643	-37.376
-141.362	-138.714	-136.864	-135.919	-134.646	-137.233	-108.247	-115.096
521.308	515.521	494.064	417.944	328.637	247.116	196.222	301.521
38,0	36,8	33,9	26,9	20,1	14,5	11,3	18,1

RENTER OG AFDRAG PÅ STATENS INDENLANDSKE GÆLD ¹ , ULTIMO 2009			Bilagstabel 2.1
Mia.kr.	Renter	Afdrag	Total
2010	21,0	53,4	74,4
2011	19,5	47,5	66,9
2012	17,1	41,3	58,3
2013	15,2	70,6	85,8
2014	11,8	-3,3	8,5
2015	12,0	68,1	80,2
2016	9,3	-1,0	8,2
2017	9,6	51,9	61,5
2018	7,6	-0,8	6,8
2019	7,6	47,7	55,3
2020	5,7	-0,3	5,4
2021	5,7	-0,1	5,6
2022	5,7	0,0	5,7
2023	5,7	0,0	5,7
2024	5,7	24,4	30,1
2025	4,0	0,0	4,0
2026	4,0	0,0	4,0
2027	4,0	-	4,0
2028	4,0	-	4,0
2029	4,0	-	4,0
2030	4,0	-	4,0
2031	4,0	-	4,0
2032	4,0	-	4,0
2033	4,0	-	4,0
2034	4,0	-	4,0
2035	4,0	-	4,0
2036	4,0	-	4,0
2037	4,0	-	4,0
2038	4,0	-	4,0
2039	4,0	88,5	92,4
I alt	218,8	487,9	706,7

¹ 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 2009			Bilagstabel 2.2
Mia.kr.	Renter	Afdrag	Total
2010	1,3	25,2	26,5
2011	0,7	33,1	33,9
2012	-0,0	42,8	42,8
2013	0,2	1,1	1,3
2014	0,4	27,3	27,7
2015	-0,4	1,1	0,7
2016	-0,2	1,0	0,9
2017	-0,1	1,0	0,9
2018	-0,1	0,8	0,7
2019	-0,1	0,6	0,5
2020	0,0	0,3	0,3
2021	0,0	0,1	0,1
I alt	1,7	134,5	136,2

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

STATENS DAU-, NETTO- OG BRUTTOKASSESALDO, 1999-2009			Bilagstabel 3
Mia.kr.	1999	2000	2001
Drifts-, anlægs- og udlånsbudget	9,1	30,7	24,0
Genudlån m.v.	-1,6	-2,8	-2,4
Fordelte emissionskurstab og skyldige renter ¹	3,2	1,4	0,4
Andre kapitalposter ²	0,2	-2,3	0,9
Nettokassesaldo ³	10,9	27,0	22,9
Afdrag på indenlandsk statsgæld	75,9	91,3	101,2
Afdrag på udenlandsk statsgæld	20,0	15,7	17,8
Bruttokassesaldo	-85,0	-80,0	-96,2
Indenlandsk bruttofinansieringsbehov	67,9	62,3	81,1
Salg af statspapirer, kursværdi ⁴	68,8	65,7	87,7

Kilde: *Statsregnskabet*. 2009 er baseret på Danmarks Nationalbanks opgørelse ultimo året. Tallene kan afvige fra regnskabsstellene.

¹ Inkl. opkøbskurstab.

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

³ Den Sociale Pensionsfonds nettokøb af obligationer indgår ikke i nettokassesaldoen, men er i stedet medregnet i afdragene på den indenlandske statsgæld.

⁴ Inkl. nettosalg af skatkammerbeviser.

STATENS DAU-, NETTO- OG BRUTTOKASSESALDO, 1999-2009							Bilagstabel 3
2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
25,8	12,4	27,7	80,6	98,6	106,2	72,3	•
-8,9	-0,8	-5,4	-3,2	-12,4	-8,5	-13,5	•
-0,1	-0,7	0,5	-0,7	-0,9	0,4	0,3	•
-20,0	-4,1	0,9	-0,9	5,0	-15,3	-10,7	•
-3,2	6,9	23,6	75,9	90,2	82,8	48,3	-110,3
112,4	106,3	100,0	119,5	78,6	58,5	39,7	67,8
22,5	17,1	16,1	9,3	13,0	20,7	23,0	21,7
-138,1	-116,6	-92,5	-52,9	-1,3	3,6	-14,4	-199,8
115,5	99,7	76,4	43,6	-11,7	-24,3	-8,6	178,1
121,9	94,1	92,6	30,1	13,2	-3,8	97,1	117,0

STATENS INDENLANDSKE LÅNOPTAGELSE, 2009				Bilagstabel 4.1
ISIN-kode	Pålydende rente, pct.	Titel	Sidste termin	Udstedt nominelt beløb, mio.kr.
Statsobligationer				
DK0009921785	4	4 pct. stående lån 2010 Udstedt 20. apr 2004-	15. nov 2010	3.100
DK0009922593	4	4 pct. stående lån 2012 Udstedt 23. apr 2009-	15. nov 2012	48.280
DK0009921439	4	4 pct. stående lån 2015 Udstedt 12. feb 2004-	15. nov 2015	11.940
DK0009921942	4	4 pct. stående lån 2017 Udstedt 26. jan 2006-	15. nov 2017	300
DK0009922403	4	4 pct. stående lån 2019 Udstedt 20. jan 2009-	15. nov 2019	48.235
DK0009922320	4,5	4,5 pct. stående lån 2039 Udstedt 11. nov 2008-	15. nov 2039	840

STATENS UDENLANDSKE OBLIGATIONSUDSTEDELSE, 2009

BILAGSTABEL 4.2

ISIN-kode	Pålydende rente, pct.	Titel	Sidste termin	Lånebeløb ¹ , mio.kr.
Lån				
XS0408298494 ²	1,875	Obligationslån 3.000 mio.USD Udstedt 15. jan 2009	16. mar 2012	16.309
NO0010490899 ³	3,50	Obligationslån 500 mio.NOK Udstedt 17. feb 2009	17. feb 2014	416
XS0413727453 ⁴	1,15	Obligationslån 2.000 mio.USD Udstedt 18. feb 2009	19. apr 2010	11.532
XS0417728325	3,125	Obligationslån 1.250 mio.EUR Udstedt 17. mar 2009	17. mar 2014	9.292
XS0417728325	3,125	Forhøjelse af obligationslån 250 mio.EUR Udstedt 30. mar 2009	17. mar 2014	1.858
XS0419327837 ⁵	3,165	Obligationslån 4.100 mio.SEK Udstedt 31. mar 2009	31. mar 2014	2.789
XS0417728325	3,125	Forhøjelse af obligationslån 600 mio.EUR Udstedt 16. apr 2009	17. mar 2014	4.440
XS0417728325	3,125	Forhøjelse af obligationslån 700 mio.EUR Udstedt 24. apr 2009	17. mar 2014	5.191
XS0392597026 ⁶	2,75	Forhøjelse af obligationslån 1.500 mio.USD Udstedt 24. apr 2009	15. nov 2011	8.641
XS0428037823 ⁷	2,25	Obligationslån 3.500 mio.USD Udstedt 12. maj 2009	14. maj 2012	19.507

¹ Lånebeløb efter indgåelse af swap til EUR.² Lånet er swappet til EUR 2.188.503.064 med fast rente.³ Lånet er swappet til EUR 55.803.571 med variabel rente.⁴ Lånet er swappet til EUR 1.547.388.781 med variabel rente.⁵ Lånet er swappet til EUR 374.429.224 med variabel rente.⁶ Lånet er swappet til EUR 1.160.092.807 med variabel rente.⁷ Lånet er swappet til EUR 2.618.780.397 med fast rente.

STATENS UDENLANDSKE COMMERCIAL PAPER UDSTEDELSER, 2009

Bilagstabel 4.3

Måned for udstedelse	Pålydende rente, pct.	Udstedt beløb i valuta	Udstedt beløb i kroner
Euro Commercial Paper		mio.euro	mio.kr.
Januar	0	250	1.861
Februar	0	90	669
Marts	0	50	372
April	0	100	744
Maj	0	20	149
Juni	0	141	1.049
Juli	0	40	298
November	0	15	112
Euro Commercial Paper ¹		mio.dollar	mio.kr.
Februar	0	816	4.735
Marts	0	895	5.020
April	0	100	558
Maj	0	100	563
Juni	0	310	1.649
Juli	0	179	946
August	0	518	2.702
September	0	95	481
Oktober	0	147	733
November	0	65	327
December	0	135	681
US Commercial Paper ¹		mio.dollar	mio.kr.
Januar	0	250	1.397
Februar	0	1.080	6.268
Marts	0	217	1.215
April	0	425	2.376
Maj	0	135	760
Juni	0	320	1.699
Juli	0	500	2.649
August	0	315	1.653
September	0	650	3.337
Oktober	0	100	504
November	0	165	838
December	0	385	1.925

¹ I forbindelse med indgåelse af Commercial Paper-lån i dollar indgår staten samtidig en valutaterminsforsretning med Danmarks Nationalbank, hvor staten ved udløb modtager dollar, svarende til det enkelte lån og betaler i euro. Slut-eksponeringen for staten er derfor i euro.

STATENS VALUTATERMINSFORRETNINGER MED NATIONALBANKEN, 2009¹ Bilagstabel 4.4

Måned for indgåelse	Der modtages ved udløb mio.dollar	Der betales ved udløb mio.euro
Januar	250	188
Februar	1.896	1.480
Marts	1.112	838
April	525	394
Maj	235	178
Juni	630	450
Juli	679	483
August	833	585
September	745	513
Oktober	247	166
November	230	157
December	520	350

¹ Terminsforretninger knyttet til Commercial Paper-udstedelse.

STATENS RENTESWAPTRANSAKTIONER, 2009			Bilagstabel 5
Lånenr.	Startdato	Udløbsdato	Beløb, mio.kr.
Euro-renteswaps			
1284	11-09-09	11-09-19	744
1287	21-09-09	21-09-19	744
1296	22-10-09	22-10-19	1.117
1298	23-10-09	23-10-19	1.117
1299	26-10-09	26-10-19	744
1303	10-11-09	10-11-19	744
1316	30-12-09	30-12-19	744
I alt euro-renteswaps			5.954

Anm.: På euro-renteswaps indgået i 2009 modtages fast rente og betales 6-mdr. Euribor. Der er ikke indgået krone-renteswaps i 2009.

STATENS VALUTASWAPTRANSAKTIONER, 2009								Bilagstabel 6
Låne- nr.	Start- dato	Der modtages			Der betales			Udløbs- dato
		Valuta	Mio.	Rente	Valuta	Mio.	Rente	
20028 ¹	23-01-09	DKK	791,6	3,233	USD	140,0	2,539	23-01-21
				6-mdr.			6-mdr.	
10044	04-03-09	DKK	744,9	Cibor-0,37	EUR	100,0	Euribor	04-03-14
				6-mdr.			6-mdr.	
10045	12-03-09	DKK	1.490,2	Cibor-0,33	EUR	200,0	Euribor	12-03-14
				6-mdr.			6-mdr.	
20029 ¹	17-03-09	DKK	822,0	3,2082	USD	140,0	3,585	17-03-21

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

INDENLANDSKE STATSLÅN, ULTIMO 2009				Bilagstabel 7.1
ISIN-kode	Pålydende rente, pct.	Titel ¹	Sidste termin	Udestående beløb, mio.kr.
<i>Fast forrentede statsobligationslån</i>				
<i>Stående lån</i>				
DK0009921785	4	Stående lån 2010 Udstedt 20. apr 2004-	15. nov 2010	54.280,0
DK0009919961	6	Stående lån 2011 Udstedt 4. maj 2000-	15. nov 2011	48.500,0
DK0009922593	4	Stående lån 2012 Udstedt 23. apr 2009-	15. nov 2012	48.280,0
DK0009920894	5	Stående lån 2013 Udstedt 19. feb 2002-	15. nov 2013	71.680,0
DK0009921439	4	Stående lån 2015 Udstedt 12. feb 2004-	15. nov 2015	69.200,0
DK0009921942	4	Stående lån 2017 Udstedt 26. jan 2006-	15. nov 2017	52.870,0
DK0009922403	4	Stående lån 2019 Udstedt 20. jan 2009-	15. nov 2019	48.235,0
DK0009918138	7	Stående lån 2024 Udstedt 6. apr 1994-	10. nov 2024	24.431,0
DK0009922320	4,5	Stående lån 2039 Udstedt 11. nov 2008-	15. nov 2039	88.440,0
<i>Serielån</i>				
DK0009902728	4	S 2017 Udstedt 29. nov 1955-12. sep 1958	15. jun 2017 ²	38,5
<i>Uamortisable</i>				
DK0009901597	3,5	Dansk Statslån Udstedt 11. dec 1886	uamortisabelt ²	17,8
•	5	Dansk-Islandsk Fond 1918 Udstedt 20. maj 1919	uamortisabelt	1,0
I alt fast forrentede statsobligationslån				505.973,3

INDENLANDSKE STATSLÅN, ULTIMO 2009				BILAGSTABEL 7.1
ISIN-kode	Pålydende rente, pct.	Titel ¹	Sidste termin	Udestående beløb, mio.kr.
<i>Fiskeribankobligationslån</i>				
DK0009604118	6	Fiskeribankobligation 2011	1. maj 2011	9,4
DK0009603730	7	Fiskeribankobligation 2011	1. maj 2011	10,4
DK0009603490	9	Fiskeribankobligation 2011	1. nov. 2011	2,5
DK0009603573	8	Fiskeribankobligation 2014	1. maj 2014	41,9
DK0009604035	6	Fiskeribankobligation 2016	1. maj 2016	19,7
DK0009603656	7	Fiskeribankobligation 2016	1. maj 2016	33,7
DK0009604621	5	Fiskeribankobligation 2019	1. nov. 2019	530,4
DK0009604894	5	Fiskeribankobligation 2025	1. nov. 2025	352,9
I alt fiskeribankobligationslån				1.001,0
I alt fast forrentede obligationslån				506.974,3
<i>Præmieobligationslån³</i>				
DK0009900433	7	Præmieobligationslån af 1965/2010 Udstedt 22. sep. 1965	22. sep. 2010	100,0
I alt præmieobligationslån				100,0
Indenlandske statspapirer i alt				507.074,3
Swap fra DKK til EUR				-8.197,2
Swap fra DKK til USD				-10.956,0
<i>Indenlandsk gæld i alt</i>				<i>487.921,1</i>

¹ Udstedelsesdatoerne refererer til den periode, der har været solgt i papirerne. For de papirer, der fortsat kan 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 Staten har desuden et udestående på ca. 127 mio.kr. i udløbne, uindløste præmieobligationer.

UDENLANDSKE STATSLÅN, ULTIMO 2009 Bilagstabel 7.2

ISIN-kode/lånenr. ¹	Pålydende rente, pct.	Titel	Sidste termin	Udestående beløb, mio.kr. ²
Euro Commercial Paper - EUR				
298-278	0	2009/10 ECP	25. jan 2010	111,6
I alt ECP-udstedelser i EUR				111,6
Euro Commercial Paper - USD				
298-366	0	2009/10 ECP	08. jan 2010	50,6
298-368	0	2009/10 ECP	13. jan 2010	60,5
298-370	0	2009/10 ECP	21. jan 2010	249,5
298-372	0	2009/10 ECP	14. jan 2010	372,9
298-374	0	2009/10 ECP	06. jan 2010	252,1
298-376	0	2009/10 ECP	25. jan 2010	75,1
298-380	0	2009/10 ECP	16. feb 2010	50,4
298-382	0	2009/10 ECP	16. feb 2010	252,6
298-384	0	2009/10 ECP	17. feb 2010	378,3
I alt ECP-udstedelser i USD				1.742,0
US Commercial Paper - USD				
244-316	0	2009/10 USCP	04. jan 2010	504,2
244-318	0	2009/10 USCP	06. jan 2010	253,9
244-320	0	2009/10 USCP	06. jan 2010	203,1
244-322	0	2009/10 USCP	05. jan 2010	380,8
244-324	0	2009/10 USCP	01. feb 2010	246,9
244-326	0	2009/10 USCP	02. feb 2010	246,1
244-328	0	2009/10 USCP	01. feb 2010	98,5
244-330	0	2009/10 USCP	02. feb 2010	197,6
244-332	0	2009/10 USCP	19. feb 2010	505,3
244-334	0	2009/10 USCP	10. feb 2010	379,0
244-336	0	2009/10 USCP	04. feb 2010	252,6
I alt US Commercial Paper				3.268,0
EUR				
DK0009921868	3,125	2005/10 EUR-lån	15. okt 2010	12.650,6
XS0392597026	2,75	2008/11 USD-lån	15. nov 2011	7.785,5
1079	2,75	2008/11 swap fra USD		-7.785,2
•	var.	2008/11 swap til USD		7.785,2
•	var.	2008/11 swap fra USD		-7.785,2
•	3,457	2008/11 swap til EUR		4.091,7
•	3,468	2008/11 swap til EUR		4.091,7
XS0392597026	2,75	2008/11 Forhøjelse af USD-lån	15. nov 2011	5.190,1
1079	2,75	2008/11 swap fra USD		-5.190,1
•	var.	2008/11 swap til USD		5.190,1
•	var.	2008/11 swap fra USD		-5.190,1
•	var.	2008/11 swap til EUR		5.891,9
XS0392597026	2,75	2009/11 Forhøjelse af USD-lån	15. nov 2011	7.785,2
1079	2,75	2009/11 swap fra USD		-7.785,2
•	var.	2009/11 swap til EUR		8.632,8
XS0401030316	3,125	2008/11 EUR-lån	28. nov 2011	9.301,9
XS0408298494	1,875	2009/12 USD-lån	16. mar 2012	15.570,3

1207	1,875	2009/12 swap fra USD		-15.570,3
•	2,854	2009/12 swap til EUR		16.285,7
NO0010490899	3,50	2009/14 NOK-lån	17. feb 2014	447,1
1215	3,50	2009/14 swap fra NOK		-447,1
•	var.	2009/14 swap til EUR		415,3
XS0413727453	1,15	2009/10 USD-lån	19. apr 2010	10.380,2
1223	1,15	2009/10 swap fra USD		-10.380,2
•	var.	2009/10 swap til USD		10.380,2
•	var.	2009/10 swap fra USD		-10.380,2
•	var.	2009/10 swap til EUR		11.514,9
XS0417728325	3,125	2009/14 EUR-lån	17. mar 2014	9.301,9
XS0417728325	3,125	2009/14 Forhøjelse af EUR-lån	17. mar 2014	1.860,4
XS0417728325	3,125	2009/14 Forhøjelse af EUR-lån	17. mar 2014	4.464,9
XS0417728325	3,125	2009/14 Forhøjelse af EUR-lån	17. mar 2014	5.209,1
XS0419327837	3,165	2009/14 SEK-lån	31. mar 2014	2.963,5
1229	3,165	2009/14 swap fra SEK		-2.963,5
•	var.	2009/14 swap til EUR		2.786,3
XS0428037823	2,25	2009/12 USD-lån	14. maj 2012	18.165,4
1244	2,25	2009/12 swap fra USD		-18.165,4
•	2,243	2009/12 swap til EUR		9.743,8
•	2,24	2009/12 swap til EUR		9.743,8
I alt EUR				115.986,7
Swaps – EUR				
10035	var.	2007/12 swap fra DKK	23. jan 2012	744,2
10036	var.	2007/12 swap fra DKK	31. jan 2012	744,2
10037	var.	2007/12 swap fra DKK	12. feb 2012	744,2
10038	var.	2007/12 swap fra DKK	21. feb 2012	744,2
10039	var.	2007/12 swap fra DKK	15. mar 2012	744,2
10040	var.	2007/12 swap fra DKK	30. mar 2012	744,2
10041	var.	2007/12 swap fra DKK	27. apr 2012	744,2
10042	var.	2007/12 swap fra DKK	25. maj 2012	744,2
10044	var.	2009/14 swap fra DKK	04. mar 2014	744,2
10045	var.	2009/14 swap fra DKK	12. mar 2014	1.488,3
I alt EUR				8.185,7
Swaps – USD				
20001	4,164	2004/16 swao fra DKK	30. jun 2016	139,0
20002	4,164	2004/16 swap fra DKK	30. jun 2016	139,1
20003	4,355	2005/17 swap fra DKK	28. jan 2017	153,8
20004	4,4875	2005/17 swap fra DKK	10. feb 2017	259,8
20005	4,497	2005/17 swap fra DKK	11. aug 2017	265,9
20006	4,66	2005/17 swap fra DKK	20. okt 2017	265,9
20007	4,7925	2005/17 swap fra DKK	15. dec 2017	283,5
20008	4,855	2006/17 swap fra DKK	16. nov 2017	295,9
20009	5,06	2006/18 swap fra DKK	12. apr 2018	301,3
20012	5,27	2006/18 swap fra DKK	28. aug 2018	480,3
20013	4,755	2006/18 swap fra DKK	10. nov 2018	480,3
20014	4,73875	2007/19 swap fra DKK	10. jan 2019	506,9
20015	4,671	2007/19 swap fra DKK	26. mar 2019	506,9
20016	5,1225	2007/19 swap fra DKK	15. jun 2019	532,5
20017	5,164	2007/19 swap fra DKK	05. sep 2019	560,5
20018	5,3875	2007/19 swap fra DKK	14. nov 2019	560,5
20020	5,315	2008/20 swap fra DKK	29. jan 2020	588,6
20021	3,745	2008/20 swap fra DKK	25. mar 2020	586,5
20022	3,78	2008/20 swap fra DKK	05. maj 2020	586,5

20023	4,18	2008/20 swap fra DKK	22. jul 2020	666,1
20024	4,144	2008/20 swap fra DKK	14. okt 2020	666,1
20028	2,539	2009/21 swap fra DKK	23. jan 2021	696,3
20029	3,585	2009/21 swap fra DKK	17. mar 2021	696,3
I alt USD				10.218,5
Overførte lån fra Hypotekbanken				
XS0069330768		1996/11 JPY-lån	19. sep 2011	33,7
1074		1996/11 swap til EUR		-33,7
•	var.	1996/11 swap fra JPY		31,2
XS0074733543		1997/12 JPY-lån	13. mar 2012	28,1
1075		1997/12 swap til EUR		-28,1
•	var.	1997/12 swap fra JPY		26,1
I alt overførte lån				57,3
DKK				
DK0009901407	3	1894 ³	Uamortisabelt	9,9
DK0009901670	3,5	1901 ³	Uamortisabelt	3,8
DK0009901753	3,5	1909 ³	Uamortisabelt	5,0
I alt DKK-lån				18,7
Udenlandsk gæld i alt				139.588,4

¹ ISIN-koder anvendt ved lån og lånenr. ved swaps og CP-udstedelser.

² Det udestående beløb pr. 31. december 2009 er omregnet til DKK efter følgende kurser pr. 30. december 2009: EUR = 744,15, JPY = 5,6226, NOK = 89,42, SEK = 72,28, USD = 519,01.

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

STATENS RENTESWAPS, ULTIMO 2009			Bilagstabel 8
Udløbsår	Krone-renteswaps	Euro-renteswaps	
	Hovedstol i mio.kr.	Hovedstol, mio.euro	Hovedstol, mio.kr. ¹
2010	14.600	175	1.303
2011	11.950	150	1.116
2012	-	4.235	31.515
2013	4.400	810	6.028
2014	8.500	-	-
2015	1.800	1.500	11.162
2016	10.800	575	4.279
2017	-	175	1303
2018	-	-	-
2019	-	800	5.953
I alt renteswaps	52.050	8.245	61.355

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

¹ Omregnet til DKK efter følgende kurs pr. 30. december 2009: EUR = 744,15.

RATING AF DEN DANSKE STATSGÆLD I INDENLANDSK VALUTA		Bilagstabel 9.1
	Moody's	Standard & Poor's
1986, juli	Aaa	
1992, juli		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, marts		AAA
1983, januar		AA+
1985, april	Aa	
1986, august	Aa1	
1987, marts		AA
1991, oktober		AA+
1999, august	Aaa	
2001, februar		AAA
Aktuel rating	Aaa	AAA

Anm.: Se anmærkning i bilagstabel 9.1 for rating-kategoriernes rangordning.

RATING AF UDVALGTE LANDES STATSGÆLD, JANUAR 2010

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	A2	A2	BBB+	BBB+
Holland	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Irland	Aa1	Aa1	AA	AA
Italien	Aa2	Aa2	A+	A+
Japan	Aa2	Aa2	AA	AA
New Zealand	Aaa	Aaa	AAA	AA+
Norge	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Portugal	Aa2	Aa2	A+	A+
Schweiz	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Spanien	Aaa	Aaa	AA+	AA+
Storbritannien	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Sverige	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Sydafrika	A3	A3	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.

Acceptprocent

Andelen af solgte statspapirer ud af den samlede budte mængde.

Afledt finansielt instrument

Instrument, hvis værdi er afledt af værdien på et underliggende aktiv, fx et værdipapir, en vare eller en valuta.

Asset swap

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

Auktion

Ved en auktion købes eller sælges en obligation. En kreds af markedsdeltagere har adgang til at afgive bud, der indeholder ønske om en bestemt mængde obligationer til en given kurs eller rente.

Basispoint

1 basispoint er 0,01 procentpoint.

Benchmarkobligation

Obligation, der er toneangivende på obligationsmarkedet. Ændringer i benchmarkstatus for danske statsobligationer besluttet af Statsgældsforvaltningen efter drøftelse med statens *primary dealere*.

Bruttofinansieringsbehov

Bruttofinansieringsbehovet opgøres som *nettofinansieringsbehovet* til lagt afdrag på indenlandsk og udenlandsk gæld, statslige fondes nettoobligationskøb samt statens valutaswapbetalinger.

Bud-/udbudspris

Bud-/udbudsprisen er købs-/ salgsprisen set fra pristillerens side. Forskellen mellem bud- og udbudsprisen betegnes bid ask-spænd.

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

Clean price

Kursen på en obligation eksklusive vedhængende renter. Statsobligationer kvoterer på handelsplatformene med clean price. 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.

Commercial Paper (CP)

Kortfristede gældsbeviser med løbetid på op til et år. Staten har to CP-programmer, som er rettet mod henholdsvis det europæiske marked (ECP-programmet) og det amerikanske marked (USCP-programmet). Under USCP-programmet kan der kun udstedes i US dollar, mens det under ECP-programmet er muligt at udstede i flere valutaer. USCP-programmet har et maksimalt udestående på 6 mia.dollar, mens det maksimale udestående i ECP-programmet er 12 mia.dollar.

Cost-at-Risk modellen (CaR-modellen)

Simulationsmodel udviklet af Statsgældsforvaltningen med henblik på at kvantificere den risiko, som er forbundet med statsgældens eksposering over for den fremtidige renteutvikling.

Derivat

Se afledt *finansielt instrument*.

Dirty price

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

Diskonto

Danmarks Nationalbanks 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.

Eksponering

En eksponering er en finansiel position, der indebærer risiko for tab eller gevinst, hvis markedsforholdene ændrer sig.

Elektronisk handel

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

Emission

Udstedelse af statspapirer.

Emissionskurstab/-gevinst

Kurstab og -gevinster opstår ved udstedelse af lån til kurser henholdsvis under og over pari.

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 på usikret basis. Anvendes som referencerente i en lang række finansielle kontrakter, fx *swaps*. Se også *Cibor* og *Libor*.

Genudlån

Genudlån er lån fra staten til statslige selskaber og Danmarks Skibskredit A/S.

Genudlånsvifte

Viften af statspapirer, der kan ydes *genudlån* i. Genudlånsviften fastlægges af Statsgældsforvaltningen.

Haircut

Det fradrag, der foretages i et værdipapirs kursværdi, når dets sikkerhedsværdi beregnes. Et haircut skal tage højde for risikoen for, at værdipapiret kan falde i værdi fra opgørelsestidspunktet, og frem til værdipapiret eventuelt bliver tvangsrealiseret.

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. Låntagers rettighed til at konvertere er ensbetydende med, at vedkommende har en call option på obligationen.

Kreditværdighed

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

Lead manager

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

Libor (London Inter Bank Offered Rate)

Den rentesats, hvortil et kreditværdigt pengeinstitut kan låne i forskellige valutaer på usikret basis på London interbankmarkedet. Anvendes som referencerente i en lang række finansielle kontrakter, fx *swaps*. Se også Cibur 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).

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 (market making) i værdipapirer.

Medium Term Notes, MTN

Obligationer udstedt under et låneprogram med standardiseret dokumentation. Statens har et Euro Medium Term Notes (EMTN) program, der anvendes til den udenlandske låntagning.

MTS Denmark

Et markedssegment i MTS, hvor engroshandlen med danske statsobligationer for tiden foregår.

Nettofinansieringsbehov

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

Non-kompetitive tildelinger

Budrettigheder hvor der ikke skal afgives budpris. Anvendes bl.a. i forbindelse med auktioner over statsobligationer. Afhængigt af størrelsen på den enkelte primary dealers deltagelse ved selve auktionen, får den efterfølgende mulighed for at købe en ekstra andel til samme pris efter auktionen.

Norm

Rammen for fordelingen af statens indenlandske og udenlandske 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.

Opkøbsvifte

Viften af statspapirer, som staten kan købe op før udløb.

Optionsjusteret varighed

Varigheden for *konverterbare obligationer*, hvor der er justeret for usikkerheden omkring forfaldsstrukturen som følge af låntagers ret til førtidsindfrielse af obligationen.

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. 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").

Plain vanilla

Udtryk, der benyttes om standardiserede og simple produkter.

Primary dealer

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

Primære udstedelsespapirer

Statspapirserier, der er under opbygning, og som udstedes for at dække det aktuelle indenlandske udstedelsesbehov.

Primært marked

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

Private Placement

Obligationslån eller andet lån, der udbydes til en begrænset kreds af investorer og normalt ikke børsnoteres.

Rating

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

Refinansieringsrisiko

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

Rentefixing

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

Rentespænd

Forskel i renter på to obligationer. Ved opgørelse af rentespænd korrigeres ofte for forskelle i obligationernes restløbetid.

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.

Risikoaversion

Anvendes om investorers præference for sikre aktiver. Graden af risikoaversion udtrykker investorers krav om kompensation for at påtage sig en risiko.

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 statspapirer med høj kreditværdighed. 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.

Skatkammerbeviser

Skatkammerbeviser, i international forstand benævnt "Treasury Bills", er statspapirer i den korte ende af løbetidsspektret. I Danmark genåbnes skatkammerbevisprogrammet i 2010 efter at have været lukket siden slutningen af 2008.

Fra ultimo februar 2010 vil der i Danmark blive udstedt skatkammerbeviser ved månedlige auktioner til *primary dealere*. Hver 3. måned åbnes et nyt 9-måneders bevis. Der kan udstedes i beviset, indtil restløbetiden er 1 måned.

Skatkammerbeviser er nul kuponpapirer, dvs. at forrentningen alene sker ved udstedelse til underkurs og indløsning til pari.

Sluteksponering

Angiver valuta- eller renteeksponeringen på et lån opgjort efter *swaps*.

Statsgælden

Omfatter passiver i form af den indenlandske og udenlandske gæld samt aktiver i Den Sociale Pensionsfond, Højteknologifonden, Forebyggelsesfonden og indeståendet på statens konto i Danmarks Nationalbank.

Stående lån

Lån, der ikke afdrages – kun forrentes – i låneperioden og som indfries 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.

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.

Syndikeret obligationsudstedelse

Obligationsudstedelse formidlet gennem et konsortium af banker, der mod betaling står for den praktiske gennemførelse af salget. Udstedelse ved syndikering foregår ved, at syndikatbankerne indhenter købstilbud fra investorer. Når "bogen" af købstilbud er bygget op, foretager udsteder prisfastsættelse og tildeling i samarbejde med bankerne i syndikatet.

Syntetisk genudlån

Obligationslån, der indgår i *genudlånsviften* til selskaber med ret til genudlån. Lånene ydes på baggrund af en estimeret nulkupon-rentekurve og er indført for at dække hullerne mellem eksisterende stående lån i løbetidssegmentet mellem 2 og 10 år.

Tapsalg

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

Terminskontrakt

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

Tick

1 tick svarer til 0,01 kurspoint.

Uamortisabelt lån

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

Usikret rente

Rente, der betales på obligationer og låneaftaler, der indeholder kreditrisiko. Spændet mellem en usikret og en *risikofri rente*, for en given løbetid, angiver risikopræmien.

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.

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. Se også *clean price* og *dirty price*.

Volatilitet

Statistisk udtryk for størrelsen på udsvingene i et aktivs eller et indeks afkast. Måles typisk som standardafvigelsen på det årlige afkast.

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 mod betaling overdrager værdipapirer til en køber. Ved aftalens indgåelse forpligter parterne sig samtidig til at tilbagekøbe papirerne til en på forhånd fastsat pris ved aftalens udløb.