



Danmarks
Nationalbank

Statens låntagning
og gæld



Statens låntagning og gæld 2011

På forsiden vises Nationalbanken, der blev passeret ved VM i cykelløb i september 2011.

Det er tilladt vederlagsfrit at kopiere fra publikationen, forudsat at

Danmarks Nationalbank udtrykkeligt anføres som kilde.

Det er ikke tilladt at ændre eller forvanske indholdet.

Statens låntagning og gæld 2011 er tilgængelig på Statsgældsforvaltningens hjemmeside: www.statsgaeld.dk. Publikationen er oversat til engelsk.

Statens låntagning og gæld 2011 kan rekvireres ved henvendelse til:

Danmarks Nationalbank

Kommunikation

Havnegade 5

1093 København K

Telefon 33 63 70 00 (direkte) eller 33 63 63 63

Ekspeditionstider, mandag-fredag kl. 9.00-16.00

E-mail: governmentdebt@nationalbanken.dk

www.nationalbanken.dk

Redaktionen er afsluttet 14. februar 2012.

Signaturforklaring:

- Nul

0 Mindre end en halv af den anvendte enhed

• Tal kan efter sagens natur ikke forekomme
na. Tal foreligger ikke

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

Rosendahls-SchultzGrafisk A/S

ISSN 0902-6681

ISSN (Online) 1398-3873

Indhold

HOVEDPUNKTER FOR STATSGÆLDSPOLITIKKEN	5
---	---

BERETNINGSKAPITLER

1. EUROPÆISKE STATSGÆLDSPOLITIKKER I 2011	
1.1 Statsgældskrisen i Europa blev forværret	15
1.2 Segmentering af det europæiske statsgældsmarked	17
1.3 Høj volatilitet og fleksibel udstedelsespolitik	18
1.4 Finansielle og strukturelle stabiliseringstiltag	18
2. GÆLD OG RENTEUDGIFTER	
2.1 Statens gæld og renteudgifter	21
2.2 Den offentlige sektors saldo og gæld	24
2.3 Statens rating	27
3. LÅNTAGNING I 2011	
3.1 Markedsudviklingen i Danmark	29
3.2 Indenlandsk låntagning	31
3.3 Investorer i indenlandske statspapirer	35
3.4 Udenlandsk låntagning	37
4. UDSTEDELSESTRATEGI I 2012	
4.1 Udstedelsesstrategien i 2012	41
5. UDSTEDELSE OG HANDEL MED STATSPAPIRER	
5.1 Primary dealer-ordning i danske statspapirer	47
5.2 Udstedelser sker primært via auktioner	48
5.3 Det sekundære marked i 2011	48
5.4 Handelsplatforme for market making	51
5.5 Ny regulering vil påvirke handlen med statspapirer	52
6. MIDLERNE I DE STATSLIGE FONDE	
6.1 Den Sociale Pensionsfond	55
6.2 Højteknologifonden	56
6.3 Forebyggelsesfonden	57

7.	STATSLIGE GENUDLÅN OG LÅNEGARANTIER	
7.1	Formål og rammer for genudlån og lånegarantier	59
7.2	Genudlån	59
7.3	Statslige lånegarantier	62
7.4	Sammenligning af statslige genudlån og lånegarantier	63
8.	MARKEDSRISIKO	
8.1	Markedsrisikostyring i 2011	65
8.2	Strategi for markedsrisikostyring i 2012	69
8.3	Statens renteudgifter er robuste over for negative stød	74
9.	KREDITRISIKO	
9.1	Statens swapportefølge	77
9.2	Krediteksponering på statens modparter	79
9.3	Styring af kreditrisici fremadrettet	81

SPECIALKAPITEL

10.	INDEKSobligationer	
10.1	Indeksobligationer udvider investorbasen	85
10.2	Inflationsindekserede statspapirer internationalt	87
10.3	Markedsstandarden for indeksobligationer	89
10.4	Implikationer for statsgældens risikoprofil	90
10.5	Markedsbaserede inflationsforventninger	93

BILAG

HOVEDPRINCIPPER FOR FORVALTNINGEN AF STATENS GÆLD	99
---	----

BILAGSTABELLER

1.	Statsgælden, ultimo 2001-11	106
2.	Renter og afdrag på statens gæld, ultimo 2011	108
3.	Statens DAU, netto- og bruttokassesaldo, ultimo 2001-2011 ...	110
4.	Statens lånoptagelse, 2011	112
5.	Statens renteswaptransaktioner, 2011	114
6.	Statslån, ultimo 2011	115
7.	Statens renteswaps, ultimo 2011	118

Hovedpunkter for statsgældspolitikken

Efterspørgslen efter danske statspapirer var høj i 2011, og de danske låneomkostninger faldt til et historisk lavt niveau. Rentespændet til Tyskland blev negativt i slutningen af året, hvor der var ekstraordinær stor efterspørgsel efter danske statsobligationer.

De europæiske statsgældsmarkeder er fortsat præget af stor usikkerhed. Statens udstedelsespolitik og risikostyring er derfor rettet mod at fastholde lav følsomhed både over for stigende renter og pludselige ændringer i finansieringsbehovet. Det sker ved at:

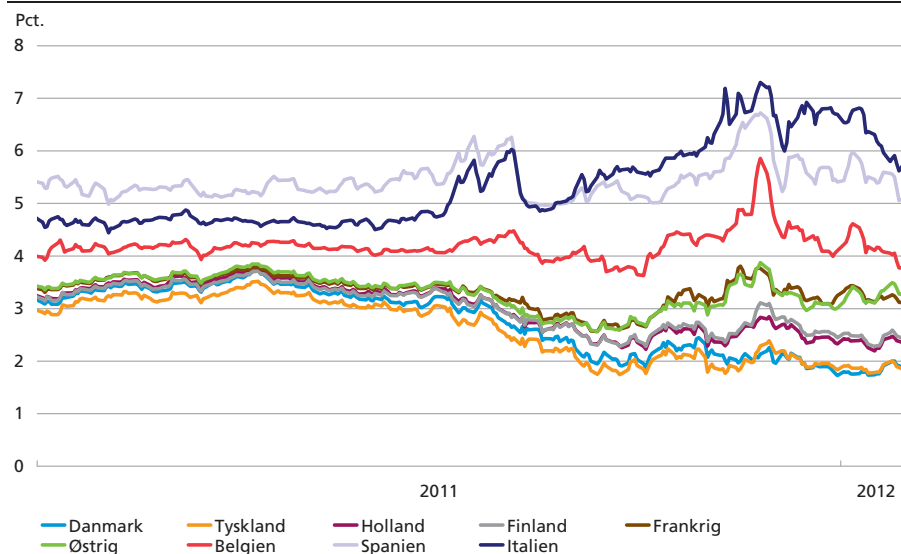
- Påbegynde finansieringen af udstedelsesbehovet for 2013 i år.
- Fastholde et højt likviditetsberedskab.
- Sikre en bred investorbase via en bred lånevifte.
- Udstede en større andel i de længere løbetidssegmenter og fastholde en høj varighed på statens gæld.

DE EUROPÆISKE STATSGÆLDSPOLITIKKER I 2011

Den europæiske statsgældskrise blev intensiveret i 2011. Stigende risikoaversion, usikkerhed om politisk reformvillighed samt forværrede vækstudsigter medførte en betydelig stigning i nogle eurolandes finansieringsomkostninger, jf. figur 1. Frygten for, at større eurolande ville blive afskå-

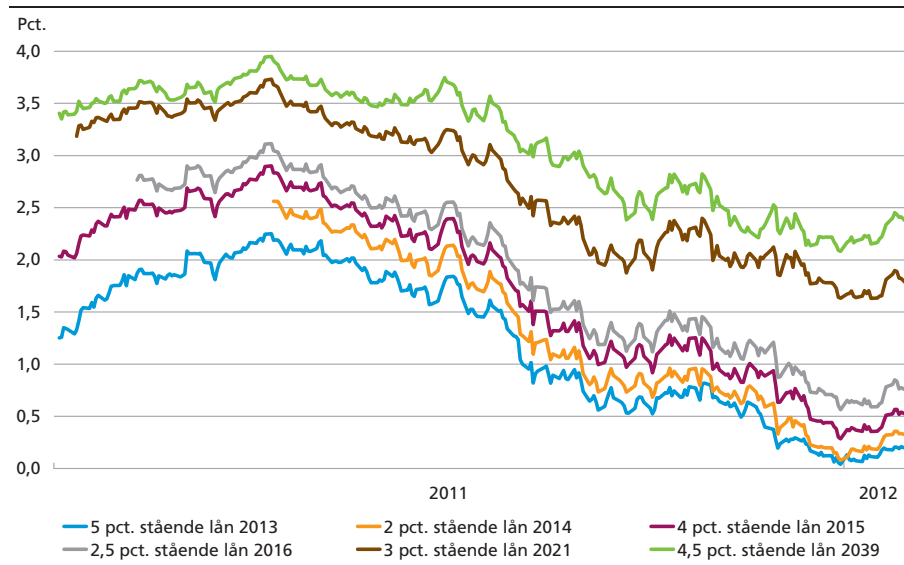
10-ÅRIGE STATSRENTER I EUROPA

Figur 1



EFFEKTIVE RENTER PÅ DANSKE STATSOBLIGATIONER

Figur 2



ret fra låntagning, skabte stor uro på kapitalmarkederne. Forværringen af krisen betød, at eurolandene og ECB udvidede deres krisetiltag.

Den store usikkerhed og øget risikoaversion medførte høj efterspørgsel efter statspapirer fra de mest kreditværdige lande. Det fik renterne til at falde til et historisk lavt niveau.

Renterne på danske statsobligationer fulgte udviklingen i Tyskland og faldt i alle løbetidssegmenter i 2011, jf. figur 2. I slutningen af året medførte usikkerhed om gældskrisens konsekvenser en øget efterspørgsel efter statspapirer fra de mest kreditværdige lande uden for euroområdet, herunder Danmark. Ved årets udgang var de danske statsrenter historisk lave, og rentespændet til Tyskland var negativt.

STATSGÆLDEN

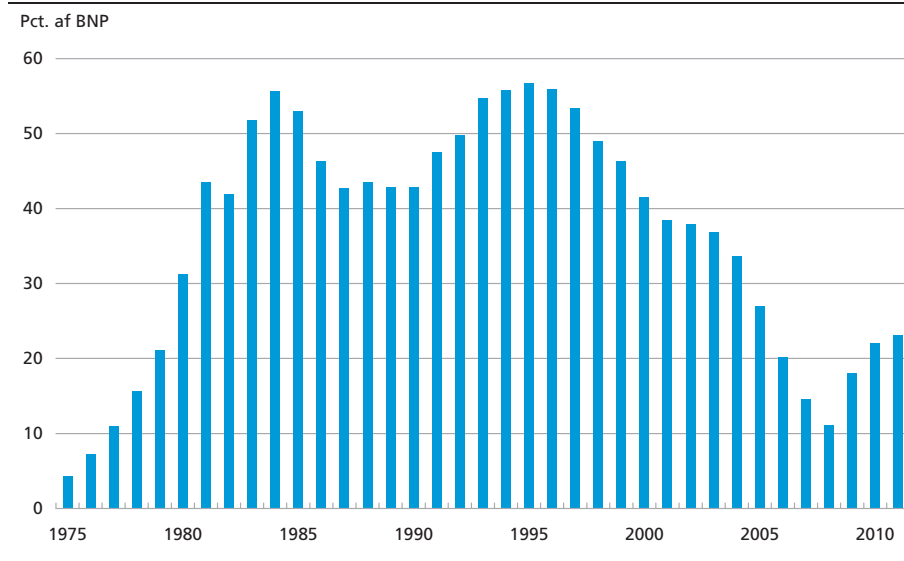
I 2011 var underskuddet på statens finanser 28 mia. kr., og statsgælden steg til 413 mia. kr. Statsgælden udgjorde 74.000 kr. pr. indbygger eller 23 pct. af BNP, jf. figur 3. Renteudgifterne på statsgælden var 17 mia. kr., svarende til 1 pct. af BNP. Renteudgifterne har været stabile de senere år trods stigningen i gælden. Det afspejler lave renter på statens nyudstedelser samt lave rentebetalinger på statens renteswaps.

Statens renteudgifter er robuste over for negative stød

Statens renteudgifter er meget lidt følsomme over for stigende renter. Selv i et risikoscenario, hvor renterne stiger markant, og den økonomi-

STATSGÆLDEN

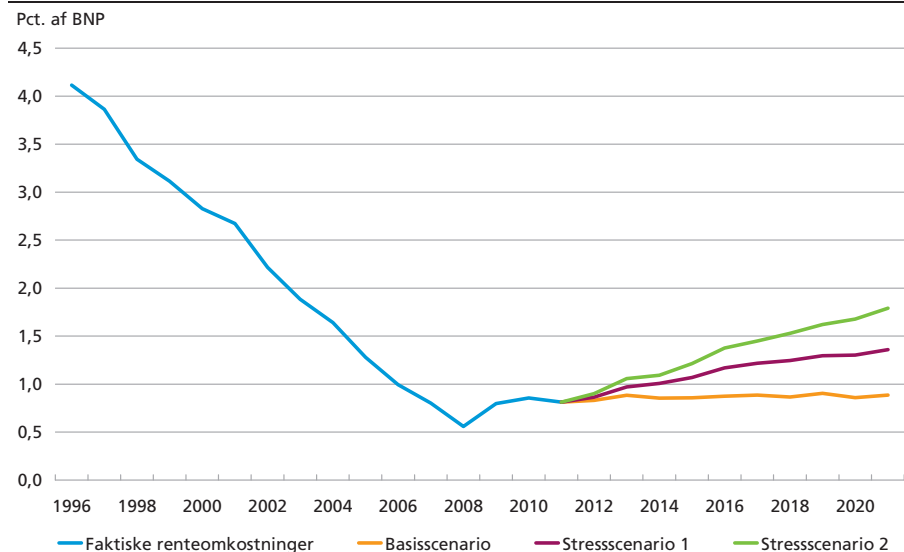
Figur 3



ske vækst og statsfinanserne forværres, vil renteomkostningerne i de kommende år kun udgøre en beskednen andel af BNP både i forhold til tidligere år og sammenlignet med andre lande, jf. figur 4. Den begræn-

RENTEOMKOSTNINGER I BASIS- OG STRESSSCENARIO

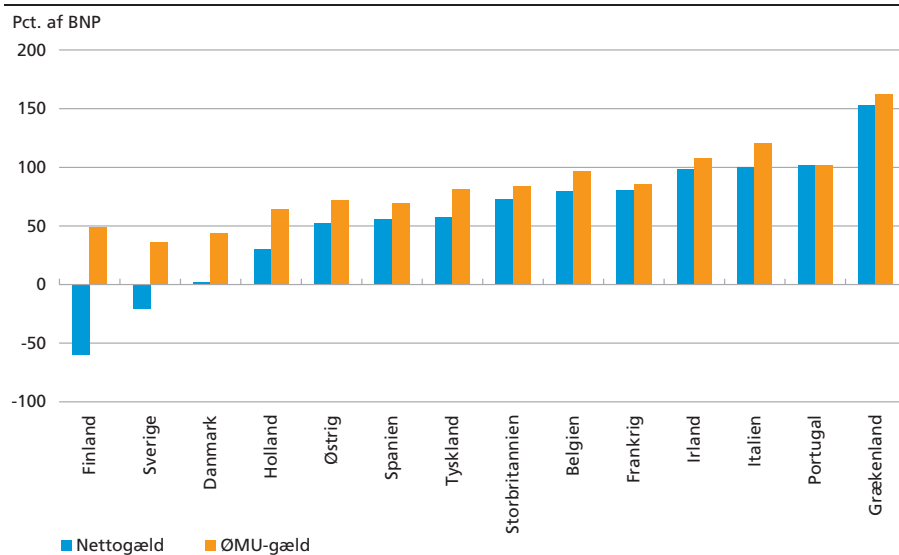
Figur 4



Anm.: Renteomkostninger på statsgælden korrigeret for renteindtægter på genudlån. Fremskrivningen af renteomkostningerne i basisscenariet er baseret på den offentlige saldo i *Budgetoversigt 3*, december 2011 og *Reformpakken 2020 – Kontant sikring af Danmarks velfærd*, april 2011, Finansministeriet. Stressscenario 1 er baseret på den offentlige saldo i stressscenariet fra *Dansk økonomi*, efterår 2011, Det økonomiske Råd. Den offentlige saldo er i stressscenariet årligt 1,5 pct. af BNP lavere end i basisscenariet. Stressscenario 2 er som scenario 1, men viser 95 pct.-percentilen for renteomkostningerne i Statsgældsforvaltningens Cost-at-Risk model.

ØMU-GÆLD OG NETTOGÆLD I UDVALGTE EU-LANDE ULTIMO 2011

Figur 5



Kilde: IMF World Economic Outlook, september 2011 og Europa-Kommissionens efterårsprognose, november 2011.

sede følsomhed afspejler Danmarks lave gældskvote og den høje rentebindingsperiode på statens gæld.

Lav gæld sammenlignet med andre lande

I de seneste år er indeståendet på statens konto steget betydeligt. Stigningen er finansieret ved udstedelse af statsobligationer som led i strategien om at sikre staten et højt likviditetsberedskab. Det har øget den offentlige sektors bruttogæld, ØMU-gælden, da statens konto ikke modregnes i opgørelsen heraf. Trods stigningen er den danske gæld fortsat lav sammenlignet med andre EU-lande, jf. figur 5.

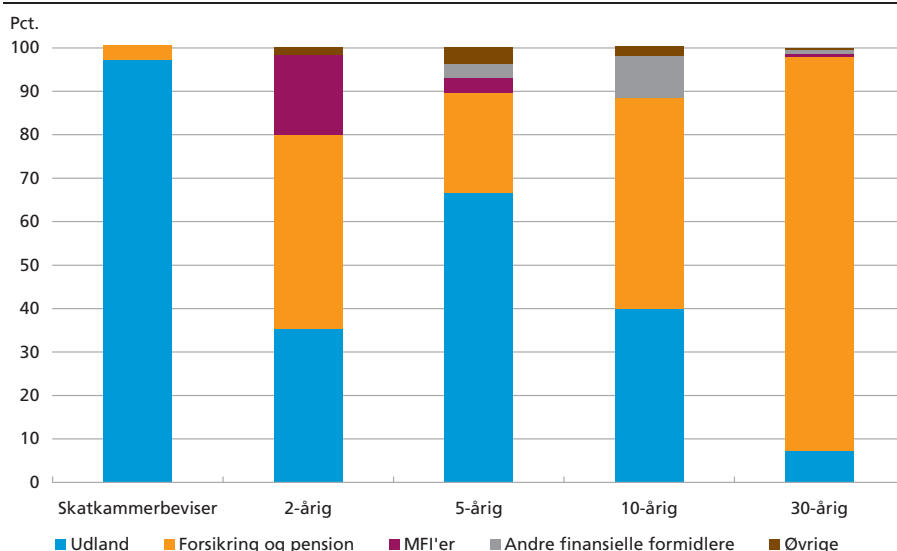
De offentlige financers langsigtede holdbarhed vurderes med udgangspunkt i den offentlige nettogæld, der omfatter alle finansielle aktiver og passiver i det offentlige, herunder indeståendet på statens konto og aktieposter i statslige selskaber. Den offentlige nettogæld i Danmark var ved udgangen af 2011 omkring nul.

Den danske statsgæld har den højeste rating

Statens indenlandske og udenlandske gæld har den højeste rating hos Fitch Ratings (AAA), Moody's (Aaa) og Standard & Poor's (AAA) med stabile udsigter. Moody's bekræftede deres rating i februar 2012, Standard & Poor's bekræftede deres rating i december 2011, mens ratingen blev bekræftet af Fitch Ratings i juli 2011.

EJERANDELE I INDENLANDSKE STATSPAPIRER ULTIMO 2011

Figur 6



Anm.: Ejerandelene er beregnet ud fra nominelle beholdninger ekskl. de statslige fondes beholdninger. MFI'er omfatter primært banker og realkreditinstitutter. Forsikring og pension inkluderer fåmandsforeninger.

Kilde: Danmarks Nationalbank, *Værdipapirstatistik*.

STATENS LÅNTAGNING I 2011

Staten udstedte obligationer for i alt 124 mia. kr. i 2011 og finansierede dermed en stor del af udstedelsesbehovet i 2012. Det afspejler stor efterspørgsel efter danske statsobligationer, lave renter og ønsket om et højt likviditetsberedskab for at reducere statens refinansieringsrisiko. Indeståendet på statens konto kan fuldt ud dække statens afdrag og det forventede budgetunderskud i 2012. Den gennemsnitlige rente på statens obligationsudstedelser var 2,2 pct. og under 1 pct. på skatkammerbeviserne.

Skatkammerbevisprogrammet blev opbygget med 19 mia. kr. til et udestående på 44 mia. kr. ved udgangen af året. Ved auktionen ultimo december blev der udstedt skatkammerbeviser til negative renter.

Udlændinge øgede deres beholdning af danske statspapirer

Udenlandske investorer havde ved udgangen af 2011 øget deres ejerandel af indenlandske statspapirer til 40 pct. Ejerandelen var størst i skatkammerbeviser og statsobligationer med en løbetid op til fem år, jf. figur 6. Det skyldes især, at udenlandske centralbanker ofte har mandat til at investere i løbetider op til fem år.

Forsikrings- og pensionssektorens, F&P, ejerandel udgjorde 50 pct. F&P-sektoren ejer primært obligationer i de længere løbetidssegmenter.

Det afspejler, at danske pensionsselskaber har en naturlig interesse i lange kronedenominerede obligationer som følge af deres lange forpligtelser i danske kroner.

STATENS UDSTEDELSESTRATEGI FOR 2012

Oversalget i 2011 betyder, at staten har et lånebehov i statsobligationer på 28 mia. kr. i år. For at mindske refinansieringsrisikoen er det strategien at opretholde et højt indestående på statens konto og påbegynde finansieringen af lånebehovet i 2013. Det øger sigtepunktet for udstedelserne af statsobligationer i 2012 til omkring 75 mia. kr. Staten havde udstedt for knap 20 mia. kr. primært i det 10- og 30-årige løbetidssegment frem til begyndelsen af februar.¹

Større andel af udstedelserne i de længere løbetidssegmenter

Strategien for udstedelsen af statsobligationer har i de seneste år været at opbygge likvide serier med udgangspunkt i en 40-20-40 procentuel fordeling på de 2-, 5- og 10-årige løbetidssegmenter. I lyset af de lave lange renter og for at fastholde en lav rente- og refinansieringsrisiko er det strategien at udstede en større andel i de længere løbetidssegmenter i 2012. Strategien for skatkammerbeviser er at fastholde udeståendet i programmet omkring 44 mia. kr.

Åbning af inflationsindekseret obligation

Staten åbner i 1. halvår 2012 en inflationsindekseret obligation med udløb i 2023. Ved at supplere låneviften med en inflationsindekseret obligation kan staten udvide sin investorbasis. Den danske pensionssektor efterspørger i stigende grad inflationssikrede aktiver, og Statsgældsforvaltningen har modtaget en række tilkendegivelser om investorinteresse.

Obligationen indekseres til udviklingen i det danske forbrugerprisindeks og får karakteristika svarende til den internationale markedstandard. Udstedelsen vil foregå via auktioner suppleret med tapsalg, og der laves en ordning for løbende prisstillelse. Det er strategien at opbygge den inflationsindekserede statsobligation til mindst 20 mia. kr. over de kommende år.

Statens udenlandske låntagning

Staten optager udenlandske lån af hensyn til valutareserven. Staten har i 2012 udenlandske afdrag for 4,2 mia. euro (31 mia. kr.). Strategien for

¹ Salg til og med 7. februar 2012.

UDSTEDELSESSTRATEGI OG MARKEDSRISIKOSTYRING I 2012	Boks 1
Indenlandsk strategi - I de senere år har strategien for udstedelse af statsobligationer taget udgangspunkt i en 40-20-40 procentuel fordeling på de 2-, 5- og 10-årige løbetidssegmenter. I 2012 er det hensigten at udstede en større andel i de længere løbetidssegmenter. - Opbygningen af de eksisterende papirer i den primære lånevifte fortsætter i 2012. Der forventes ikke at blive åbnet nye nominelle statsobligationer i 1. halvår 2012. - En inflationsindekseret statsobligation med udløb i 2023 åbnes i 1. halvår 2012. - Udestående i skatkammerbevisprogrammet fastholdes omkring 44 mia. kr.	
Udenlandsk strategi - Der optages udenlandske lån for 1-1,5 mia. euro. - Der udstedes som udgangspunkt et 5-årigt eurolån. - Der udstedes løbende i Commercial Paper i begrænset omfang for at fastholde investorinteressen og sikre adgangen til markederne.	
Markedsrisiko Sigtepunktet for statsgældens gennemsnitlige varighed er fastholdt på 9 år +/- 1 år for 2012.	

den udenlandske låntagning i 2012 er at optage lån for 1-1,5 mia. euro. Udgangspunktet er at udstede et 5-årigt eurolån.

Statsgældsforvaltningens strategi for 2012 er opsummeret i boks 1.

HANDEL OG UDSTDELSE AF INDENLANDSKE STATSPAPIRER

Efterspørgslen på auktioner over indenlandske statsobligationer var høj i 2011 med samlede bud på det dobbelte af den solgte mængde, jf. figur 7. Forværringen af den europæiske statsgældskrise i 2. halvår 2011 medførte større udsving i efterspørgslen efter statspapirer også på tværs af løbetidssegmenter.

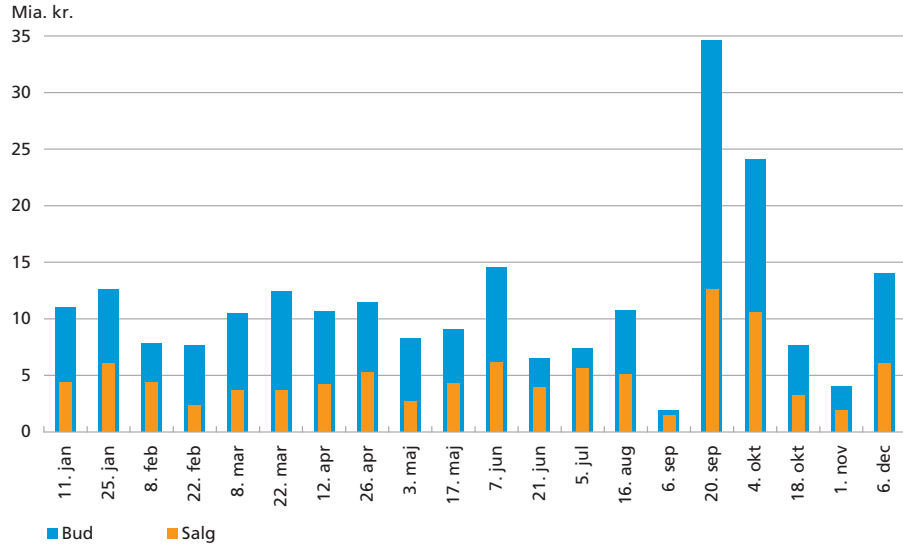
Efter den finansielle krise er der både i og uden for Den Europæiske Union, EU, fremsat forslag til ny regulering, som kan påvirke statspapir-markederne. Det er vigtigt, at den nye regulering ikke hæmmer likviditeten på kapitalmarkederne og øger finansieringsomkostningerne.

STYRING AF KREDITRISIKO

Statens swapmodparter har indgået en aftale om ensidig sikkerhedsstillelse med staten. Det indebærer, at statens swapmodparter stiller sikkerhed til staten, når markedsværdien af swapporteføljen er positiv for staten, men at staten ikke stiller sikkerhed, når markedsværdien er i

BUD OG SALG AF STATSOBLIGATIONER VED AKTIONERNE I 2011

Figur 7



modpartens favør. Det er blevet dyrere for staten at indgå swaps med ensidig sikkerhedsstillelse, da bankernes finansieringsomkostninger er steget som følge af den finansielle krise. Dertil kommer regulermæssige tiltag, der øger kravene til bankernes likviditet og kapital. Statsgældsforvaltningen er ved at undersøge de operationelle, likviditets- og risikomæssige konsekvenser ved at overgå til gensidig sikkerhedsstillelse. Analysen ventes afsluttet i 2012.

Beretningskapitler

KAPITEL 1

Europæiske statsgældsmarkeder i 2011

Den europæiske statsgældskrise blev intensiveret i 2011. Investorerne havde øget fokus på landenes kreditværdighed, og statspapirer blev ikke længere betragtet som risikofrie. Lavere likviditet på statsgældsmarkederne og store udsving i efterspørgslen fra investorerne bidrog til højere rentevolatilitet. Mange statsgældsforvaltninger førte som følge heraf en fleksibel udstedelsespolitik.

I 2. halvår steg investorerne bekymring om holdbarheden af de offentlige finanser i bl.a. Italien og Spanien. Landenes rentespænd til Tyskland steg betydeligt på trods af udvidede krisetiltag fra eurolandene og ECB. Den store usikkerhed og øget risikoaversion medførte høj efterspørgsel efter statspapirer fra de mest kreditværdige lande. Det fik renterne til at falde til et historisk lavt niveau.

Usikkerheden om gældskrisens konsekvenser medførte i slutningen af året øget efterspørgsel efter statspapirer fra højtratede lande uden for euroområdet, herunder Danmark.

STATSGÆLDKRISEN I EUROPA BLEV FORVÆRRET

1.1

Tegn på økonomisk vækst i begyndelsen af 2011 gav anledning til en vis optimisme på det europæiske statspapirmarked. Der bredte sig en opfattelse i markedet af, at statsgældskrisen kunne isoleres til Grækenland, Irland og Portugal, og rentespændene til Tyskland blev indsnævret for de øvrige eurolande.

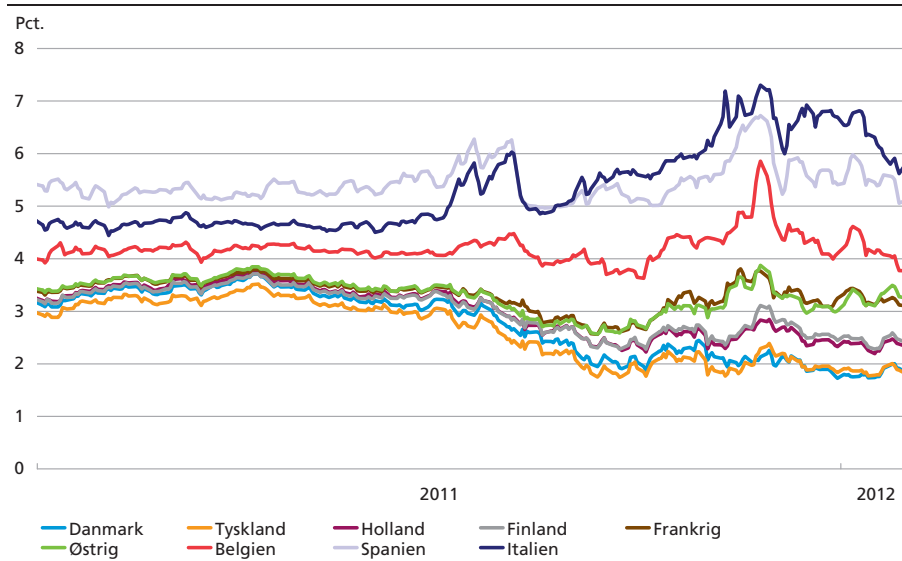
Stigende risikoaversion blandt investorer, usikkerhed om den politiske reformvillighed samt forværrede vækstudsigter medvirkede til, at finansieringsomkostningerne steg markant for nogle eurolande i 2. halvår 2011, jf. figur 1.1.1. Statspapirer blev ikke længere betragtet som risikofrie, og der var særlig fokus på lande med høj offentlig gæld, store budget- og betalingsbalanceunderskud og en udsat banksektor.

Hjælpepakker til Portugal og Grækenland

Portugal blev i foråret 2011 det tredje euroland, der blev afskåret fra adgang til kapitalmarkederne. Eurolandene og IMF blev enige om en hjælpepakke på 78 mia. euro betinget af gennemførelsen af finanspolitisk konsolidering og et privatiseringsprogram. En ny hjælpepakke til

10-ÅRIGE STATSRENTER I EUROPA

Figur 1.1.1



Kilde: Bloomberg.

Grækenland, som blev betinget af, at private investorer skulle bidrage gennem en frivillig gældsnedskrivning, forstærkede investorernes fokus på staters kreditværdighed. Det blev understreget, at den forventede gældsnedskrivning i Grækenland er enkeltstående.

Spredning af statsgældskrisen i 2. halvår

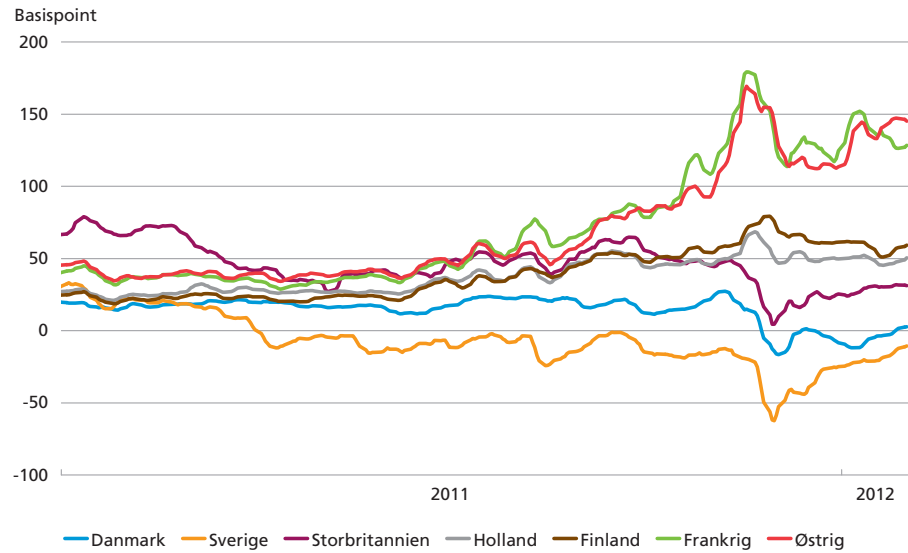
Henover sommeren spredte gældskrisen sig til bl.a. Spanien og Italien. Investorerne ændrede opfattelse af landenes kreditværdighed, efterspørgslen efter statspapirerne faldt, og renterne steg, jf. figur 1.1.1. Det skete trods gentagne politiske tiltag for at inddæmme krisen. Stigningen i finansieringsomkostningerne havde en selvforstærkende effekt. Frygten for, at større eurolande kunne miste adgangen til lånemarkederne, skabte stor uro på kapitalmarkederne, også uden for Europa.

Høj efterspørgsel efter statspapirer fra de mest kreditværdige lande

Den høje usikkerhed og øget risikoaversion medførte høj efterspørgsel efter statspapirer fra de mest kreditværdige lande. Det fik renterne til at falde til historisk lave niveauer i bl.a. Tyskland, Finland og Holland. Renterne i Frankrig og Østrig lå også på et lavt niveau i 2011, men landenes rentespænd til Tyskland udvidedes i slutningen af året, jf. figur 1.1.2. Samtidig var der ekstraordinær høj efterspørgsel efter statspapirer fra højtratede lande uden for euroområdet, og det danske, svenske og britiske rentespænd til Tyskland faldt.

HØJTRATEDE LANDES 10-ÅRIGE RENTESPÆND TIL TYSKLAND

Figur 1.1.2



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

SEGMENTERING AF DET EUROPÆISKE STATSGÆLDSMARKED

1.2

Introduktionen af euroen i 1999 eliminerede stort set rentespændene i euroområdet på trods af betydelige forskelle i landenes gælds niveauer. Bortfaldet af valutakursusikkerhed medførte en tæt integration af de europæiske statsgældsmarkeder. Denne kan fx måles ved korrelationen mellem renteændringer i Tyskland og i øvrige europæiske lande, jf. boks 1.1.

Statsgældskrisen betød, at det europæiske statspapirmarked igen blev mere opdelt. I 2. halvår 2011 var det tydeligt, at segmenteringen tiltog, jf. figur 1.2.1.

KVANTIFICERING AF GRADEN AF FINANSIEL INTEGRATION

Boks 1.1

Graden af finansiell integration kan kvantificeres ved at estimere, i hvor høj grad ændringen i den 10-årige tyske rente kan forklare ændringer i de enkelte landes 10-årige renter. Relationen estimeres ved hjælp af følgende regression:

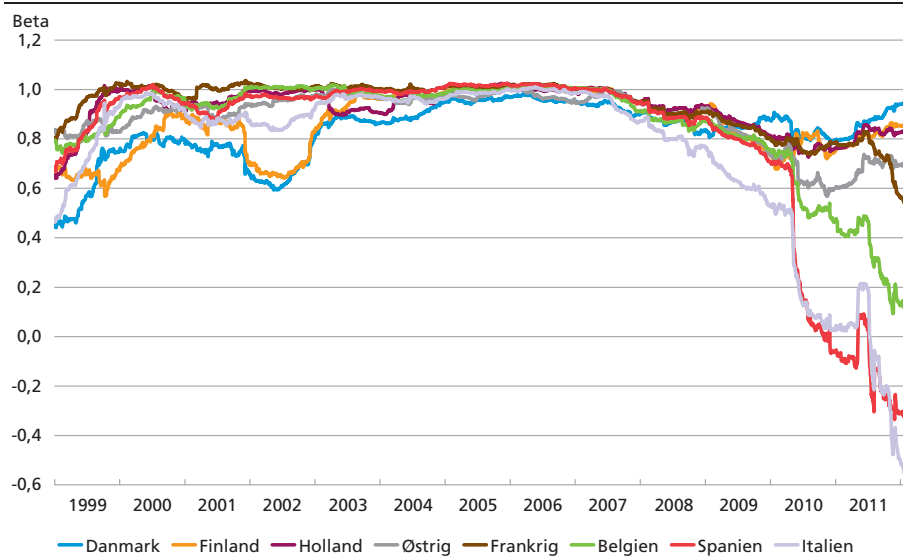
$$\Delta R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i \Delta R_{\text{Tyskland},t} + \varepsilon_{i,t}$$

hvor $\Delta R_{i,t}$ er ændringen i den 10-årige rente i land i på tidspunkt t , og $\Delta R_{\text{Tyskland},t}$ er ændringen i den 10-årige rente i Tyskland på tidspunkt t . Regressionen er baseret på daglige observationer over et år (250-dages glidende estimationsvindue).

Øget finansiell integration medfører, at den estimerede hældningskoefficient (β) går mod én, svarende til at renteændringer i de to lande er højt korreleret.

GRADEN AF INTEGRATION AF STATSPAPIRMARKEDERNE

Figur 1.2.1



Anm.: Estimerede β -værdier, jf. relationen i boks 1.1.

Kilde: Bloomberg og egne beregninger.

HØJ VOLATILITET OG FLEKSIBEL UDSTEDELSESPOLITIK

1.3

I de fleste eurolande var underskuddet på statsfinanserne lavere i 2011 end året før, men finansieringsbehovene var fortsat høje. Samtidig var der høj volatilitet på statspapirmarkederne, perioder med lav efterspørgsel og store udsving i efterspørgslen på tværs af løbetidssegmenter. Mange statsgældsforvaltninger førte som følge heraf en fleksibel udstedelsespolitik. Det indebar afholdelse af flere auktioner for at undgå at udstede store mængder på dage med svært tilgængelige markeder. Der blev desuden udbudt flere statspapirer på hver auktion, og statspapirerne blev i højere grad end tidligere udvalgt efter den aktuelle investorefterspørgsel. Nogle lande valgte at øge udstedelserne i papirer uden for den primære lånevifte.

Volatilitet forstærket af bankernes behov for at reducere risici

Den øgede volatilitet på de finansielle markeder og bankernes behov for at nedbringe egne risici medførte, at deres kapacitet til at aftage og handle statsobligationer blev mindre. Det reducerede likviditeten i de sekundære markeder og forstærkede volatiliteten på statspapirmarkederne.

FINANSIELLE OG STRUKTURELLE STABILISERINGSTILTAG

1.4

Forværringen af statsgældskrisen i 2. halvår 2011 førte til nye tiltag rettet mod at stabilisere statspapirmarkederne og styrke tilliden til euroom-

rådet. De finansielle støtteprogrammer blev øget for at stabilisere markederne på kortere sigt. Samtidig blev der indgået aftaler om at styrke det økonomiske og finanspolitiske samarbejde, herunder regler for at sikre øget budgetdisciplin.

Eurolandene forhøjede den midlertidige hjælpefonds, EFSF's, effektive lånekapacitet fra 250 mia. euro til 440 mia. euro. Herudover blev fleksibiliteten i EFSF's långivning øget, jf. boks 1.2. Samtidig blev datoen for, hvornår EU's permanente stabiliseringsmekanisme, ESM, ventes at træde i kraft, fremrykket et år til 1. juli 2012. I 2012 arbejder IMF på at udvide sin lånekapacitet med 500 mia. dollar. De europæiske lande har meddelt, at de bidrager med omkring 200 mia. dollar.

Den Europæiske Centralbank, ECB, genoptog i august 2011 opkøb af statsobligationer i det sekundære marked under det såkaldte Securities Markets Programme, SMP, som blev indført i maj 2010. ECB's beholdning af statsobligationer opkøbt under SMP blev udvidet med 137 mia. euro, så beholdningen ved udgangen af 2011 var 212 mia. euro.

I slutningen af året indførte ECB en ny 3-årig lånefacilitet. Bankernes udnyttelse af faciliteten bidrog til at forbedre finansieringssituationen, hvilket havde en positiv afsmittende effekt på statspapirmarkederne. De italienske og spanske statsrenter faldt betydeligt omkring årsskiftet, særligt for obligationer med kortere løbetid.

I januar 2012 tilkendegav 25 EU-landes regeringer, herunder den danske, at de ville tilslutte sig en ny finanspagt. Pagten indebærer skærpede krav til det strukturelle underskud, der som hovedregel skal være lavere end 0,5 pct. af BNP.

EFSF OG ESM	Boks 1.2
EFSF European Financial Stability Facility, EFSF, blev etableret i juni 2010. EFSF's effektive lånekapacitet var 440 mia. euro ved udgangen af 2011. Hjælpefonden, som er midlertidig, kan yde lån til eurolande finansieret ved at udstede obligationer garanteret af eurolandene. Eurolandene vedtog i slutningen af 2011 at give EFSF mulighed for at stille begrænsede garantier til investorer i de primære statspapirmarkeder svarende til 20-30 pct. af obligationernes nominelle værdi. Desuden blev det vedtaget, at der kan oprettes særlige fonde under EFSF, der på baggrund af indskud fra private og offentlige indskydere kan opkøbe eurolandes statspapirer. Det blev også besluttet, at EFSF skal have mulighed for at bidrage til rekapitalisering af finansielle institutioner i eurolandene. ESM European Stability Mechanism, ESM, er eurolandenes permanente stabiliseringsmekanisme som forventes at træde i kraft pr. 1. juli 2012. Lån ydet af EFSF modregnes i ESM's effektive lånekapacitet, som er 500 mia. euro. EFSF og ESM's samlede lånekapacitet skal evalueres i foråret 2012. Eurolandene skal i alt indskyde 80 mia. euro i ESM.	

KAPITEL 2

Gæld og renteudgifter

Ved udgangen af 2011 udgjorde statsgælden 413 mia. kr., svarende til 23 pct. af BNP. Renteudgifterne på statsgælden var 17 mia. kr., svarende til 1 pct. af BNP. Den danske gæld og renteudgifterne er lave sammenlignet med andre EU-lande.

I de seneste år har der været en markant stigning i indeståendet på statens konto finansieret ved udstedelse af statspapirer, hvilket afspejler strategien om at sikre et højt likviditetsberedskab. Det har bidraget til stigningen i den offentlige sektors bruttogæld (ØMU-gælden), da statens konto ikke modregnes i ØMU-gælden.

STATENS GÆLD OG RENTEUDGIFTER

2.1

Statsgælden opgøres som den nominelle værdi af statens indenlandske og udenlandske gæld fratrullet indeståendet på statens konto i Nationalbanken og aktiverne i de tre statslige fonde.

I 2011 var underskuddet på statens finanser 28 mia. kr.¹ Statsgælden udgjorde 413 mia. kr. ved udgangen af 2011, jf. tabel 2.1.1.² Det svarer til 23 pct. af BNP eller 74.000 kr. pr. indbygger.

Overskud på statsfinanserne medførte et fald i statens gæld fra midten af 1990'erne og frem til 2008, hvor statsgælden udgjorde 11 pct. af BNP, jf. figur 2.1.1. Siden 2008 er statsgælden steget som følge af statslige underskud, genudlån til statslige selskaber og finansielle hjælpepakker³.

I Danmark finansieres lån til statslige selskaber og finansielle hjælpepakker primært via udstedelser af statspapirer. Herved sikres billigere låntagning end statsgaranterede udstedelser, da investorerne er villige til at betale en præmie for likvide statsobligationer. For en lille låntager som Danmark er det derfor hensigtsmæssigt at samle låntagningen ét sted. I opgørelsen af statsgælden indgår kun de statslige udstedelser til finansiering af udlånene, hvorimod aktiverne ikke fratrækkes i statsgælden. Statsgælden korrigeret for udlånene var 16 pct. af BNP ved udgangen af 2011.

¹ Underskuddet er opgjort som statens nettofinansieringsbehov, jf. *Valuta og likviditet samt månedsbalance*, december 2011.

² Markedsværdien af statsgælden var 519 mia. kr. ultimo 2011.

³ Kapitalindskud i kreditinstitutter i forbindelse med Bankpakke 2 og genudlån til Finansiell Stabilitet A/S.

STATSGÆLDEN		Tabel 2.1.1	
Mia. kr., ultimo, nominel værdi	2009	2010	2011
Indenlandsk gæld	487,9	576,4	645,9
Udenlandsk gæld	139,6	114,7	111,8
Statens konto i Danmarks Nationalbank	-210,9	-177,3	-223,5
Den Sociale Pensionsfond ¹	-102,6	-113,5	-105,6
Højteknologifonden	-10,4	-12,1	-13,4
Forebyggelsesfonden	-2,2	-2,0	-1,7
Statsgæld	301,5	386,3	413,5
Kapitalindskud i kreditinstitutter	-46,0	-45,9	-43,3
Genudlån til Finansiell Stabilitet A/S	-29,0	-24,5	-13,9
Øvrige genudlån	-53,3	-55,4	-62,5
Statsgæld korregeret for udlån	173,2	260,5	293,8

Anm.: Et positivt fortegn angiver et passiv og et negativt fortegn et aktiv.

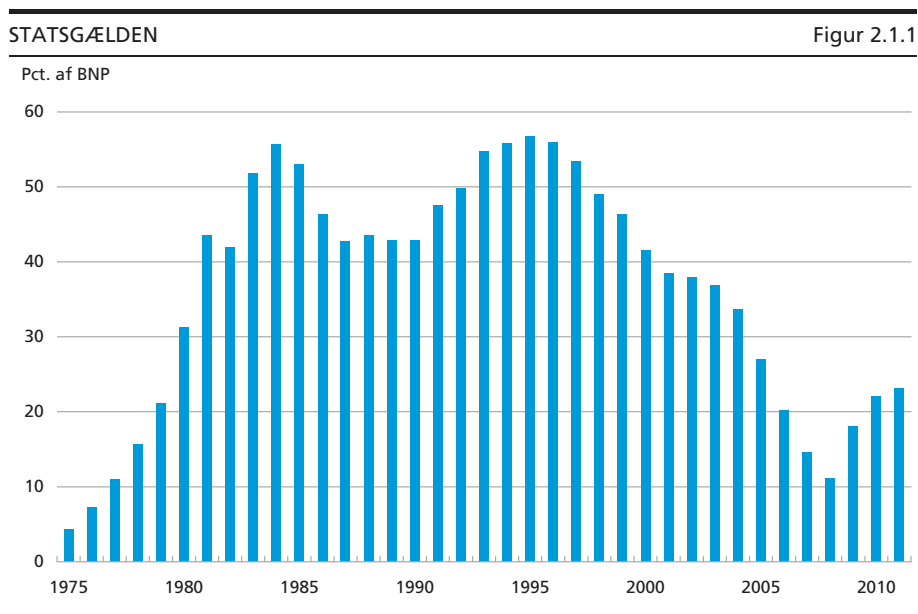
Kilde: *Statsregnskab* 2009 og 2010. 2011 er foreløbige tal fra statens bogføring.

¹ Værdien af Den Sociale Pensionsfonds obligationsbeholdning ultimo 2009 inklusive beholdningen af realkreditobligationer med valør primo januar 2010 var 118 mia. kr.

Renteudgifter på statsgælden

I 2011 var renteudgifterne på statsgælden 17,2 mia. kr., jf. tabel 2.1.2. Renteudgifterne på statsgælden korregeret for de statslige udlån udgjorde 10,2 mia. kr.

Renteudgifternes andel af BNP er faldet betydeligt gennem en årrække og udgjorde 1 pct. af BNP i 2011, jf. figur 2.1.2. Korrigeres der for renteindtægterne på statslige udlån, har renteudgifterne været nogen-



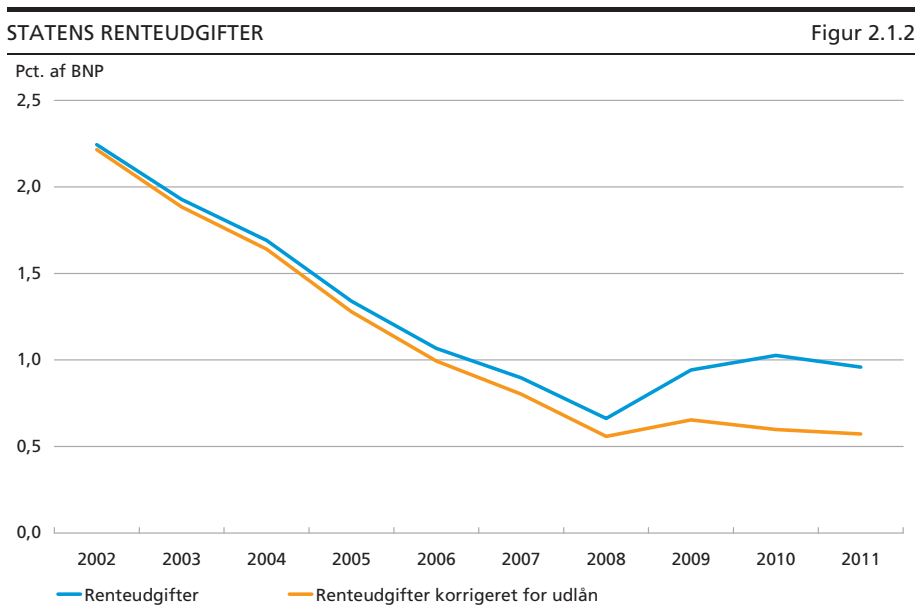
RENTEBETALINGER PÅ STATSGÆLDEN		Tabel 2.1.2		
Mia. kr.	2009	2010	2011	
Indenlandsk gæld	22,5	23,0	23,7	
Udenlandsk gæld	3,9	3,2	2,9	
Renteswaps, netto	-1,9	-3,5	-2,6	
Statens konto i Nationalbanken ¹	-1,9	0,0	-1,8	
Den Sociale Pensionsfond	-6,4	-4,4	-4,5	
Højteknologifonden	-0,4	-0,4	-0,5	
Forebyggelsesfonden	-0,1	-0,1	-0,1	
Statsgældens renteudgifter	15,7	18,0	17,2	
Renteindtægter på genudlån	-2,4	-2,9	-2,6	
Renteindtægter på kapitalindskud	-2,4	-4,4	-4,3	
Statsgældens renteudgifter korregeret for udlån	10,9	10,6	10,2	

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

Kilde: *Statsregnskab* 2009 og 2010. 2011 er foreløbige tal fra statens bogføring.

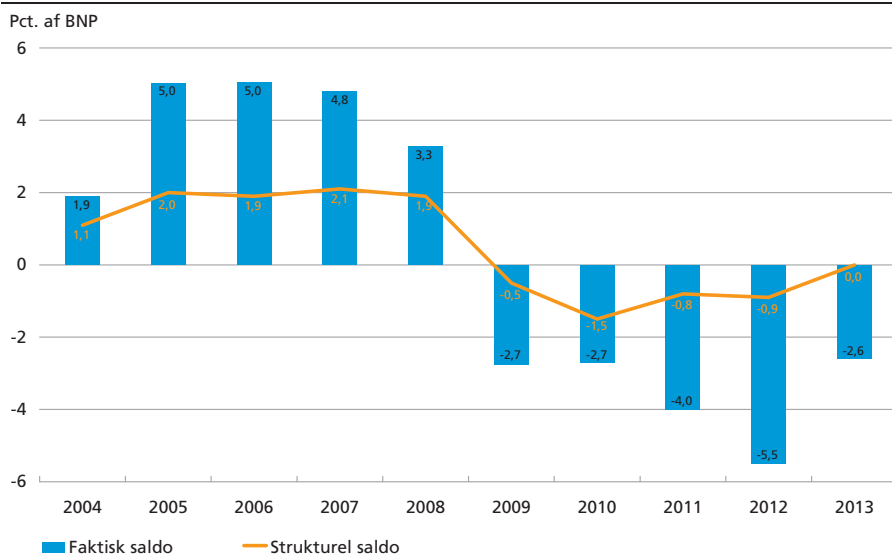
¹ Med virkning fra 11. maj 2009 blev det besluttet at nedsætte rentesatsen for forrentningen af statens indestående i Nationalbanken fra diskontoen til diskontoen minus 1 procentpoint, dog ikke til under 0 pct. Med virkning fra 1. januar 2011 forrentes kontoen med foliorenten.

lunde stabile omkring 0,6 pct. af BNP de senere år. Renteudgifterne har været stabile trods stigningen i gælden. Det afspejler lave renter på statens nyudstedelser samt lave rentebetalinger på statens renteswaps.



OFFENTLIG SALDO OG STRUKTUREL OFFENTLIG SALDO

Figur 2.2.1



Anm.: For 2011-13 er anvendt tal fra Økonomisk Redegørelse, december 2011.

Kilde: Danmarks Statistik og Økonomisk Redegørelse, december 2011.

DEN OFFENTLIGE SEKTORS SALDO OG GÆLD

2.2

Efter en årrække med overskud på de offentlige finanser har der siden 2009 været underskud. På trods af den markante nedgang i den økonomiske aktivitet og midlertidige finanspolitiske lempelser var det offentlige underskud under 3 pct. af BNP i 2009 og 2010.¹ Økonomi- og Indenrigsministeriet skønnede i december 2011, at underskuddet i 2011 ville blive på 4 pct. af BNP, jf. figur 2.2.1. Underskuddet forventes dog at blive lavere end 3 pct. af BNP, primært som følge af højere end ventede indtægter fra pensionsafkastskatten.

I 2012 ventes en forværring af den offentlige saldo, som skal ses i lyset af fremrykningen af offentlige investeringer, et lavt provenu fra pensionsafkastskatten samt engangsudbetaling af efterlønsbidrag i forbindelse med efterlønsreformen. I 2013 skønnes underskuddet på den offentlige saldo reduceret til 2,6 pct. af BNP.

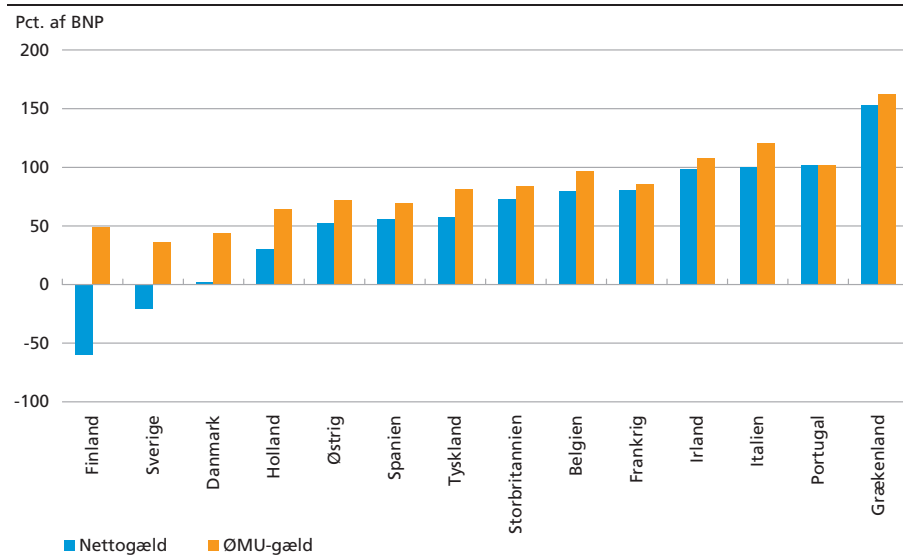
Den strukturelle saldo² ventes at blive styrket fra et underskud på 1,5 pct. af BNP i 2010 til strukturel balance i 2013. Det afspejler bl.a. en midlertidig suspendering af reguleringen af indkomstskattegrænserne og

¹ Ifølge EU-traktaten må medlemslandenes offentlige underskud som hovedregel ikke overstige 3 pct. af BNP, og ØMU-gælden må som hovedregel ikke overstige 60 pct. af BNP. Med den nye finanspagt stilles der skærpede krav til den strukturelle saldo, hvor der som hovedregel ikke må være et underskud, som overstiger 0,5 pct. af BNP.

² Den strukturelle saldo er den offentlige saldo renset for konjunkturudsving og andre midlertidige faktorer og er derfor et udtryk for den underliggende udvikling i de offentlige finanser.

ØMU-GÆLD OG NETTOGÆLD I UDVALGTE EU-LANDE, ULTIMO 2011

Figur 2.2.2



Kilde: IMF World Economic Outlook, september 2011 og Europa-Kommissionens efterårsprognose, november 2011.

højere afgifter på energi, tobak og usunde fødevarer. Dermed forbedres den strukturelle saldo med 1,5 pct. af BNP fra 2010 til 2013 på linje med henstillingen fra EU.¹

ØMU-gælden er betydeligt under 60 pct. af BNP

ØMU-gælden opgøres til nominal værdi og omfatter gæld hos stat, regioner, kommuner samt sociale kasser og fonde. Den danske ØMU-gæld udgjorde 46,5 pct. af BNP ultimo 2011.² ØMU-gælden er dermed under grænsen på 60 pct. af BNP i stabilitets- og vækstpagten. Sammenlignet med andre EU-lande er gælden lav, jf. figur 2.2.2.

ØMU-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 ØMU-gældsopgørelsen, hvorimod fx Den Sociale Pensionsfonds, DSP, beholdning af andre børsnoterede obligationer samt indestående på statens konto i Nationalbanken ikke fratrækkes.

I de seneste år har der været en markant stigning i indestændet på statens konto finansieret ved udstedelse af statsobligationer, jf. boks 2.1. Det afspejler strategien om at sikre et højt likviditetsberedskab. Derudover har DSP placeret en større del af sin portefølje i realkreditob-

¹ Danmark fik i juli 2010 en henstilling fra Europa-Kommissionen om at bringe det offentlige underskud ned under 3 pct. af BNP senest i 2013 samt gennemføre en gennemsnitlig årlig reduktion af det strukturelle budgetunderskud på mindst 0,5 pct. af BNP i perioden 2011-13.

² *Budgetoversigt 3*, december 2011.

STATENS KONTO

Boks 2.1

Indeståendet på statens konto i Nationalbanken er siden udgangen af 2007 steget fra 86 mia. kr. til 224 mia. kr. ultimo 2011. Stigningen kan primært tilskrives tre forhold:

- I slutningen af 2008 blev der på baggrund af stor investorinteresse åbnet en 30-årig statsobligation. Der blev udstedt for 90 mia. kr., som blev indsat på statens konto.
- I 2008 og 2009 optog staten udenlandske lån, der oversteg årets forfald. Det bidrog til at øge valutareserven og statens indestående i Nationalbanken. Statens lån til valutareserven er siden begyndelsen af 2008 steget med 43 mia. kr.
- Staten har både i 2010 og 2011 valgt at fortsætte udstedelsen af statspapirer, selv om årets udstedelsesbehov var dækket.

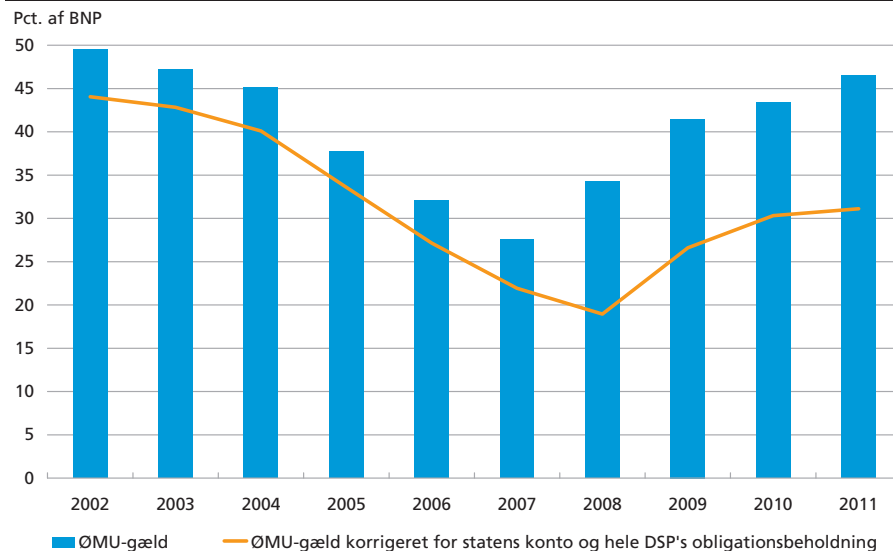
ligationer. Hvis ØMU-gælden korrigeres for indeståendet på statens konto i Nationalbanken samt hele DSP's obligationsbeholdning, reduceres ØMU-gælden fra 46 til 31 pct. af BNP, jf. figur 2.2.3.

Den offentlige nettogæld

Vurderinger af de offentlige financers holdbarhed tager ofte udgangspunkt i den offentlige nettogæld, der omfatter alle finansielle aktiver og passiver i stat, regioner, kommuner samt sociale kasser og fonde. Den offentlige nettogæld opgøres til markedsværdi og påvirkes således af værdireguleringer på de offentlige aktiver og passiver. På statens aktivside indgår bl.a. statens indestående i Nationalbanken, alle aktiverne i statens fonde, genudlån til statsejede selskaber og statens beholdning af

ØMU-GÆLD KORRIGERET FOR STATENS KONTO OG HELE DSP'S OBLIGATIONSBEHOLDNING

Figur 2.2.3



aktier, eksempelvis aktieposter i DONG Energy, Københavns Lufthavne, Post Danmark og SAS. Den offentlige nettogæld var ved udgangen af 2011 omkring nul, jf. figur 2.2.2.

STATENS RATING

2.3

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

Fitch Ratings bekræftede i sin rapport i juli 2011 statens AAA-rating på den langsigtede gæld og ratingen F1+ på den kortsigtede. Standard & Poor's bekræftede i december 2011 statens AAA-rating med stabile udsigter på både den indenlandske og udenlandske langsigtede gæld, ligesom ratingen A-1+ for den korte gæld blev fastholdt. Moody's fastholdt ligeledes Aaa-ratingen på den langsigtede gæld og P-1 på den korte gæld i februar 2012.

KAPITEL 3

Låntagning i 2011

Den store usikkerhed på kapitalmarkederne og øget risikoaversion bidrog til stor efterspørgsel efter danske statsobligationer i 2011. Renterne faldt i 2. halvår til et historisk lavt niveau, og i slutningen af året blev rentespændet til Tyskland negativt. I 2011 var der stor efterspørgsel fra udenlandske investorer, hvilket førte til en stigning i deres ejerandel.

Der blev udstedt indenlandske obligationer for 124 mia. kr., hvilket var betydeligt mere end udstedelsesbehovet i 2011. Det afspejler høj efterspørgsel, lave renter og strategien om at påbegynde finansieringen af det efterfølgende års lånebehov i god tid. Skatkammerbevisprogrammet blev i løbet af året opbygget med 19 mia. kr. til et udestående på 44 mia. kr.

Staten optog udenlandske lån for 4,4 mia. euro (32 mia. kr.), hvilket svarede til de udenlandske afdrag.

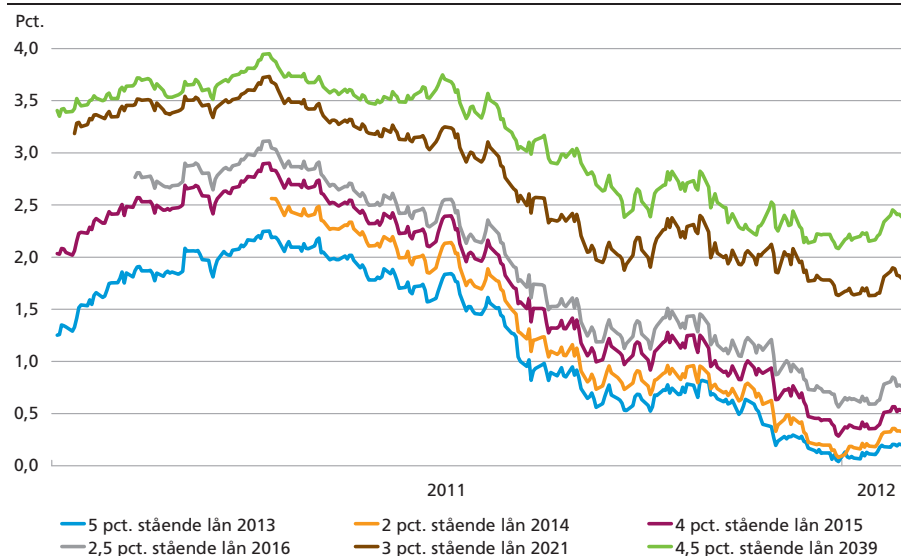
MARKEDSUDVIKLINGEN I DANMARK

3.1

I de første måneder af 2011 steg de danske statsrenter, men efter intensiveringen af statsgældskrisen i euroområdet faldt renterne kraftigt i 2.

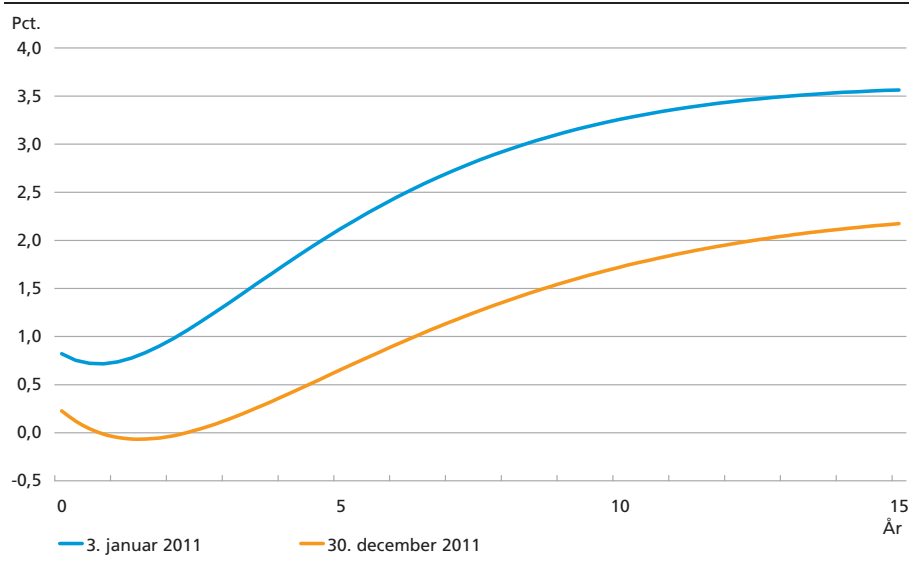
EFFEKTIVE RENTER PÅ LÅNEVIFTEPAPIRER

Figur 3.1.1



STATSLIGE NULKUPONRENTESTRUKTURER

Figur 3.1.2



halvår, jf. figur 3.1.1. Rentefaldet fulgte udviklingen i Tyskland og afspejlede et forværret globalt konjunkturbillede og højere risikoaversion, hvilket øgede efterspørgslen efter obligationer med høj kreditværdighed. Renterne i alle udstedelsessegmenter var i slutningen af året historisk lave.

Rentefaldet i 2011 var kraftigst i de længere løbetidssegmenter. Det medførte en lidt fladere rentekurve sidst på året, jf. figur 3.1.2.

Negative rentespænd til Tyskland i slutningen af året

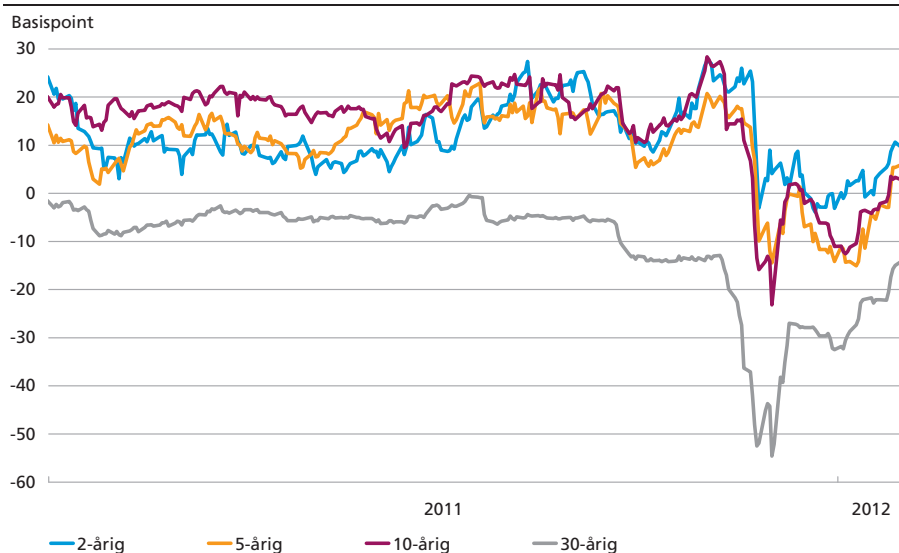
Det danske rentespænd til Tyskland lå frem til slutningen af november stabilt omkring 10-20 basispoint i de 2-10-årige segmenter, jf. figur 3.1.3. Den europæiske statsgældskrise medførte ekstraordinær stor efterspørgsel fra især udlandet, hvilket førte til negative rentespænd fra slutningen af november. Det negative spænd blev forstærket af, at nogle pensionsselskaber fik behov for at købe danske statsobligationer for at afdække deres forpligtelser. På baggrund af de ekstraordinære forhold blev der i begyndelsen af december lavet en teknisk ændring¹ i metoden til at opgøre værdien af F&P-sektorens forpligtelser. Det medvirkede til, at det negative rentespænd til Tyskland blev indsnævret.

Det 30-årige rentespænd var negativt hele året, hvilket afspejler forsikrings- og pensionssektorens strukturelle efterspørgsel efter lange kroneaktiver til afdækning af deres lange kroneforpligtelser.

¹ Se Finanstilsynets pressemeddelelse, 5. december 2011 på www.finanstilsynet.dk/da/nyhedscenter.

DANSKE STATSRENTESPÆND TIL TYSKLAND

Figur 3.1.3



Kilde: Bloomberg.

Stigende statslige CDS-spænd

En credit default swap, CDS, på en stat er en kontrakt, der udløser kontraktens notionalle værdi, hvis staten misligholder sine betalingsforpligtelser. CDS'er kan blandt andet anvendes til at afdække kreditrisikoen på en statsobligation. CDS-spændet er den årlige præmie, køberen af en CDS betaler over kontraktens løbetid, udtrykt som en procent af kontraktens notionalle værdi.

I 2. halvår blev CDS-spændene for en række meget kreditværdige europæiske lande udvidet, herunder Danmark. Det stod i skarp kontrast til udviklingen på obligationsmarkedet, hvor renterne for disse lande faldt kraftigt. I slutningen af året var det 5-årige danske CDS-spænd højere end renten på 5-årige statsobligationer, jf. figur 3.1.4. Prisen for at afdække kreditrisikoen var således højere end den effektive rente på obligationen. Det indikerer, at der i løbet af 2011 er sket en klarere opdeling mellem aktørerne på CDS- og obligationsmarkedet. Dette underbygges af, at CDS-spændene, ifølge markedsdeltagerne, ikke længere anvendes i prissætningen af statsobligationer.

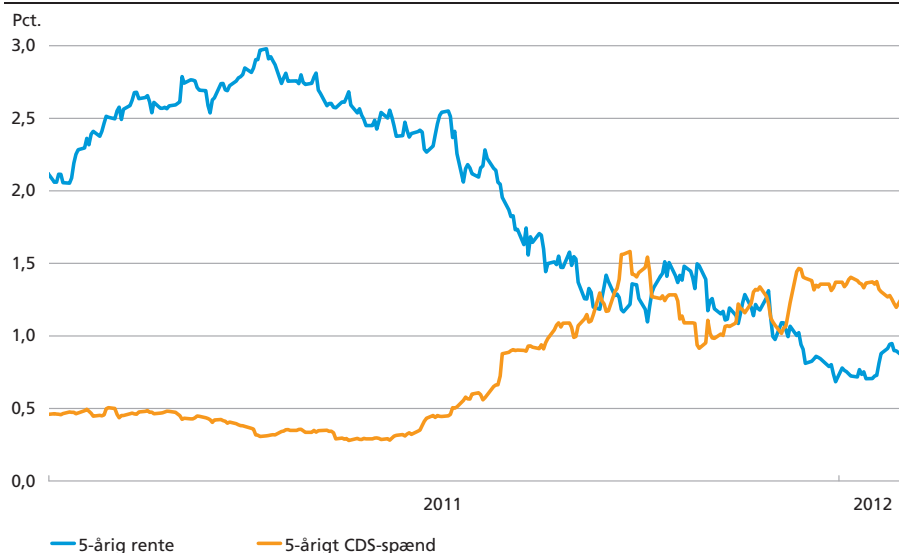
INDENLANDSK LÅNTAGNING

3.2

Som følge af oversalget af statsobligationer i 2010 var udstedelsesbehovet lavt i 2011. Udstedelsesstrategien for 2011 var derfor fastlagt ud fra det gennemsnitlige årlige udstedelsesbehov i 2011 og 2012, der var ca.

5-ÅRIGT DANSK CDS-SPÆND OG 5-ÅRIG STATSRENTE I DANMARK

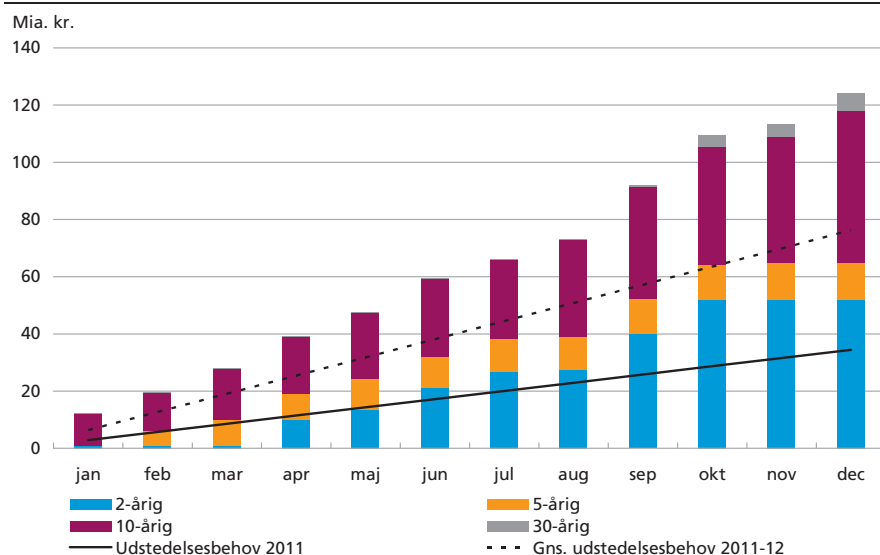
Figur 3.1.4



Kilde: Bloomberg.

75 mia. kr. Der blev udstedt statsobligationer for 124 mia. kr., jf. figur 3.2.1. Det afspejler høj efterspørgsel efter danske statsobligationer, lave renter og ønsket om et betydeligt likviditetsberedskab for at reducere statens refinansieringsrisiko.

STATENS OBLIGATIONSUDSTEDELSE I 2011 FORDELT PÅ LØBETIDSELEMENTER Figur 3.2.1



Anm.: Udstedelserne og udstedelsesbehovet er akkumuleret over månederne.

STATENS OBLIGATIONSUDSTEDELSER I 2011			Tabel 3.2.1
	Salg, kursværdi, mio. kr.	Effektiv rente, pct.	Løbetid, år
5 pct. stående lån 2013	796	1,6	2,8
2 pct. stående lån 2014	51.104	1,5	3,3
4 pct. stående lån 2015	108	2,2	4,8
2,5 pct. stående lån 2016	12.986	2,6	5,6
3 pct. stående lån 2021	53.069	2,8	10,4
4,5 pct. stående lån 2039	6.245	2,4	28,0
I alt	124.309	2,2	7,5

Anm.: De effektive renter er vægtet efter kursværdi. Løbetiderne er vægtet efter nominelle værdi.

Udstedelserne i 2. halvår er foretaget til historisk lave renter

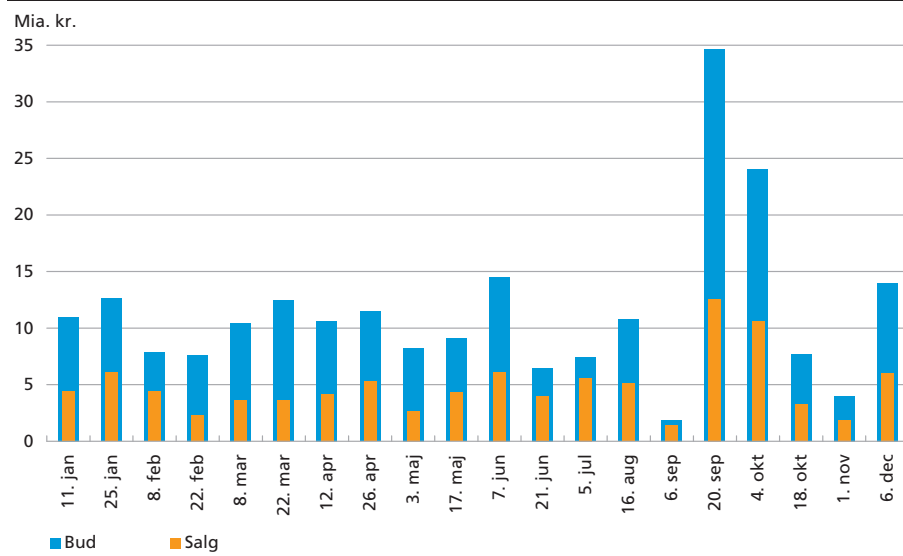
Størstedelen af udstedelserne var i de 2-, 5- og 10-årige papirer, der blev åbnet i begyndelsen af 2011. Derudover var der mindre udstedelser i det 30-årige papir. Den gennemsnitlige løbetid af obligationsudstedelserne var 7,5 år, og den gennemsnitlige rente på udstedelserne var 2,2 pct., jf. tabel 3.2.1. Den lave gennemsnitlige rente i det 30-årige papir afspejler, at udstedelserne var koncentreret i slutningen af året.

Auktioner over statsobligationer

Hovedparten af obligationerne blev solgt via auktioner. På hver auktion blev der udbudt to papirer, da efterspørgslen i de enkelte løbetidssegmenter svingede meget.

BUD OG SALG AF STATSOBLIGATIONER VED AUKTIONERNE I 2011

Figur 3.2.2



Samlet set var der stor efterspørgsel på auktionerne. I 2. halvår var efterspørgslen dog mere svingende, som følge af intensiveringen af den europæiske statsgældskrise, jf. figur 3.2.2. På auktionen den 6. september var der meget begrænsede bud grundet stor markedsuro i forbindelse med den schweiziske nationalbanks udmelding om en nedre grænse for deres valutakurs på 1,2 schweizerfranc per euro. Ved de efterfølgende auktioner var efterspørgslen ekstraordinær høj. På auktionerne var der i gennemsnit bud for det dobbelte af salget (bid-to-cover på 2,0).

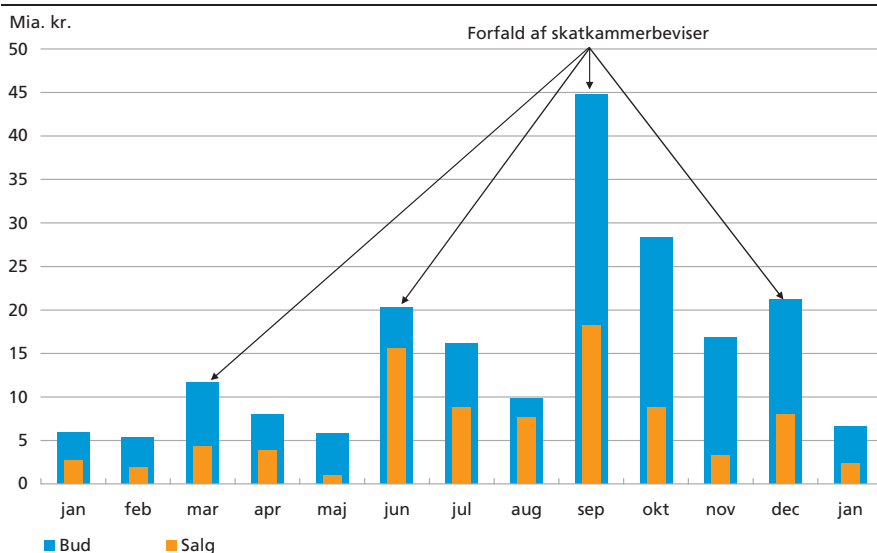
Skatkammerbevisprogrammet opbygget til 44 mia. kr.

Skatkammerbevisprogrammet blev genåbnet i februar 2010. Efterspørgslen steg betragteligt i løbet af 2011, jf. figur 3.2.3. Den begrænsede efterspørgsel i opstartsfasen viser, at det tager tid at opbygge likviditet og retablere især udenlandske investorers interesse for genåbnede udstedelsesprogrammer. Det afspejler, at investorer typisk har en længere intern godkendelsesproces, før de kan investere i udenlandske statspapirer.

Strategien for skatkammerbevisprogrammet i 2011 var at opbygge det til et udestående på omkring 40 mia. kr. Skatkammerbevisprogrammet blev opbygget med 19 mia. kr. til et udestående på 44 mia. kr. Gennemsnitligt blev skatkammerbeviserne udstedt til en rente på 0,95 pct. På auktionen med valør primo januar 2012 blev der solgt skatkammerbeviser med en løbetid på 2 og 5 måneder til negative renter.

BUD OG SALG AF SKATKAMMERBEVISER I 2011 OG JANUAR 2012

Figur 3.2.3



Anm.: Auktionerne er angivet i forhold til valørdato.

STATENS OG DE STATSIGE FONDENES OPKØB I 2011			Tabel 3.2.2
Mio. kr., nominel værdi	Staten	Statslige fondes	Opkøb fra markedet i alt
6 pct. stående lån 2011	7.744	-2.744	5.000
4 pct. stående lån 2012	16.850	2.500	19.350
5 pct. stående lån 2013	13.264	-13.264	-
4 pct. stående lån 2015	-	1.300	1.300
4 pct. stående lån 2017	-	2.600	2.600
4 pct. stående lån 2019	-	6.470	6.470
7 pct. stående lån 2024	-	200	200
Indenlandske statspapirer i alt	37.858	-2.938	34.920
Opkøb til kursværdi	39.467	-2.645	36.822

Anm.: Negativt fortegn betyder nettosalg.

Det var hovedsageligt udenlandske investorer, der købte skatkammerbeviser, hvilket øgede deres ejerandel til omkring 95 pct. Den høje ejerandel er et udtryk for, at mange udenlandske investorer, især centralbanker, efterspørger AAA-ratede statspapirer med kort løbetid. Danske investorer anvender i højere grad andre indenlandske investeringsalternativer, herunder korte rentetilpasningsobligationer.

Opkøb

Opkøbsstrategien fokuserede på at opkøbe papirer med udløb i de førstkomende år. Opkøbene reducerede finansieringsbehovet i 2012 og 2013 med henholdsvis 17 mia. kr. og 13 mia. kr., jf. tabel 3.2.2. De statslige fondes placeringsbehov blev primært dækket ved opkøb af papirer med længere løbetid. I alt blev der til kursværdi opkøbt obligationer fra markedet for 37 mia. kr.

INVESTORER I INDENLANDSKE STATSPAPIRER

3.3

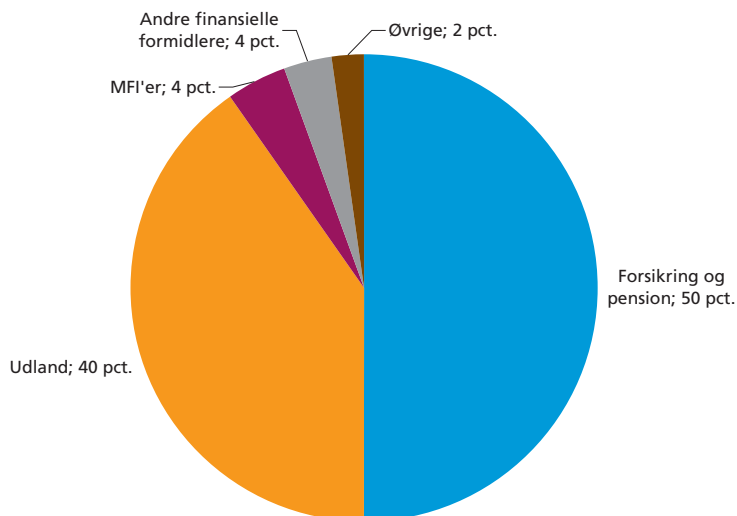
Ved udgangen af året ejede den indenlandske forsikrings- og pensionssektor 50 pct. af de indenlandske statspapirer, mens udlændinges ejerandel var 40 pct., jf. figur 3.3.1. Danske banker og realkreditinstitutter, MFI'er, havde en lav ejerandel.

I 2011 var der stor efterspørgsel fra udenlandske investorer, hvilket førte til en stigning i deres beholdning af indenlandske statspapirer på 74 mia. kr., heraf 47 mia. kr. i statsobligationer, jf. figur 3.3.2.

Udenlandske investorer ejer hovedsageligt skatkammerbeviser og obligationer med en løbetid op til fem år. Den udenlandske investorbase er i de senere år blevet mere geografisk spredt med mange investorer uden for Europa.

EJERANDELE I INDENLANDSKE STATSPAPIRER ULTIMO 2011

Figur 3.3.1

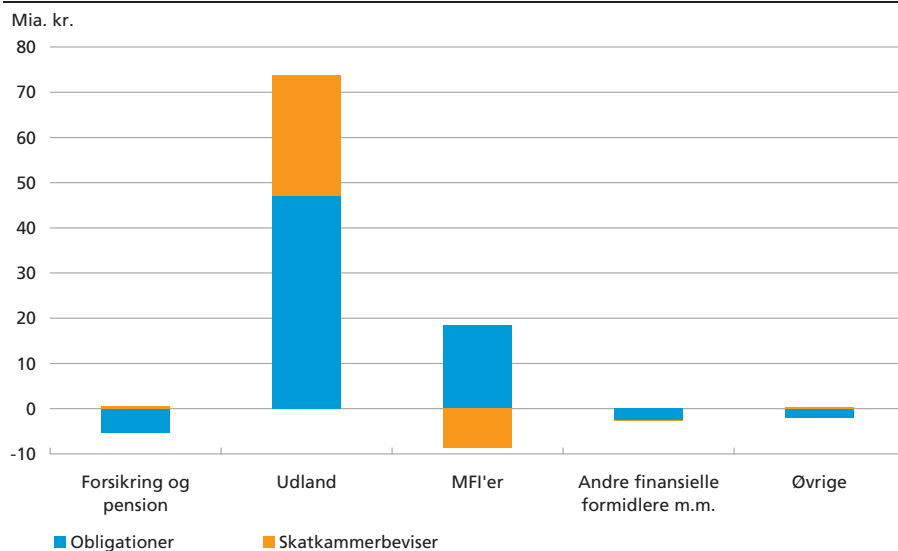


Anm.: Ejerandelene er beregnet ud fra nominelle beholdninger ekskl. de statslige fondes beholdninger. MFI'er omfatter primært banker og realkreditinstitutter. Forsikring og pension inkluderer fåmandsforeninger.

Kilde: Danmarks Nationalbank, *Værdipapirstatistik*.

ÆNDRING I BEHOLDNINGEN AF INDENLANDSKE STATSPAPIRER I 2011

Figur 3.3.2

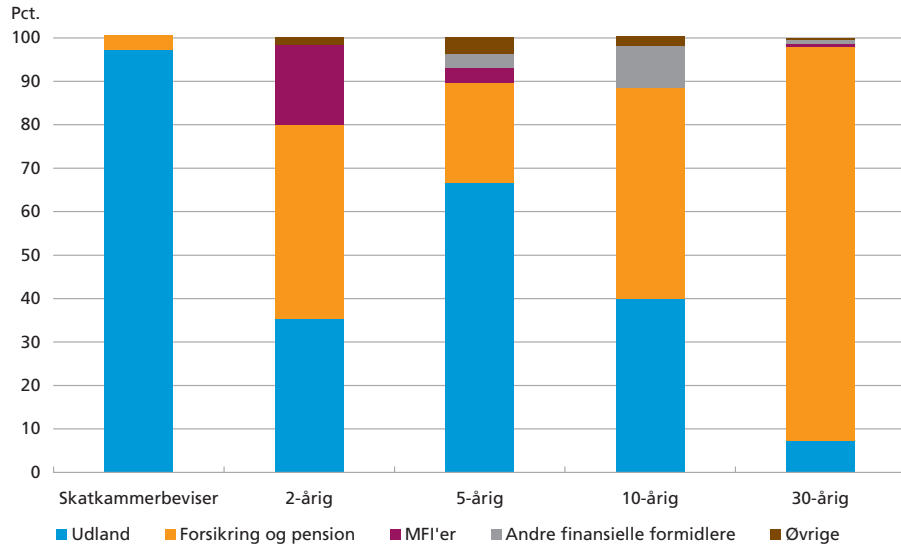


Anm.: Ændring i beholdningen er opgjort nominelt og korrigeret for ændringen i de statslige fondes beholdninger.

Kilde: Danmarks Nationalbank, *Værdipapirstatistik*.

EJERANDELE I INDENLANDSKE STATSPAPIRER ULTIMO 2011

Figur 3.3.3



Anm.: Ejerandelene er beregnet ud fra nominelle beholdninger ekskl. de statslige fondes beholdninger.

Kilde: Danmarks Nationalbank, Værdipapirstatistik.

Den indenlandske forsikrings- og pensionssektor har en dominerende ejerandel i de længere løbetidssegmenter, jf. figur 3.3.3. Det afspejler, at den danske forsikrings- og pensionssektor har lange forpligtelser i kroner og derfor en naturlig interesse i lange kronedenominerede obligationer.

UDENLANDSK LÅNTAGNING

3.4

Staten optog i 2011 udenlandske lån for 4,4 mia. euro (32 mia. kr.), svarende til afdragene på den udenlandske gæld, jf. tabel 3.4.1. De udenlandske lån er optaget af hensyn til valutareserven.

Den europæiske statsgældskrise betød, at timingen af udstedelser var særlig vigtig. Syndikeringer blev gennemført, når der opstod investorinteresse, og der var øget fleksibilitet i forhold til udstedelsesvaluta og løbetid. Staten var på trods af sin høje kreditværdighed også påvirket af de skiftende markedsforhold.

STATENS UDENLANDSKE LÅNTAGNING 2011

Tabel 3.4.1

Udstedelse	Valuta	Euro
2-årigt dollarlån, februar	2,50 mia. dollar	1,83 mia. euro
5-årigt eurolån, marts	1,25 mia. euro	1,25 mia. euro
5-årigt svenske kroner lån, juni	2,75 mia. svenske kroner	0,30 mia. euro
2-årigt dollarlån, tap, august	1,40 mia. dollar	0,98 mia. euro
Låntagning i 2011		4,36 mia. euro

INVESTORFORDELING VED DOLLAR- OG EUROUDSTEDelserNE

Figur 3.4.1



På den baggrund var strategien at supplere den årlige udstedelse af et 5-årigt eurolån med udstedelser i primært euro og dollar i det 2-5-årige løbetidssegment. Koncentrationen af afdragene i november og usikkerhed på de internationale lånemarkeder gjorde, at udstedelserne blev foretaget i god tid inden afdragene.

DOLLARUDSTEDelser ATTRAKTIVE I 2011

Boks 3.1

I 2011 var det billigere for staten at udstede dollarlån og omlægge eksponeringen til euro sammenlignet med lån direkte i euro. Det skyldes især, at valutaswapspændet var gunstigt for staten, jf. figuren. Det gunstige valutaswapspænd afspejler, at europæiske banker havde et højt finansieringsbehov i dollar, og at amerikanske pengeomærkedsfonde nedbragte deres udlån til europæiske banker. Det har tvunget europæiske banker til at skaffe dollar ad andre kanaler og bevirket, at prisen på dollarfinansiering via valutaswaps er steget. Samtidig var udbuddet af dollar via valutaswap begrænset af, at det kun var de mest kreditværdige europæiske udstedere, der havde mulighed for at udstede i dollar. Den danske stat var en af dem og kunne dermed udnytte sin komparative fordel i dollarmarkedet.

2-ÅRIGT BASISWAPSSPÆND MELLEM EURO OG DOLLAR



Kilde: Bloomberg.

Staten udstedte lån i euro, dollar og svenske kroner

Som en del af den udmeldte strategi udstedte staten et 5-årigt eurolån. Udstedelsen skete ved syndikering til en rente på niveau med andre højtratede stater, som fx Finland og Holland. Investorbasen i euro har i tidligere år især bestået af europæiske institutionelle investorer, men ved udstedelsen i 2011 var der en bredere global efterspørgsel. Investorer uden for Europa aftog 30 procent af udstedelsen, jf. figur 3.4.1.

Derudover blev der udstedt et 2-årigt dollarlån på samlet 3,9 mia. dollar. Ved at udstede i dollar og swappe eksponeringen til euro, opnåede staten attraktive finansieringsvilkår, primært som følge af valutaswapspændet mellem dollar og euro, jf. boks 3.1. Ved statens udstedelser i dollar er der færre, men større investorer, især centralbanker. Geografisk er investorbasen i dollar mere spredt. Dollarlånet bidrog dermed til at udvide statens investorbase.

Lånene i euro og dollar blev suppleret med en mindre udstedelse i svenske kroner.

Rammen for CP-programmerne forhøjet til 24 mia. dollar

Udenlandske lån med kort løbetid optages via statens Commercial Paper programmer, jf. boks 3.2. Formålet er at have et likviditetsberedskab til hurtig tilpasning af niveauet for valutareserven eller statens konto.

COMMERCIAL PAPER

Boks 3.2

CP'er er kortfristede ikke-standardiserede papirer med løbetider op til et år. CP'er udstedes som nulkuponpapirer direkte til en investor gennem en række banker, der fungerer som market makere for staten, jf. tabellen.

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. Begge programmer har en maksimal ramme på 12 mia. dollar.

MARKET MAKERE I STATENS CP-PROGRAMMER, PRIMO 2012

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

Det maksimale udestående i statens amerikanske CP-program blev i 2011 forhøjet fra 6 til 12 mia. dollar, som også er det maksimale udestående i statens europæiske CP-program. Dermed har staten en maksimal ramme for CP-programmerne på 24 mia. dollar.

Der blev løbende udstedt CP'er for at fastholde investorinteressen og sikre adgangen til markedet. I slutningen af året var der et udestående af CP'er på lidt under 3 mia. kr.

KAPITEL 4

Udstedelsesstrategi i 2012

Staten har et lavt udstedelsesbehov i 2012 som følge af oversalget af statspapirer i 2011. Det er hensigten, at staten påbegynder finansieringen af udstedelsesbehovet for 2013.

Strategien for udstedelse af statsobligationer har i de seneste år været at opbygge likvide serier med udgangspunkt i en 40-20-40 procentuel fordeling på de 2-, 5- og 10-årige løbetidssegmenter. I lyset af de lave lange renter og for at fastholde en lav rentefølsomhed planlægges en større andel udstedt i de længere løbetidssegmenter i 2012.

Opbygningen af de eksisterende papirer i den primære lånevifte fortsætter i 2012. Herudover åbnes i 1. halvår en inflationsindekseret statsobligation i det 10-årige segment. Den nye obligation udvider statens investorbasis.

Strategien for den udenlandske låntagning er at optage udenlandske lån for 1-1,5 mia. euro.

UDSTEDELSESTRATEGIEN I 2012

4.1

Lavt indenlandsk udstedelsesbehov

Statens indenlandske finansieringsbehov i 2012 er opgjort til 179 mia. kr., jf. tabel 4.1.1. Oversalget i 2011 betyder, at staten har et lavt udstedelsesbehov i statsobligationer i år. For at mindske refinansieringsrisiko-

STATENS INDENLANDSKE FINANSIERINGSBEHOV I 2012

Tabel 4.1.1

Mia. kr.

Indenlandsk nettofinansieringsbehov ¹	80
Afdrag langfristet gæld mv. ²	55
Udestående i skatkammerbeviser, ultimo året.....	44
Indenlandsk finansieringsbehov	179
Udstedelsesbehov i indenlandske statsobligationer	28
Skatkammerbeviser	44
Oversalg i 2011 og ekstraordinært træk på statens konto ³	107

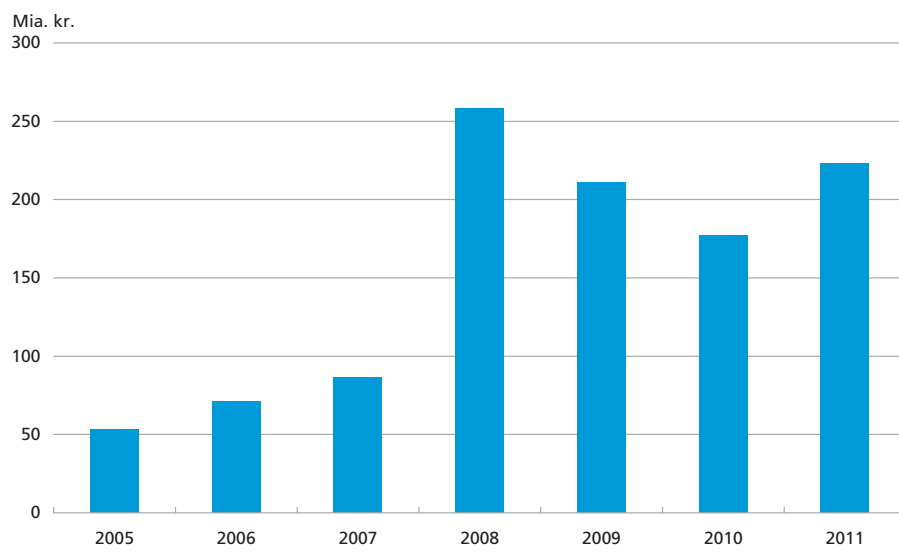
¹ Budgetoversigt 3, december 2011.

² Afdrag på langfristet gæld er inklusive de tre statslige fondes nettoobligationskøb og betalinger i valutaswaps.

³ Oversalg i 2011 afspejler indenlandsk udstedelse af obligationer for 124 mia. kr. og et udstedelsesbehov i indenlandske obligationer på 34 mia. kr. Det ekstraordinære træk på statens konto planlægges i forbindelse med den forventede efterlønsudbetaling på 17 mia. kr.

INDESTÅENDE PÅ STATENS KONTO ULTIMO ÅRET

Figur 4.1.1



en er det strategien at opretholde et højt indestående på statens konto og påbegynde finansieringen af lånebehovet i 2013. Det øger sigtepunktet for udstedelserne af statsobligationer i 2012 til omkring 75 mia. kr. Staten havde frem til begyndelsen af februar udstedt for knap 20 mia. kr. primært i det 10- og 30-årige løbetidssegment.¹

Staten har siden 2009 fulgt en strategi for udstedelse af obligationer i de 2-, 5- og 10-årige løbetidssegmenter baseret på en 40-20-40 procentuel fordeling, jf. *Statens låntagning og gæld 2009*, kapitel 11. I 2012 er strategien tilpasset, så der udstedes en større andel i de længere løbetidssegmenter. Det skal ses i lyset af:

- Ønsket om reduktion af refinansieringsrisikoen i lyset af usikkerhed om den internationale økonomiske udvikling og markedsforholdene.
- Historisk lave lange danske statsrenter.
- Forventet lav meromkostning ved at udstede i lange frem for korte obligationer, jf. kapitel 8.

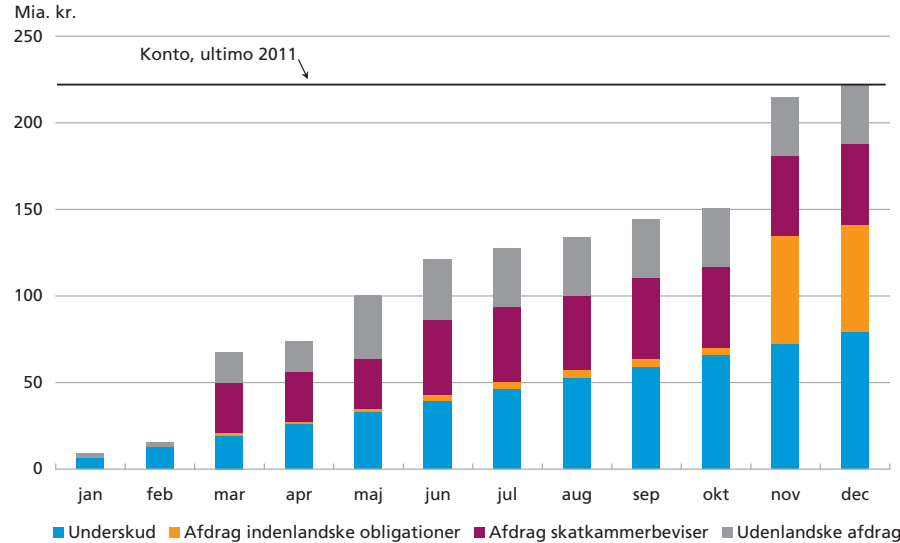
Statens konto

Indeståendet på statens konto steg i forbindelse med udstedelsen af den 30-årige obligation i 2008, og efterfølgende er kontoindeståendet bibeholdt på et højt niveau, jf. figur 4.1.1. Udviklingen afspejler ønsket om at have en stor likviditetsbuffer, der mindsker refinansieringsrisikoen og gør staten mindre sårbar over for pludselige ændringer i finansieringsbehovet.

¹ Salg til og med 7. februar 2012.

BUDGETUNDERSKUD OG AFDRAG I 2012

Figur 4.1.2



Anm.: Budgetunderskud og afdrag er akkumuleret over året. Afdrag af indenlandske obligationer og udenlandske afdrag er inklusive valutaswaps. Det forventede underskud er fordelt jævnt over året.

Ultimo 2011 var indeståendet på statens konto 224 mia. kr. Indeståendet kan fuldt ud dække afdragene og det forventede budgetunderskud i 2012, jf. figur 4.1.2. Det bidrager til at gøre statsgældspolitikken mere robust. I lyset af statsgældskrisen og markedets stigende fokus på refinansieringsrisiko er fordelene ved et højt kontoindestående blevet stadig tydeligere.

Den primære lånevifte i 2012

I 2012 fortsætter udstedelserne i de eksisterende låneviftepapirer, jf. tabel 4.1.2. Skatkammerbevisprogrammet fastholdes på niveauet omkring 44 mia. kr. Herudover åbnes i 1. halvår en indeksobligation med udløb i 2023.

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

PRIMÆRE LÅNEVIFTEPAPIRER, 1. HALVÅR 2012

Tabel 4.1.2

Løbetidssegment	Udstedelsespapirer
Løbetid <1 år	Skatkammerbeviser
2-årigt segment	2 pct. stående lån 2014
5-årigt segment	2,5 pct. stående lån 2016
10-årigt segment	3 pct. stående lån 2021
30-årigt segment	4,5 pct. stående lån 2039
10-årig indeksobligation	x pct. indekslån 2023

Udstedelse af nominelle obligationer

Udstedelsen af statsobligationer foregår via regelmæssige auktioner, hvor der normalt udstedes i to papirer. Auktionerne suppleres med tap-salg. Datoer for de kommende tre måneders planlagte auktioner annonceres ved indgangen til måneden på www.statsgaeld.dk. Senest tre handelsdage forud for en auktion offentliggøres hvilke(n) statsobligation(er), der holdes auktion over. Gennemførelse af auktionerne forudsætter rolige markedsforhold.

Åbning af 10-årig inflationsindekseret obligation

I 1. halvår 2012 åbnes en inflationsindekseret obligation. Obligationen er et stående lån med udløb 15. november 2023 indekseret til udviklingen i det danske forbrugerprisindeks, CPI, mens de øvrige karakteristika svarer til den internationale markedsstandard, jf. kapitel 10. Udstedelsen foregår ligesom for de nominelle papirer på auktioner suppleret med tap-salg. Det er strategien at opbygge papiret til mindst 20 mia. kr. over de kommende år.

Den inflationsindekserede statsobligation bidrager til at udvide statens investorbase. Forsikrings- og pensionssektoren ventes fremover at have øget efterspørgsel efter obligationer med real forrentning i danske kroner bl.a. som følge af en gradvis overgang til pensionsforpligtelser uden nominelle garantier.

For at understøtte likviditeten vil obligationen blive omfattet af en ordning for prisstillelse, og obligationen vil være en del af statens værdipapirudlånsordning.

Udstedelse af skatkammerbeviser

I løbet af 2011 steg efterspørgslen efter skatkammerbeviser, og programmet blev opbygget til 44 mia. kr. Ud fra en afvejning mellem statens årlige refinansieringsomfang og hensynet til likviditet i papirerne er strategien at fastholde udeståendet i skatkammerbevisprogrammet omkring det nuværende niveau på 44 mia. kr.

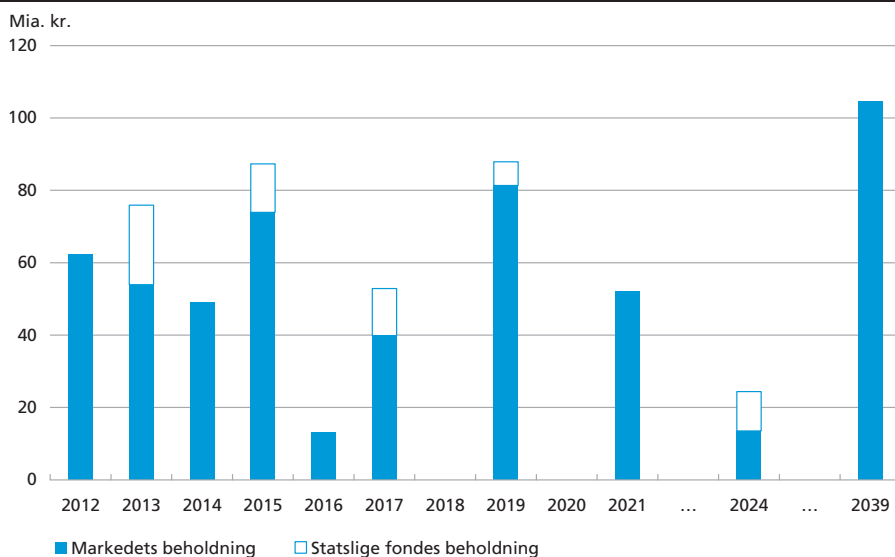
Der afholdes månedlige auktioner over skatkammerbeviser med valør den første bankdag i måneden. Ved auktioner med valør første bankdag i marts, juni, september og december 2012 åbnes nye 9-måneders skatkammerbeviser.

Opkøb reducerer statens refinansieringsrisiko

Opkøbspolitikken er rettet mod opkøb af papirer med udløb i de førstkomende år for at reducere statens refinansieringsomfang, jf. figur 4.1.3. Der købes desuden op for at dække de statslige fondes placeringsbehov og for at sikre et velfungerende marked for statsobligationer. Op-

STATENS INDENLANDSKE AFDRAGSPROFIL

Figur 4.1.3



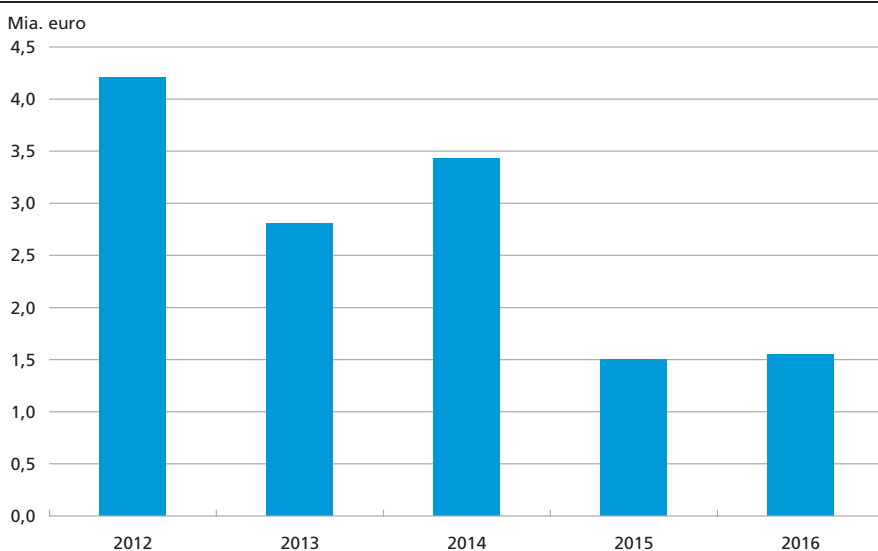
Anm.: Afdragsprofil ultimo 2011 eksklusive skatkammerbeviser og valutaswaps indgået i forbindelse med genudlån til Danmarks Skibskredit A/S.

køb kan ske i alle statens indenlandske og udenlandske papirer, dog som udgangspunkt ikke i primære låneviftepapirer.

Der kan købes op via auktioner, ombytningsauktioner eller tap. I 2012 holdes regelmæssige opkøbsauktioner i 4 pct. stående lån 2012 den 3. sidste bankdag i hver måned.

STATENS UDENLANDSKE AFDRAGSPROFIL, ULTIMO 2011

Figur 4.1.4



Anm.: Afdragsprofil eksklusive CP'er og valutaswaps indgået i forbindelse med genudlån til Danmarks Skibskredit A/S.

Udenlandsk låntagning

Staten optager udenlandske lån af hensyn til valutareserven. I 2012 har staten udenlandske afdrag på 4,2 mia. euro (31 mia. kr.), jf. figur 4.1.4.

Strategien for den udenlandske låntagning er:

- At optage udenlandske lån for 1-1,5 mia. euro.
- Der udstedes som udgangspunkt et 5-årigt eurolån.
- Commercial Paper anvendes, hvis der er behov for hurtig eller midlertidig tilpasning af valutareserven.

KAPITEL 5

Udstedelse og handel med statspapirer

PRIMARY DEALER-ORDNING I DANSKE STATSPAPIRER

5.1

Danske statspapirer udstedes til en bred gruppe af investorer via banker, som har indgået en primary dealer-aftale med staten, jf. boks 5.1. Primary dealernes centrale forpligtelse er at sørge for prisstillelse i statsobligationer i mindst fem timer dagligt (market making). En effektiv prisdannelse gavner omsætteligheden på de elektroniske handelsplatforme og på telefonmarkedet.

Kredsen af primary dealere i danske statspapirer er uændret i 2012 og udgøres af 12 banker for statsobligationer og 5 banker for skatkammerbeviser. Den brede distributionskanal skærper interessen for danske statspapirer og understøtter konkurrencen ved statens udstedelser og opkøb.

PRIMARY DEALER-AFTALER		Boks 5.1
Statsgældsforvaltningen har primary dealer-aftaler for henholdsvis statsobligationer og skatkammerbeviser. Primary dealernes rettigheder og forpligtelser er fastlagt i konsultation med gruppen af primary dealere og er specificeret i aftalerne, som er tilgængelige på www.statsgaeld.dk. Som udgangspunkt indeholder primary dealer-aftalerne de samme elementer som tilsvarende kontrakter i andre EU-lande.		
PRIMARY DEALERE, PRIMO 2012		
Primary dealere i statsobligationer		Primary dealere i skatkammerbeviser
Barclays Bank		Danske Bank
BNP Paribas		Nordea
Danske Bank		Nykredit Bank
Deutsche Bank		SEB
HSBC		Sydbank
JP Morgan		
Morgan Stanley		
Nordea		
Nykredit Bank		
SEB		
Spar Nord Bank		
Sydbank		

UDSTEDELSER SKER PRIMÆRT VIA AUKTIONER

5.2

Danske statspapirer sælges via regelmæssige auktioner suppleret med tapsalg. Regelmæssige auktioner for statsobligationer blev indført i 2009, og erfaringerne har været positive. Ved auktionerne har investorerne mulighed for at købe en større mængde statspapirer direkte fra staten ved at lægge bud ind via en primary dealer. Den supplerende udstedelse via tapsalg gør det lettere for banker at imødekomme efterspørgsel fra investorer uden for auktionsdagene, hvilket understøtter likviditeten.

Statsgældsforvaltningen annoncerer løbende foreløbige auktionsdatoer for indenlandske statsobligationer for de kommende tre måneder, jf. boks 5.2. Siden november 2010 har staten som udgangspunkt udbudt to forskellige papirer pr. auktion. Det skal ses i lyset af, at investorerne efterspørgsel på tværs af løbetidssegmenter har været mere svingende. På auktionerne fastsættes skæringskursen på baggrund af efterspørgslen, rentespændet til andre lande og prisen i det sekundære marked. Der afholdes derudover månedlige auktioner over skatkammerbeviser.

I 2011 blev over 90 pct. af de indenlandske obligationer udstedt via auktioner. Fire primary dealere aftog 80 pct. af udstedelserne på auktionerne.

DET SEKUNDÆRE MARKED I 2011

5.3

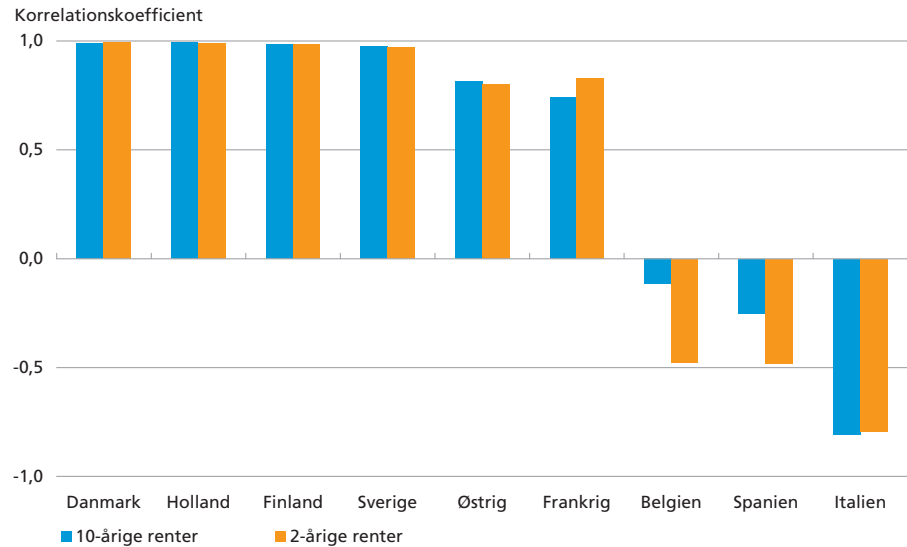
Likviditeten på det danske statspapirmarked blev understøttet af, at primary dealerne var aktive i prisstillelsen på det danske marked. Prima-

AUKTIONSMETODE FOR DANSKE STATSOBLIGATIONER	Boks 5.2
Statens auktioner foregår via MTS Danmarks auktionssystem med primary dealerne i statsobligationer som modparter. Investorer kan lægge bud ind på auktionerne via primary dealerne. Auktionens faser er: Annoncering af auktionskalender Der offentliggøres løbende en auktionskalender over foreløbige auktionsdatoer de kommende tre måneder. Senest tre dage forud for en auktion annonceres det, hvilke statsobligationer der udstedes på auktionen. Annonceringen af auktioner og auktionsresultat sker via DN-Nyheder¹, og informationen offentliggøres på www.statsgaeld.dk. Auktionerne forudsætter rolige markedsforhold. Bud og tildeling 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. En auktion kan afsluttes uden tildeling. Den enkelte primary dealer kan afgive en bred vifte af bud. Frist for afgivelse af bud på auktionsdagen er kl. 10.15. Herefter fastsætter Statsgældsforvaltningen skæringskursen.	

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

RENTEKORRELATION I FORHOLD TIL TYSKLAND I 2011

Figur 5.3.1



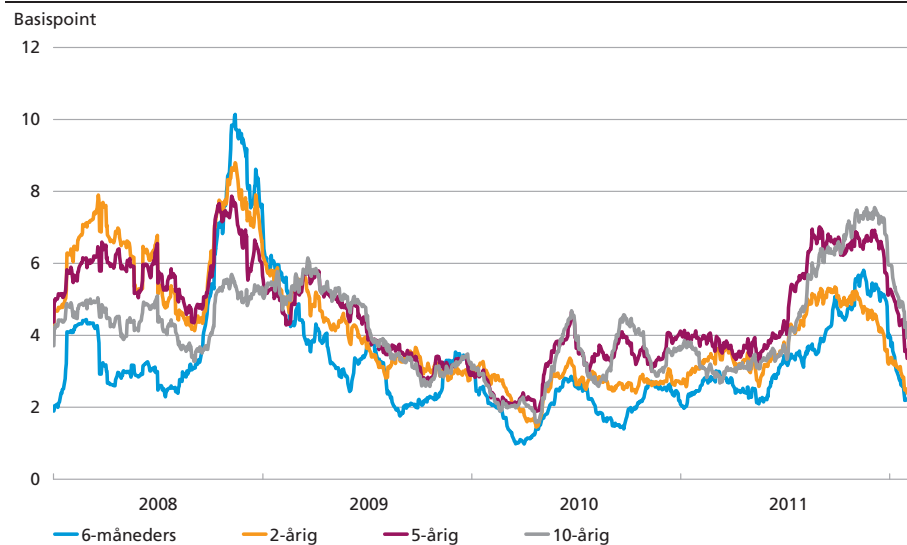
Anm.: Der er anvendt daglige ændringer i 2- og 10-årige parrenter.

Kilde: Bloomberg og egne beregninger.

ry dealernes marked making understøttes af muligheden for effektivt at afdække positioner i danske obligationer via især tyske statspapirer eller rentefutures. Det skyldes, at danske statspapirer, på linje med fx hollandske og finske statspapirer, er højt korrelerede med tyske papirer, jf. figur 5.3.1. Intensiveringen af den europæiske statsgældskrise i 2. halvår

RENTEVOLATILITET FOR BENCHMARKPAPIRERNE

Figur 5.3.2



Anm.: 40-dages glidende gennemsnit for den daglige ændring i parrenterne (absolut værdi).

Kilde: Bloomberg og egne beregninger.

førte til højere rentevolatilitet, også for danske statspapirer, men i begyndelsen af 2012 aftog volatiliteten igen, jf. figur 5.3.2.

Market making

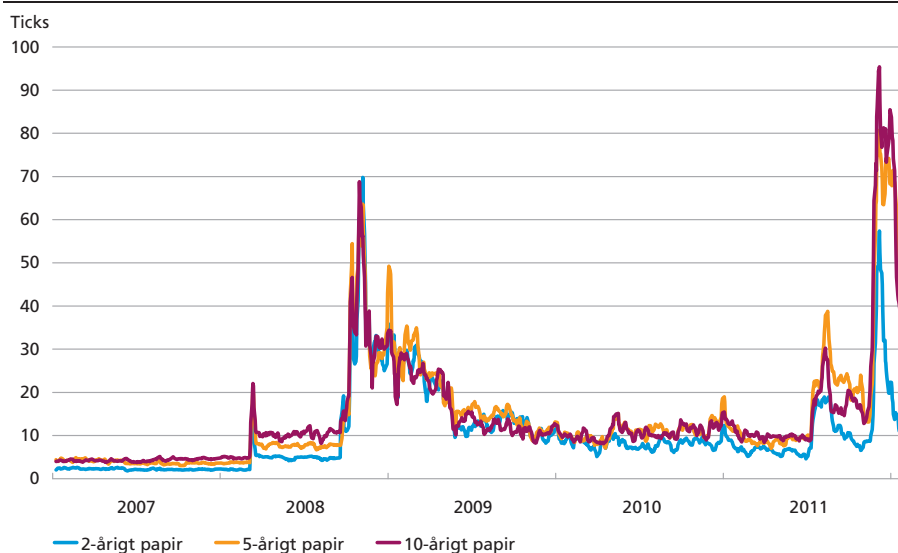
Primary dealerne opfyldte forpligtelserne til market making i 2011. Den enkelte primary dealer skal i fem timer dagligt stille priser inden for et bud/udbudsspænd, der afhænger af det gennemsnitlige bud-/udbudsspænd for alle primary dealere, jf. *Statens låntagning og gæld 2009*, kapitel 12. Da market making-forpligtelserne således er defineret relativt til de øvrige primary dealers prisstillelse, tilpasses kravene løbende markedsforholdene.

Som følge af den øgede volatilitet på statspapirmarkedene steg forskellen mellem bud- og udbudspriserne på MTS Denmark i 2. halvår, jf. figur 5.3.3. Den kraftige udvidelse af bud/udbudsspændene i december 2011 afspejler bl.a. de øgede udsving i rentespændet til Tyskland i forbindelse med den ekstraordinære efterspørgsel efter danske statspapirer. Den lavere korrelation mellem de to markeder gjorde det dyrere for bankerne at afdække deres handler i danske statspapirer via det tyske obligations- og futuresmarked. I begyndelsen af 2012 indsnævredes bud/udbudsspændene igen.

Primary dealerne modtager månedligt en rapport om opfyldelsen af kravene til market making. Derudover foretages der løbende en vurdering af bankerne på baggrund af alle tilgængelige informationer om

BUD/UDBUDSPÆND FOR BENCHMARKPAPIRERNE

Figur 5.3.3



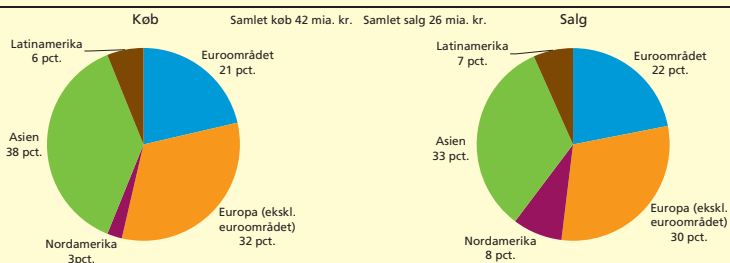
Anm.: Gennemsnit af dagens bud-/udbudsspænd baseret på bedste bud- og udbudspriser. 1 tick svarer til 0,01 kurspoint.
Kilde: MTS Denmark.

HRF-RAPPORTER

Boks 5.3

HRF-rapporterne indeholder oplysninger om primary dealernes køb og salg af statspapirer opdelt på investortype og geografisk placering. Investortypen kan eksempelvis være forsikrings- og pensionselskaber eller centralbanker. Rapporterne for 4. kvartal indikerer, at der har været betydelig efterspørgsel efter indenlandske statsobligationer fra asiatiske investorer. Over tid er det ved hjælp af HRF-rapporterne muligt at få et bedre billede af, hvilke typer af investorer, der køber og sælger danske statsobligationer.

GEOGRAFISK FORDELING AF UDLÆNDINGES KØB OG SALG I 4. KVARTAL



Anm.: Tallene er baseret på HRF-rapporter fra 4. kvartal 2011 for 8 af statens primary dealere. Kun handel med investorer er medtaget i figuren.

handel og prisstillelse. Siden 4. kvartal 2011 har de fleste primary dealere indberettet mere udførligt om deres omsætning. Det sker efter et europæisk indberetningsformat, det såkaldte Harmonised Reporting Format, HRF, jf. boks 5.3.

HANDELSPLATFORME FOR MARKET MAKING

5.4

Primary dealerne evaluerer årligt infrastrukturen på det danske statspapirmarked, herunder de valgte platforme for market making. I rapporten¹ fra slutningen af 2011 var anbefalingen at fastholde en struktur med market making-forpligtelser på én platform i interdealermarkedet. I lyset af størrelsen på det danske statspapirmarked var vurderingen, at market making på flere platforme vil reducere likviditeten og prisgenemsigtigheden. Etablering af market making på flere handelsplatforme vil desuden være forbundet med betydelige omkostninger.

I 2012 foretages market making på MTS Denmark, hvilket blev besluttet på baggrund af handelsplatformens service- og omkostningsniveau.

¹ Hovedelementer og konklusioner er offentliggjort i *Infrastructure in Danish government securities market in 2012* (kun på engelsk), www.statsgaeld.dk.

Omsætning på elektroniske handelsplatforme

På interdealermarkedet omsættes danske statspapirer bl.a. på MTS Denmark og ICAP/BrokerTec. Bud- og udbudspriser på MTS Denmark er offentligt tilgængelige på MTS's hjemmeside¹ med 15 minutters forsinkelse og kan erhverves i real-tid mod et gebyr. Udover handel på interdealermarkedet omsættes danske statspapirer på en række andre elektroniske platforme som eksempelvis Bloomberg, Bondvision, Nasdaq OMX og TradeWeb, der primært er rettet mod slutinvestorer. Udover den elektroniske handel med statspapirer er der en betydelig omsætning på telefonmarkedet.

Prisstillerordning rettet mod detailmarkedet

På Nasdaq OMX eksisterer der en prisstillerordning rettet mod detailmarkedet, hvor fire banker har forpligtet sig til at stille bud- og udbudspriser. Prisstillerordningen medfører, at investorer har løbende adgang til førhandelsinformation for danske statspapirer. Medlemmerne af obligationsdelmarkedet på Nasdaq OMX kan handle direkte med prisstillerne. Investorerne kan via deres bankforbindelse indlægge ordrer i handelssystemet.

NY REGULERING VIL PÅVIRKE HANDLEN MED STATSPAPIRER

5.5

I lyset af den finansielle krise er der både i og uden for EU fremsat forslag til ny regulering, som har til hensigt at begrænse risikoen for en ny krise. Flere af disse reguleringstiltag påvirker statspapirmarkedene, herunder den amerikanske Dodd-Frank Act² og reguleringsforslagene i EU-regi, der gennemgås nedenfor. Det er vigtigt, at den nye regulering ikke hæmmer likviditeten på kapitalmarkedene og ikke øger finansieringsomkostningerne. Det er bl.a. vigtigt at undgå, at tiltagene øger omkostningerne ved statslige udstedelser.

Europa-Kommissionen fremsatte i 2011 forslag om en afgift på finansielle transaktioner, jf. boks 5.4. En afgift på finansielle transaktioner vil forværre likviditeten på de produkter, som underlægges reguleringen. For handel med statspapirer vil en afgift forværre likviditeten på statspapirmarkedene og medføre større volatilitet, hvilket øger staters finansieringsomkostninger.³ En afgift på finansielle transaktioner i EU indebærer desuden en risiko for, at finansielle aktiviteter flytter til lande uden for EU.

¹ Jf. www.mtsdata.com/content/data/public/dkk/best/.

² Jf. www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/content-detail.html.

³ Jf. Nationalbankens høringssvar af 3. november 2011 på www.nationalbanken.dk.

NY EU-REGULERING MED BETYDNING FOR HANDEL MED STATSPAPIRER

Boks 5.4

Skat på finansielle transaktioner

Europa-Kommissionen fremsatte i efteråret 2011 et forslag om at indføre en afgift på alle finansielle transaktioner, der gennemføres af finansielle institutioner, hvor mindst en af parterne er etableret i EU. Kommissionen foreslår, at kursværdien af handler med obligationer og aktier beskattes med 0,1 pct., og at den notionelle værdi af derivathandler beskattes med 0,01 pct. Indtægterne fra afgiften vil ifølge forslaget blive delt mellem EU og medlemsstaterne. EU's indtægter vil i et vist omfang reducere de nationale bidrag til EU-budgettet.

Forbud mod short selling

En forordning om forbud mod naked short selling blev vedtaget i EU i efteråret 2011 og ventes at træde i kraft mod slutningen af 2012. Naked short selling forbydes for CDS-kontrakter og statsobligationer. Dog tillades naked short selling for statsobligationer, hvis dette sker for at afdække risikoen ved et andet statsgældspapir (proxy hedging), under forudsætning af at de to landes statspapirer er højt korrelerede. Der er desuden særlige undtagelser for primary dealere mv. i statspapirer med den begrundelse, at disse indtager en central rolle i at sikre likviditeten på de finansielle markeder.

MiFID

Europa-Kommissionen fremlagde i efteråret 2011 forslag til revision af MiFID-direktivet, som danner grundlag for reguleringen af handel med finansielle instrumenter i EU. Kommissionens forslag til revision indebærer bl.a., at der skal offentliggøres før- og efterhandelsinformation ved handel med statsobligationer. I dag er det kun aktier, som er omfattet af kravet om handelsinformation. Førhandelsinformationen omfatter købs- og salgskurser, samt hvor meget der kan handles til ved disse kurser (markedsdybden), mens efterhandelsinformationen omfatter kurser, mængder og tidspunkter for de indgåede handler. Informationen skal offentliggøres så tæt på realtid som teknisk muligt. Kommissionen bemærker, at visse instrumenter og handler, fx over en bestemt størrelse, kan undtages fra kravene af hensyn til likviditeten i instrumenterne. De nærmere regler for de forskellige typer instrumenter og handler skal udarbejdes af ESMA og vedtages af Kommissionen.

En forordning om forbud mod naked short selling blev vedtaget i EU i efteråret 2011. En række EU-lande inklusive Danmark havde forud for vedtagelsen argumenteret for, at statspapirer ikke burde omfattes af forbuddet, da et forbud kan føre til lavere likviditet på især de mindre statspapirmarkeder og dermed højere finansieringsomkostninger for staterne. I den endelige tekst blev såkaldt proxy hedging tilladt for statspapirer på opfordring fra en gruppe af lande. Det betyder, at investorer kan afdække danske statspapirer med fx tyske statspapirer, da de to markeder er tæt korrelerede. Forbuddet mod naked short selling kan ophæves under særlige omstændigheder, bl.a. hvis forbuddet medfører, at likviditeten på et statspapirmarked reduceres væsentligt.

Europa-Kommissionen foreslog i efteråret 2011 en revision af MiFID-direktivet. Forslaget indebærer en række elementer, som kan hæmme likviditeten på statspapirmarkedet, bl.a. krav om hurtig offentliggørelse af før- og efterhandelsinformation. Hurtig offentlig efterhandelsinformation på statspapirhandel kan medføre, at fx primary dealerne vil være mere tilbageholdende med at handle statsobligationer. Når primary dealerne har købt eller solgt større mængder statspapirer, afvikler de typisk positionerne hurtigt igen. Hvis primary dealerne skal offentliggøre deres køb og salg med det samme, risikerer de, at andre markedsdeltagere reagerer på informationen, så priserne bevæger sig mod dem. Primary dealerne vil som kompensation for den større risiko formentlig tilbyde lavere købspriser og højere salgspriser. Kravet om hurtig offentliggørelse af efterhandelsinformation risikerer derfor at øge handelsomkostningerne og medføre lavere likviditet på statsobligationsmarkedet, hvilket gør det dyrere for stater at udstede obligationer.¹ Kommissionen bemærker da også i sit forslag, at visse instrumenter og handler, fx over en bestemt størrelse, kan undtages fra kravene af hensyn til likviditeten i instrumenterne.

¹ Jf. Nationalbankens høringssvar af 30. november 2011 på www.nationalbanken.dk.

KAPITEL 6

Midlerne i de statslige fonde

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

DEN SOCIALE PENSIONSfond

6.1

Den Sociale Pensionsfond, DSP, blev oprettet i 1970. Indbetalingerne til fonden ophørte i 1982. Fonden bestyres af et udvalg, der består af repræsentanter fra Finansministeriet, Beskæftigelsesministeriet og Statsgældsforvaltningen. Den daglige forvaltning af midlerne varetages af Statsgældsforvaltningen.

Principperne for forvaltningen af midlerne er fastsat i et reglement¹. Fondens midler kan investeres i danske børsnoterede obligationer – herunder indeks- og realkreditobligationer. Forvaltningen af fondens midler sker under hensyn til statsgældspolitikken. Risikoen på fondens aktiver vurderes separat, men indgår i den konsoliderede risikostyring af den samlede statsgæld. Varigheden på DSP's portefølje var fire år ved indgangen til 2012, hvilket er uændret i forhold til begyndelsen af 2011.

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

I 2011 blev der overført 11,2 mia. kr. fra fonden til Beskæftigelsesministeriet, jf. tabel 6.1.1. DSP's pensionsafkastskat for 2010 på knap 1 mia. kr. er betalt i 2011 som følge af en generel omlægning af indbetalings-tidspunktet for pensionsafkastskat. Fonden havde renteindtægter for 4,5 mia. kr.

Ved udgangen af året udgjorde DSP's aktiver 105,6 mia. kr., jf. tabel 6.1.2.

¹ Reglementet kan findes på Statsgældsforvaltningens hjemmeside, www.statsgaeld.dk.

FONDENES INDTÆGTER OG UDGIFTER I 2011 Tabel 6.1.1

Mio. kr.	DSP	Højteknologi-fonden	Forebyggelses-fonden
<i>Indtægter</i>			
Renter mv. ¹	4.492	468	80
Kapitaloverførsel fra staten	-	2.000	-
<i>Udgifter</i>			
Overførsel til ministerium	11.190	600	350
Pensionsafkastskat	978	•	•
Nettoindtægter	-7.676	1.868	-270

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

HØJTEKNOLOGIFONDEN

6.2

Højteknologifonden blev oprettet ved lov i 2004 for at styrke vækst og beskæftigelse ved at understøtte Danmarks videre udvikling som højteknologisk samfund.

Højteknologifonden modtog 2 mia. kr. fra staten i januar 2011. I februar 2012 er der tilført 1 mia. kr., hvorefter fonden er fuldt opbygget.

Højteknologifonden havde i 2011 renteindtægter for 468 mio. kr. Der blev overført 600 mio. kr. fra fonden til Ministeriet for Forskning, Innovation og Videregående Uddannelser, jf. tabel 6.1.1. Højteknologifondens aktiver udgjorde 13,8 mia. kr. ved udgangen af 2011, jf. tabel 6.1.2.

Fondens midler må ifølge loven kun investeres i danske statsobligationer. Investeringsstrategien for fonden sigter mod en ligelig fordeling af midlerne på korte, mellemlange og lange danske statsobligationer.

FONDENES AKTIVER, ULTIMO 2011 Tabel 6.1.2

Nominal værdi, mia. kr.	DSP	Højteknologi-fonden	Forebyggelses-fonden	Andel af udestående, pct.
4 pct. stående lån 2012	2,5	-	-	4
5 pct. stående lån 2013	18,2	3,7	0,9	30
4 pct. stående lån 2015	9,5	3,9	0,9	16
4 pct. stående lån 2017	9,6	2,8	-	23
4 pct. stående lån 2019	3,9	2,6	-	7
7 pct. stående lån 2024	10,5	0,4	-	45
Statsobligationer i alt	54,2	13,4	1,7	
Realkreditobligationer mv. ¹ ...	45,6	•	•	
Indeksobligationer ²	5,8	•	•	
Kontoindestående	0,0	0,4	0,1	
I alt	105,6	13,8	1,8	

¹ Realkreditobligationer, kommune-, skibskredit- og fiskeribankobligationer, som ikke er indeksobligationer.

² Indekseret værdi.

FOREBYGGELSESFONDEN**6.3**

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.

I 2011 blev der udbetalt 350 mio. kr. fra fonden til Beskæftigelsesministeriet. Fonden havde i 2011 renteindtægter for 80 mio. kr. Dermed var der i 2011 udgifter for netto 270 mio. kr., jf. tabel 6.1.1. Fondens aktiver udgjorde 1,8 mia. kr. ved udgangen af 2011, jf. tabel 6.1.2.

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 indbetalinger i form af renter og afdrag fra obligationsbeholdningen.

KAPITEL 7

Statslige genudlån og lånegarantier

FORMÅL OG RAMMER FOR GENUDLÅN OG LÅNEGARANTIER**7.1**

En række offentlige selskaber har adgang til at optage lån direkte hos staten (genudlån) eller optage lån med statsgaranti, jf. tabel 7.1.1.¹ Genudlån og lån med statsgaranti har baggrund i et politisk ønske om at understøtte bestemte projekter. Hovedparten udstedes til offentlige selskaber, der er engageret i store infrastrukturprojekter. Opgaver og rammer for selskabernes låntagning er fastlagt ved lov eller aktstykke.

Genudlån og lån med statsgaranti giver selskaberne billigere finansiering i forhold til låntagning uden garanti. De lavere låneomkostninger afspejler statens høje kreditværdighed. Da staten ejer selskaberne, er det en fordel for staten, at de opnår billig finansiering. Selskaberne, der kan låne med statsgaranti eller optage genudlån, betaler som udgangspunkt en provision på 0,15 pct. af låneomfanget årligt til staten.

Retningslinjer for selskabernes låntagning

Statsgældsforvaltningen fastlægger de overordnede retningslinjer for låntagningen 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 hovedelementer²:

- En aftale mellem det relevante ministerium, Finansministeriet, Statsgældsforvaltningen og det enkelte selskab.
- En liste over acceptable lånetyper, der udarbejdes og vedligeholdes af Statsgældsforvaltningen, jf. boks 7.1.

GENUDLÅN**7.2**

Ved genudlån optages lånet direkte hos staten. Hovedparten af genudlånene afspejler lån i eksisterende statsobligationer, således at kupon-

¹ Derudover har Danmarks Skibskredit A/S adgang til en særlig genudlånsordning, jf. *Statens Låntagning og gæld 2003*, kapitel 10.

² For Øresundsbrons vedkommende er der tillige indgået en trepartsaftale mellem Øresundsbro Kon-sortiet, Riksgældskontoret og Statsgældsforvaltningen.

OFFENTLIGE SELSKABER MED ADGANG TIL GENUDLÅN ELLER LÅNEGARANTI Tabel 7.1.1

	Genudlån	Lån med statsgaranti
Danmarks Radio	X	-
DSB og DSB S-tog A/S	-	X
Eksport Kredit Fonden	X	-
Energinet.dk	X	-
Femern Bælt A/S	X	X
A/S Femern Landanlæg	X	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.: Et kryds (X) indikerer, at selskabet har adgang, mens en streg (-) indikerer, at selskabet ikke har adgang. Tabellen omfatter statslige selskaber, hvis lånegaranti administreres af Statsgældsforvaltningen.

RETNINGSLINJER FOR LÅNTAGNING OG RISIKOSTYRING

Boks 7.1

Listen over acceptable låntyper 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 aktiverne og passiverne på konsolideret basis. Det er selskabernes ansvar at fastlægge en finansstrategi, som indeholder regler for alle finansielle transaktioner i relation til virksomhedens låntagning og risikostyring.

Listen over acceptable låntyper 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 år¹
- Selskaberne kan førtidsindfri genudlån som følge af ændringer i deres finansieringsmæssige rammer.

Krav til risikostyring

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

¹ Finansiell Stabilitet har adgang til genudlån i stående lån med en løbetid på mellem 1 måned og 10 år. Eksport Kredit Fonden har udover genudlån i genudlånsviften adgang til genudlån med en serieafdragsprofil på op til 18 år. Energinet.dk, Femern Bælt og Metroselskabet har også adgang til genudlån i 4,5 pct. stående lån 2039.

rente, rentetermin og afdragstidspunkt modsvarer bagvedliggende statsobligationers karakteristika.

Når et selskab henvender sig for at optage et genudlån, fastsætter Statsgældsforvaltningen kursen på lånet på baggrund af de aktuelle markedsforhold. Låneprovenuet udbetales fra statens konto. Det afledte finansieringsbehov dækkes ved de løbende udstedelser i de primære låneviftepapirer. Der udstedes ikke specifikt med henblik på at afdække risikoen ved det enkelte genudlån, men genudlånene indgår i den konsoliderede styring af statsgældens markedsrisiko.

Genudlån i 2011

I 2011 blev der ydet genudlån for 18 mia. kr. Som følge af afdrag på eksisterende genudlån faldt det samlede udestående med 4 mia. kr. til 76 mia. kr., jf. tabel 7.2.1. Det skyldes primært, at Finansiell Stabilitet i 2011 nedbragte deres beholdning af genudlån med 11 mia. kr. efter den finansielle sektors indbetaling af tabskautionen vedrørende Bankpakke 1.

I 2011 har Energinet.dk, Femern Bælt og Metroselskabet fået mulighed for at optage genudlån i det 30-årige papir under visse betingelser. Selskaberne er kendetegnet ved at have investeringer med lang løbetid, hvorfor de ved at optage 30-årige lån kan opnå et bedre match mellem varigheden på gældsporteføljen og anlægsaktiverne. I slutningen af året optog Energinet.dk et genudlån i 4,5 pct. stående lån 2039 på 0,5 mia. kr.

Flere selskaber optog genudlån på termin med udbetaling 15. november, hvor genudlån i 2011-papiret forfaldt. Genudlån på termin spreder

GENUDLÅN		Tabel 7.2.1
Mia. kr., nominel værdi	Beholdning ultimo 2010	Beholdning ultimo 2011
Danmarks Radio	3,6	3,6
Danmarks Skibskredit A/S	10,2	9,6
Eksport Kredit Fonden	2,9	5,3
Energinet.dk	5,5	6,5
Femern Bælt A/S	0,5	0,5
A/S Femern Landanlæg	-	0,1
Finansiell Stabilitet A/S	24,5	13,9
Lån til Island	1,8	3,6
Metroselskabet I/S	-	1,8
Nordsøfonden	0,3	0,3
Statens Serum Institut	0,3	0,4
A/S Storebælt	13,9	13,1
Sund og Bælt Holding A/S	0,4	0,4
Udviklingsselskabet By og Havn I/S	9,0	10,1
A/S Øresund	7,0	7,4
I alt	80,0	76,5

LÅNEGARANTIER ADMINISTRERET AF STATSGÆLDSFORVALTNINGEN		Tabel 7.3.1
Mia. kr.	Beholdning ultimo 2010	Beholdning ultimo 2011
Danmarks Radio	0,9	0,9
DSB og DSB S-tog A/S	8,0	7,1
Femern Bælt A/S	0,0	0,0
A/S Femern Landanlæg	0,1	0,0
A/S Storebælt	14,8	14,4
Sund & Bælt Holding A/S	0,0	0,0
A/S Øresund	3,6	3,6
Øresundsbro Konsortiet ¹	20,2	17,8
I alt.....	47,6	43,8

¹ Lån optaget af Øresundsbro Konsortiet er garanteret af den danske og svenske stat med solidarisk hæftelse.

Anm: Opgørelserne er inklusive garanterede swaps.

selskabernes kursfastsættelse over flere måneder uden at påvirke selskabernes likviditetsstyring.

Eksport Kredit Fonden fik med vedtagelse af Bankpakke 2 i 2009 adgang til at optage statslige genudlån for op til 20 mia. kr. frem til udgangen af 2011. Ordningen er i 2011 blevet forlænget til udgangen af 2015.

Bilaterale lån til Irland, Island og Letland

Som støtte til de islandske og lettiske økonomiske stabiliseringsprogrammer har Danmark, i samarbejde med de øvrige nordiske lande og IMF, givet tilsagn om bilaterale lån. Lånetilsagnene udløb i 2011. Letland har ikke gjort brug af deres lånefacilitet, mens Island har fået udbetalt 480 mio. euro, svarende til rammen for låneprogrammet.

Irland fik i november 2010 tilsagn fra EU-landene og IMF om et låneprogram på 85 mia. euro.¹ Danmark har i den forbindelse givet tilsagn om en bilateral låneramme på 400 mio. euro. Der er endnu ikke trukket på faciliteten, der udløber ultimo 2013.

STATSLIGE LÅNEGARANTIER

7.3

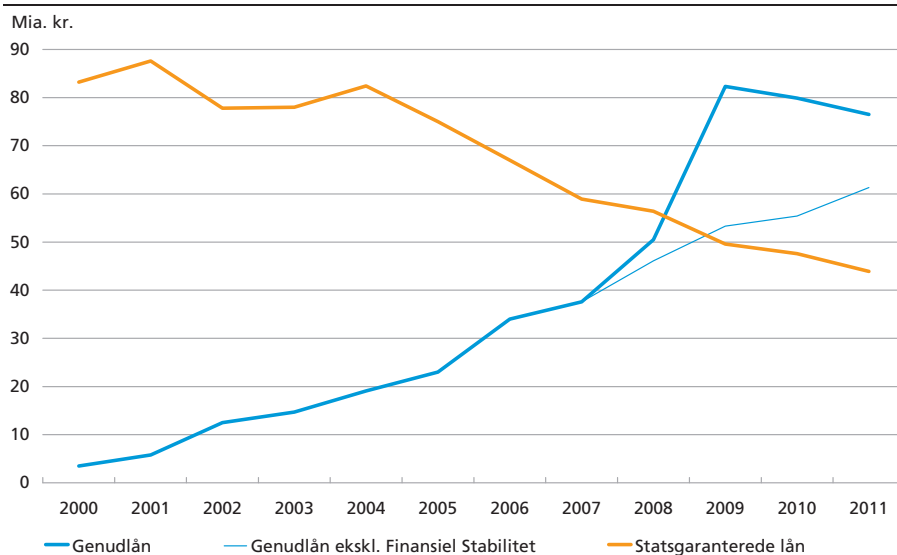
I 2011 nedbragte offentlige selskaber, hvis lånegaranti administreres af Statsgældsforvaltningen, udestående statsgaranterede lån med 3,7 mia. kr., jf. tabel 7.3.1. De individuelle statsgarantier på lån optaget af den finansielle sektor i forbindelse med Bankpakke 2 administreres af Finansiell Stabilitet².

¹ Låneprogrammet er beskrevet i *Økonomisk Redegørelse*, december 2010.

² Finansiell Stabilitet A/S, www.finansiellstabilitet.dk.

GENUDLÅN OG STATSIGE LÅNEGARANTIER

Figur 7.4.1



Anm.: Genudlån og statslige lånegarantier administreret af Statsgældsforvaltningen.

SAMMENLIGNING AF STATSIGE GENUDLÅN OG LÅNEGARANTIER 7.4

Lånegarantier og genudlån kan sidestilles, hvad angår formål og risiko for staten. Lånegarantier og genudlån har dog en forskellig påvirkning på statens finansieringsbehov og gældsopgørelser. I modsætning til lånegarantier øger genudlån statsgælden og ØMU-gælden. Genudlånene finansieres via statspapirudstedelser, hvilket øger gælden, hvorimod aktivet i form af genudlånet ikke modregnes i gældsopgørelserne.

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 7.4.1. Udviklingen afspejler, at selskaberne har valgt at omlægge statsgaranteret låntagning i markedet til genudlån. Derudover har en række nye statslige selskaber kun adgang til at finansiere sig via genudlån. Genudlån giver normalt selskaberne lavere finansieringsomkostninger end lån med statsgaranti, da investorerne er villige til at betale en likviditetspræmie på statsobligationer.

KAPITEL 8

Markedsrisiko

Varigheden på statsgældsporteføljen har siden 2008 været høj. Det afspejler en række strategiske valg, herunder et højt indestående på statens konto finansieret ved salg af især lange obligationer. Disse beslutninger har bidraget til at sikre en lav rente- og refinansieringsrisiko.

Staten indgår som udgangspunkt ikke renteswaps i 2012, idet den forventede besparelse herved vurderes at være lav i forhold til risikoen for stigende renter. Sigtebåndet for statsgældens gennemsnitlige varighed er for 2012 fastsat til 9 år +/- 1 år.

Som resultat af passivernes høje gennemsnitlige restløbetid og statens betydelige beholdning af korte aktiver, slår eventuelle fremtidige rentestigninger kun langsomt igennem på renteudgifterne.

MARKEDSRISIKOSTYRING I 2011**8.1****Høj varighed**

Varigheden på statens gældsportefølje er fortsat høj. Det skyldes udstedelsen af lange obligationer de senere år samt opbygningen af et solidt likviditetsberedskab i form af indeståendet på statens konto i Danmarks Nationalbank. Disse strategiske valg har betydet, at statens eksponering over for stigende renter har kunnet fastholdes på et lavt niveau trods stigende gæld.

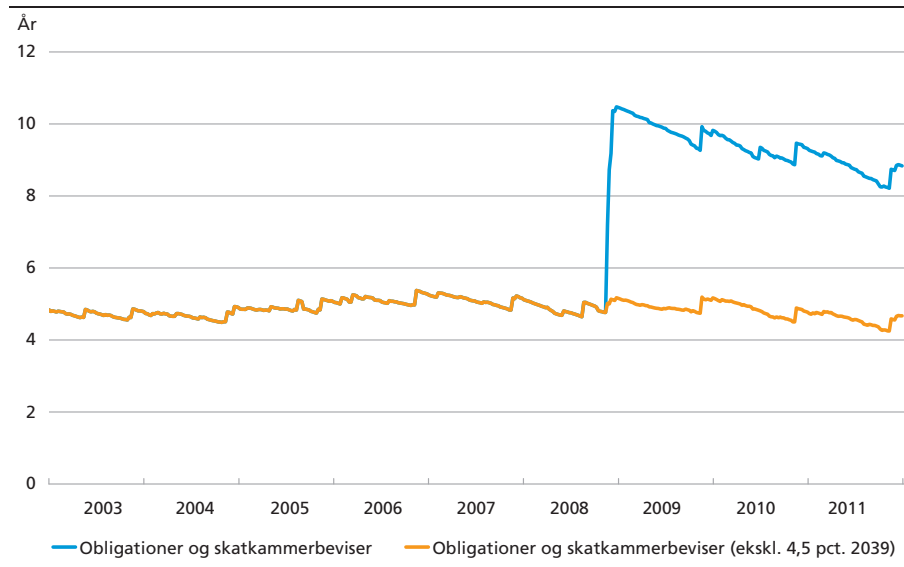
Strategien for renterisikostyringen sigtede ved indgangen til 2011 mod at nedbringe varigheden moderat bl.a. ved indgåelse af renteswaps. Sigtebåndet for den gennemsnitlige varighed opgjort med fast diskonteringsfaktor var fastsat til 9 år +/- 1 år. Den gennemsnitlige varighed for 2011 beregnet med fast diskonteringsfaktor blev 10,3 år.¹ I lyset af de historisk lave lange renter og stigende pengemarkedsspænd blev indgåelsen af renteswaps stillet i bero i 2. halvår, og det blev besluttet ikke at modgå afvigelsen fra sigtebåndet.

De indenlandske statspapirer havde ultimo 2011 en gennemsnitlig restløbetid på 8,8 år, hvilket er 0,5 år lavere end året før, jf. figur 8.1.1. Den moderate reduktion af den gennemsnitlige restløbetid afspejler opbygningen af skatkammerbevisprogrammet, og at hovedparten af årets

¹ Den gennemsnitlige Macaulay-varighed faldt fra 10,2 år i 2010 til 9,6 år i 2011.

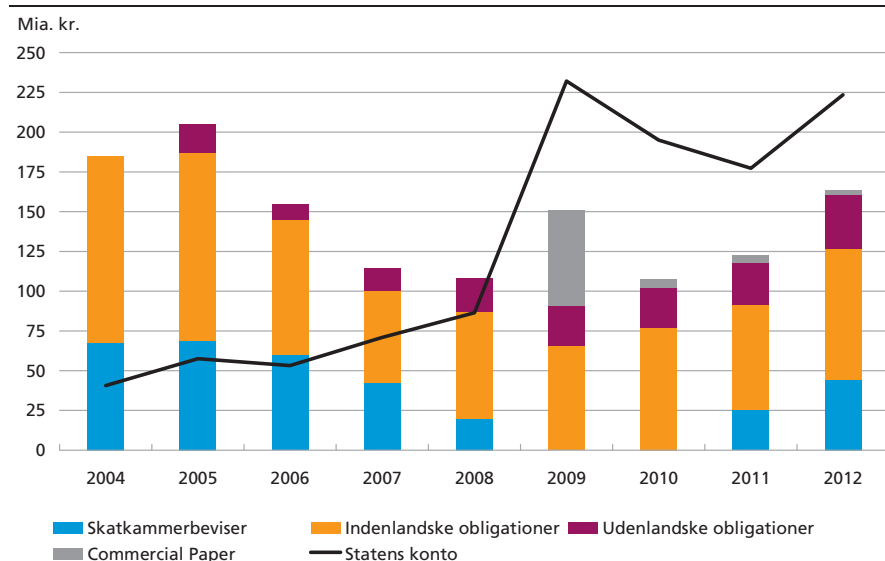
GENNEMSITLIG RESTLØBETID PÅ INDENLANDSKE STATSPAPIRER

Figur 8.1.1



REFINANSIERINGSBEHOV OG STATENS KONTO

Figur 8.1.2



Anm.: Refinansieringsbehovet er opgjort som summen af årets forfald og rentebetalinger inklusive swaps ud fra beholdninger ultimo året før. Indeståendet på statens konto er opgjort pr. ultimo året før. Statens konto er ultimo 2008 og 2009 korrigeret med henholdsvis 26 mia. kr. og 16 mia. kr. som følge af, at hovedparten af Den Sociale Pensionsfonds køb af realkreditobligationer i december først blev afregnet primo januar.

obligationsudstedelser er sket i de 2-, 5- og 10-årige papirer, hvorved de helt lange papirers andel af det nominelle udestående er faldet. Udledes den 30-årige obligation af beregningen, er den gennemsnitlige restløbetid stort set uændret sammenlignet med 2010.

Refinansieringsbehovet er steget moderat

Som et resultat af den forholdsvis høje andel af lange udstedelser de senere år, er statens refinansieringsbehov¹ fortsat lavt. Dette gælder både i sammenligning med andre lande og i forhold til de historiske niveauer i Danmark.

Statens refinansieringsbehov steg moderat i 2011, jf. figur 8.1.2. Stigningen over de sidste par år afspejler primært opbygningen af skatkammerbevisprogrammet, der ultimo 2011 havde et udestående på 44 mia. kr. Opretholdelsen af et vist udestående i skatkammerbevisprogrammet skal ses som et element i statens likviditetsberedskab. De senere års erfaringer fra andre lande har understreget, at skatkammerbeviser er et af de instrumenter, der fortsat kan udstedes i under kraftig markedsuro.

Den moderate stigning i refinansieringsbehovet skal desuden ses i sammenhæng med statens betydelige kontoindestående, som fortsat mere end dækker alle forfald og rentebetalinger et år frem.

Størrelsen af statens renteswapportefølje er faldende

Statsgældsforvaltningen indgik porteføljerenteswaps for notionelt 8,9 mia. kr. i 2011. Indgåelsen af renteswaps blev sat i bero i 2. halvår, idet de lange renter faldt, og spændet mellem sikrede og usikrede pengemarkedsrenter i euroområdet blev udvidet.

Staten har i hele 2011 kunnet udstede lange obligationer til en rente væsentligt under den lange swaprente. Isoleret set kunne det tale for indgåelse af renteswaps. Swapspændet har dog altovervejende afspejlet markedsforventninger om høje fremtidige kreditrisikopræmier i de pengemarkedsrenter, som staten ville skulle betale i swappens variable ben. Disse kreditrisikopræmier har gjort Euriborbaserede renteswaps mindre velegnede til statens renterisikostyring. Eonia-renteswaps vil derfor fremover indgå i Statsgældsforvaltningens instrumentarium, jf. boks 8.1.

På baggrund af det beskedne omfang af nye swaps i de senere år har renteswapporteføljen været let faldende. Uden indgåelse af nye renteswaps vil faldet være kraftigere i 2012, hvor en betydelig del af statens renteswaps udløber, jf. figur 8.1.3.

¹ Det kortsigtede refinansieringsbehov er opgjort som summen af forfald og rentebetalinger de kommende 12 måneder.

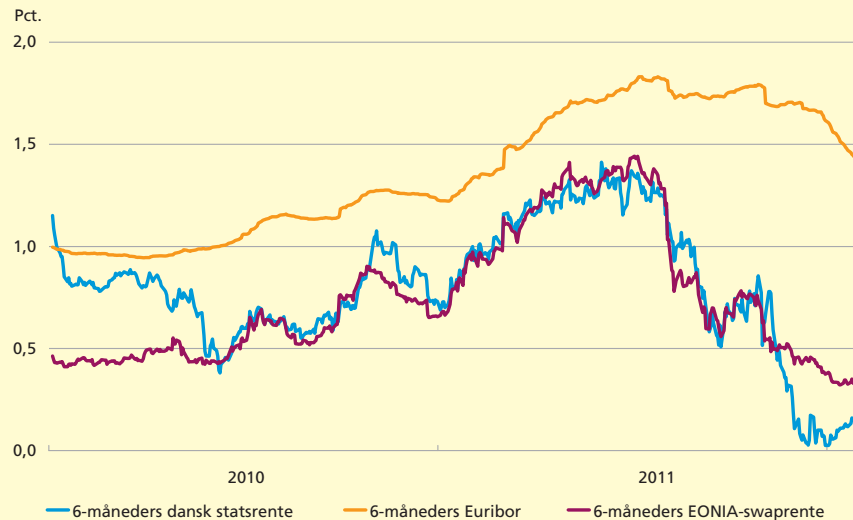
FORDELE VED EONIA-RENTESWAPS

Boks 8.1

Den forværrede fundingsituation for europæiske banker har i 2011 ført til en kraftig udvidelse af spændet mellem sikrede og usikrede euro pengemarkedsrenter. Det betyder fx, at 6-måneders Euribor, som bestemmer størrelsen af de variable betalinger på statens eksisterende eurorenteswaps, har ligget højt sammenlignet med statsrenter med samme løbetid, jf. figuren. Udover det højere niveau, har bevægelserne i Euribor-renterne været karakteriseret ved en markant større træghed end for sikrede renter, specielt i 2. halvår 2011.

Det udtalte kreditelement i Euribor-renterne har gjort Euribor-renteswaps til et mindre velegnet instrument i statens renterisikostyring. Renteswaps, hvor de variable betalinger i stedet bestemmes af gennemsnittet af dag-til-dag renten i euroområdet (EONIA), er et alternativt instrument. Den variable rente i EONIA-swaps er stort set upåvirket af kreditrisikopræmier, og EONIA-swaprenterne samvarierer væsentligt tættere med de korte danske statsrenter.

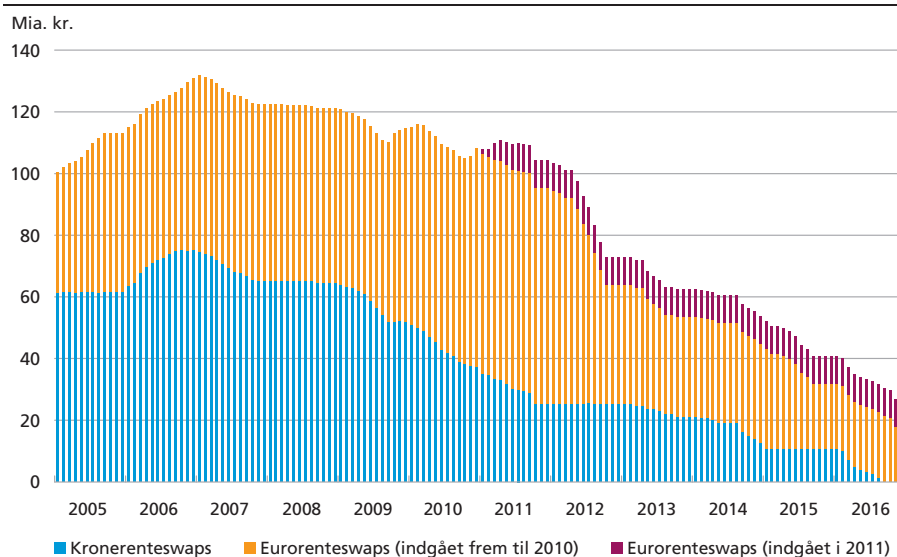
KORTE RENTER



Kilde: Bloomberg.

STATENS PORTEFØLJERENTESWAPS, NOTIONELT

Figur 8.1.3



STRATEGI FOR MARKEDSRISIKOSTYRING I 2012

8.2

Udstedelsesstrategien for 2012 sigter mod en overvægtning af lange udstedelser med henblik på at fastholde en lav refinansieringsrisiko. Dette afsnit beskriver baggrunden for, at staten som udgangspunkt ikke vil modgå varighedseffekten af de lange udstedelser med indgåelse af nye porteføljerenteswaps i 2012.

Lav forventet omkostning ved høj varighed på statsgælden

Historisk har en høj varighed normalt været forbundet med højere forventede rentekomkostninger. Det skyldes, at investorerne i rentemarkederne har krævet et merafkast for at binde deres midler i længere tid. Det forventede merafkast (renterisikopræmie) knytter sig til den kreditrisikofri rentekurve og er fælles for alle udstedere i en valuta. Det har i en årrække været fordelagtigt at udstede lange obligationer og indgå renteswaps for at reducere de forventede omkostninger.¹

Med afsæt i disse erfaringer er det en ofte udtalt præmis for analyser af afvejningen mellem omkostninger og risici, at renterisikopræmien også fremadrettet vil være betydelig, og at høj varighed derfor er forbundet med en væsentlig meromkostning.

¹ Statsgældsforvaltninger indgår almindeligvis renteswaps, hvor staten modtager en fast rente og betaler en variabel rente. Det svarer til at købe en fastforrentet obligation finansieret med et variabelt forrentet lån. Indgåelsen indebærer derfor en *forventet* gevinst i det omfang, markedsrenterne afspejler et forventet merafkast ved at binde midler i lange fordringer. Den faktisk *realiserede* gevinst afhænger af den efterfølgende udvikling i den korte rente, og kan således også blive negativ.

**MODELESTIMATER AF RENTEBESPARELSEN VED AT INDGÅ RENTESWAPS
– FORTSÆTTES**

Boks 8.2

Den forventede besparelse ved at indgå renteswaps, hvor staten modtager en fast rente, afhænger af renterisikopræmien.¹ Renterisikopræmien (term premium) kan defineres som det årlige merafkast, som deltagerne i rentemarkedet kræver for at holde en langfristet kreditrisikofri fordring sammenlignet med en helt kort placering, som løbende geninvesteres. Hvis renterisikopræmien er positiv, svarer det til, at markedsdeltagerne forventer, at den korte rente – i gennemsnit over swappens løbetid – forbliver lavere end den faste rente, som staten modtager.

Mens den faktisk realiserede besparelse for en given swap let kan beregnes efter swappens udløb, kan den fremadrettede renterisikopræmie – som er relevant for beslutningen om at indgå nye renteswaps – ikke direkte observeres. Renterisikopræmien må i praksis estimeres ved hjælp af en rentemodell, hvorfor der er knyttet usikkerhed til estimater af risikopræmien. Statsgældsforvaltningens 2-faktor Cox-Ingersoll-Ross, CIR, rentemodell, som anvendes til Cost-at-Risk, CaR, analyser, er et eksempel på en modell, som tillader identifikation af renterisikopræmier.

CIR-modellen indikerer i øjeblikket lave risikopræmier for alle løbetider. De absolutte niveauer afhænger af modelspecifikationen og estimationsperioden, men det er et robust resultat på tværs af modeller, at niveauerne er blandt de laveste i nyere tid, jf. figuren. Eksempelvis estimerer CIR-modellen de nuværende renterisikopræmier for mellemlange og lange løbetider til omkring nul baseret på de seneste 25 års data. Det indikerer, at der p.t. ikke er nogen forventet rentebesparelse for staten ved at indgå renteswaps.

Nyere analyser har peget på, at renterisikopræmien er faldet betydeligt over de sidste 20 år.² Allerede i forbindelse med den såkaldte "conundrum"-periode i 2004-06, hvor de amerikanske lange renter ikke steg trods kraftige forhøjelser af de pengepolitiske renter, var konsensus, at risikopræmierne i rentemarkedet var faldet til usædvanligt lave niveauer. De lange renter er siden da faldet markant, og de estimerede risikopræmier på tværs af modeller vil derfor tendere mod at være endnu lavere i dag.

Uanset modelusikkerhed sætter de nuværende lave niveauer for de lange renter en forholdsvis snæver grænse for, hvor stor besparelsen ved at indgå renteswaps i øjeblikket kan være. Det skyldes, at de korte renter principielt ikke kan falde mærkbart

¹ Analysen i denne boks antager, at swappens variable rente ikke påvirkes af kreditrisikopræmier. Den beskrevne swap kan opfattes som en EONIA-renteswap, jf. boks 8.1.

² Se fx D. H. Kim og A. Orphanides, *The bond market term premium: what is it, and how can we measure it?*, BIS Quarterly Review, June 2007.

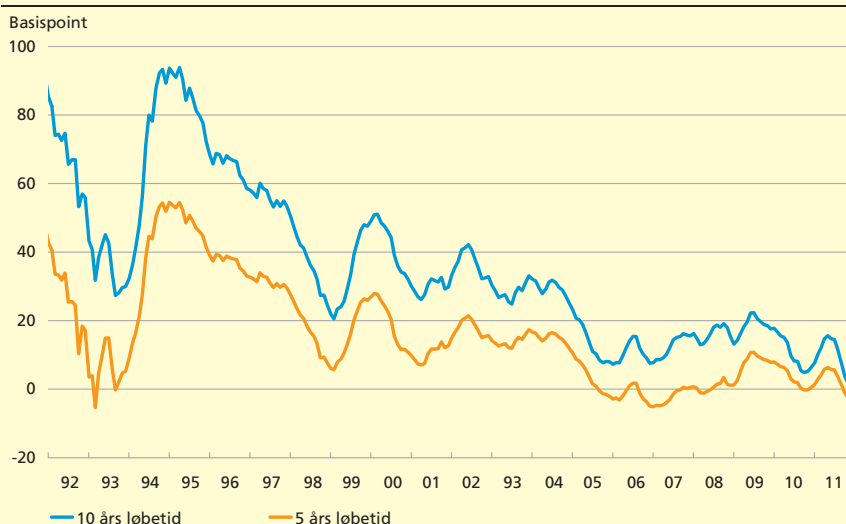
De vedvarende kraftige rentefald over de seneste årtier, jf. figur 8.2.1, har nu bragt de lange renter tæt på nul. Det afspejler bl.a. en lavere renterisikopræmie. På baggrund af det lave renteniveau er det Statsgældsforvaltningens vurdering, at den forventede besparelse ved at reducere varigheden ved hjælp af renteswaps er beskeden i den nuværende situation, jf. boks 8.2.

MODELESTIMATER AF RENTEBESPARELSEN VED AT INDGÅ RENTESWAPS – FORTSAT

Boks 8.2

under nul. Fx var den 5-årige EONIA-swaprente ultimo januar 2012 ca. 1,0 pct. Derfor er den maksimale besparelse ved at indgå en sådan swap 1,0 pct. p.a. over de næste fem år. Denne maksimale besparelse realiseres, hvis dag-til-dag renten øjeblikkeligt falder til nul efter indgåelsen af swappen og forbliver der de næste fem år. Til sammenligning har der over de sidste 20 år været en realiseret besparelse ved at indgå 5-årige renteswaps på knap 150 basispoint pr. år. Med de nuværende niveauer for de lange renter vil besparelsen – selv i det mest gunstige scenario – være væsentligt lavere end dette historiske gennemsnit.

ESTIMEREDE RENTERISIKOPRÆMIER



Anm.: Renterisikopræmien er beregnet som forskellen mellem spotrenter for den angivne løbetid og det forventede gennemsnit af korte renter i rentemodellen over samme horisont. I estimationen af modellen er en parameter, som styrer rentekurvens langsigtede middelniveau, kalibreret, så den nuværende rentekurve rammes bedre. Dette opnås på bekostning af et lidt mindre præcist – men stadig godt – fit til historiske rentekurver. Uden denne kalibrering, dvs. ved anvendelse af maximum likelihood estimaterne for alle parametre, er de estimerede renterisikopræmier p.t. negative for begge de angivne løbetider.

Swapstrategi for 2012

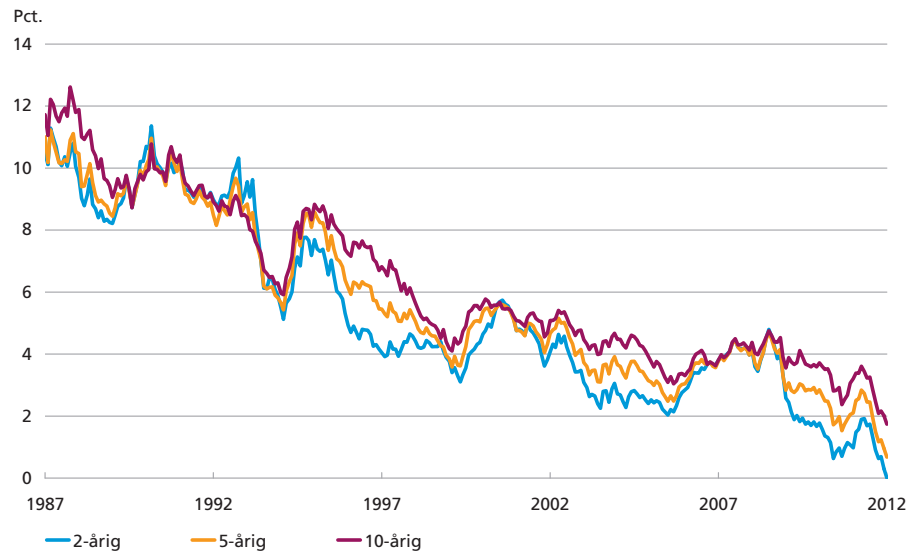
Fordelingen af statens fremtidige renteudgifter analyseres ved at simulere 2.500 scenarier for den danske statsrentekurve frem mod 2021.¹ I basisscenariet udgør statens nettorenteudgifter en forholdsvis konstant andel af BNP på 0,8-0,9 pct. af BNP i årene fremover, jf. figur 8.2.2.² Risikoen på renteudgifterne, defineret som 95 pct.-percentilen i omkost-

¹ Fremskrivningen af statens primære underskud er baseret på *Budgetoversigt 3*, december 2011 for årene 2011-2013 og på datagrundlaget for *Reformpakken 2020 - Kontant sikring af Danmarks velfærd*, Finansministeriet, april 2011, for perioden 2014-2021.

² Renteindtægter i forbindelse med kapitalindskud i banker er ikke medregnet i denne analyse.

DANSKE STATSRENTER SENESTE 25 ÅR

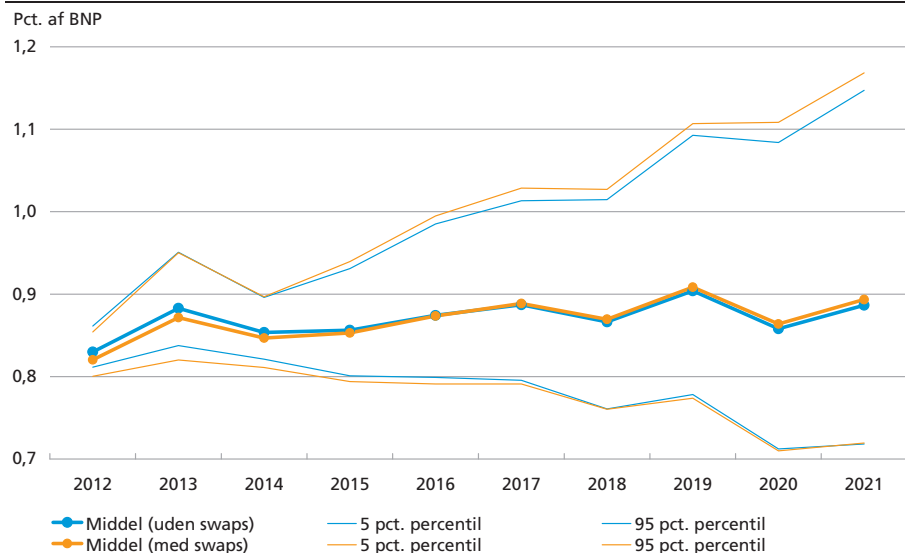
Figur 8.2.1



ningsfordelingen, er særdeles lav i de førstkomende år. Frem mod 2021 stiger usikkerheden, men renteudgifterne forbliver i alle årene beskedne selv i scenarier, hvor renterne stiger betydeligt.

RENTEOMKOSTNINGER MED OG UDEN NYE RENTESWAPS I 2012

Figur 8.2.2



Anm.: Fordelingen af periodiserede nettorenteomkostninger for 2.500 rentescenarier. Fordelingen markeret med gule linjer er baseret på en antagelse om jævn indgåelse af 10-årige EONIA-renteswaps for i alt 20 mia. kr. notionelt i 2012. Renteomkostninger er opgjort inklusive renteindtægter på genudlån. Fremskrivningen af budgettal er baseret på *Budgetoversigt 3*, december 2011 for årene 2011-13 og på datagrundlaget for *Reformpakken 2020 - Kontant sikring af Danmarks velfærd*, Finansministeriet, april 2011, for perioden 2014-21.

Effekt af swapindgåelse på statens renteudgifter i CaR-modellen

Analysen i Cost-at-Risk modellen, CaR, viser, at indgåelse af nye renteswaps øger renterisikoen på langt sigt, uden at dette kompenseres i form af lavere forventede renteomkostninger. De gule linjer i figur 8.2.2 viser effekten af at indgå 10-årige Eonia-renteswaps for 20 mia. kr. (notionelt) i 2012. Indgåelsen af renteswaps giver i de første år en forventet omkostningsbesparelse, hvilket primært skyldes, at de korte renter fremskrives til initialt at ligge mærkbart under de lange renter. Efter nogle år forventes den årlige besparelse dog vendt til en udgift pga. højere korte renter. Konsistent med resultaterne i boks 8.2, bliver den samlede forventede besparelse over hele swappens løbetid omkring nul. Swapindgåelsens effekt på renterisikoen er ubetydelig i de første år, men stiger moderat fra 2014 og frem.

Det skal understreges, at omkostningsfordelingerne alene beskriver usikkerheden relateret til renteudviklingen og ikke afspejler den risiko, som er knyttet til udviklingen i den primære saldo eller den økonomiske vækst.

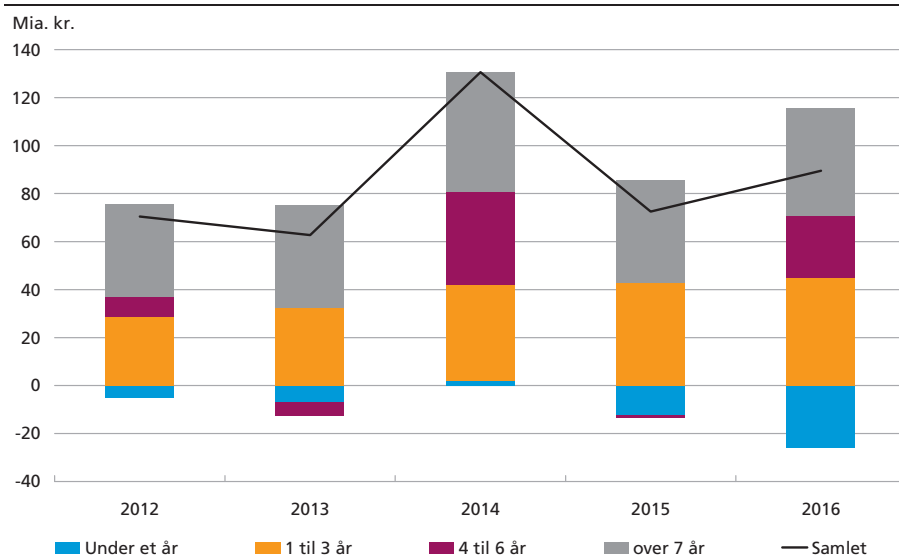
Balanceret kort rentefixing de kommende år

I basisscenariet ventes statens korte rentefixing (under et år, jf. boks 8.3) at være omtrent balanceret i 2012, jf. figur 8.2.3. Statsgældsporteføljen har tidligere haft en udtalt negativ kort rentefixing på grund af det betydelige indestående på statens konto. I denne situation kan indgåelse af renteswaps bidrage til at reducere den kortsigtede variation i renteomkostningerne. Opbygningen af skatkammerbevisprogrammet betyder imidlertid, at den negative korte rentefixing i de førstkomende år ventes at være beskeden. Det betyder, at anvendelse af renteswaps med hen-

RENTEFIXING	Boks 8.3
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. Rentefixingen opdeles i forskellige løbetidssegmenter. Den korte rentefixing er for løbetider under et år. Det er primært indestående på statens konto, udstedelsen af skatkammerbeviser og den notionelle hovedstol af den samlede portefølje af renteswaps. Derudover inddeles rentefixingen i løbetidssegmenterne fra et til tre år, fra fire til seks år og i løbetidssegmentet over syv år. Inddelingen svarer således til fordelingen af statens primære udstedelsespapirer.	

STATENS RENTEFIXING FORDELT PÅ LØBETIDSSEGMENTER

Figur 8.2.3



Anm.: Rentefixingen er det beløb, der skal fastsættes ny rente på i et givet år. Rentefixingen opgøres som rentefixingen på passiver fratrasket rentefixingen på aktiver. Baseret på samme antagelser som figur 8.2.2.

blik på at reducere den kortsigtede variation i renteomkostningerne ikke er aktuelt.

Hertil kommer, at renteswaps øger statens eksponering over for ændringer i spændet mellem korte stats- og swaprenter, og statens kreditrisiko øges, jf. kapitel 9.

Som udgangspunkt indgås ingen nye porteføljerenteswaps i 2012

Strategien for 2012 er, at staten som udgangspunkt ikke indgår nye porteføljerenteswaps. Porteføljens varighed vil derfor ikke i 2012 blive nedbragt hurtigere, end hvad udstedelses- og opkøbspolitikken giver anledning til. Selv uden indgåelse af nye renteswaps ventes varigheden at falde de kommende år. Det afspejler, at budgetunderskud og forfald som udgangspunkt finansieres med udstedelser, som har lavere gennemsnitlig varighed end den eksisterende gæld.

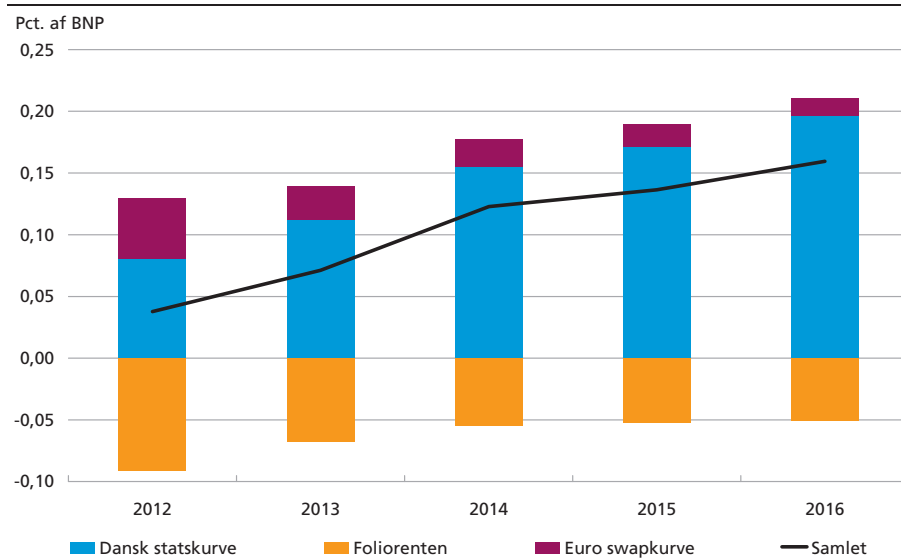
Sigtebåndet for den gennemsnitlige varighed med fast diskonteringsfaktor er fastsat til 9 år +/- 1 år i 2012.

STATENS RENTEUDGIFTER ER ROBUSTE OVER FOR NEGATIVE STØD 8.3

Langsomt gennemslag af rentestigninger på renteudgifterne

Statens følsomhed over for rentestigninger er lav, jf. figur 8.3.1. Figuren illustrerer, hvordan en permanent stigning i alle renter fra primo 2012 vil

GENNEMSLAG AF RENTESTIGNING PÅ 1 PROCENTPOINT FORDELT PÅ FIXINGTYPE Figur 8.3.1



Anm.: Baseret på samme antagelser som figur 8.2.2.

påvirke statens renteudgifter i årene fremover. Søjlerne viser, hvordan den samlede effekt kan opdeles på den danske statskurve (lån i kroner og euro, skatkammerbeviser samt renteswaps i kroner), foliorenten (forrentningen af statens konto) og euroswapkurven (variable swapbetalinger).

Højden af de blå søjler illustrerer effekten af en isoleret stigning i de danske statsrenter på 100 basispoint (for uændret foliorente og euroswapkurve). Dette svarer til et scenario, hvor den danske stats kreditværdighed kommer under pres, og det danske rentespænd derfor stiger.

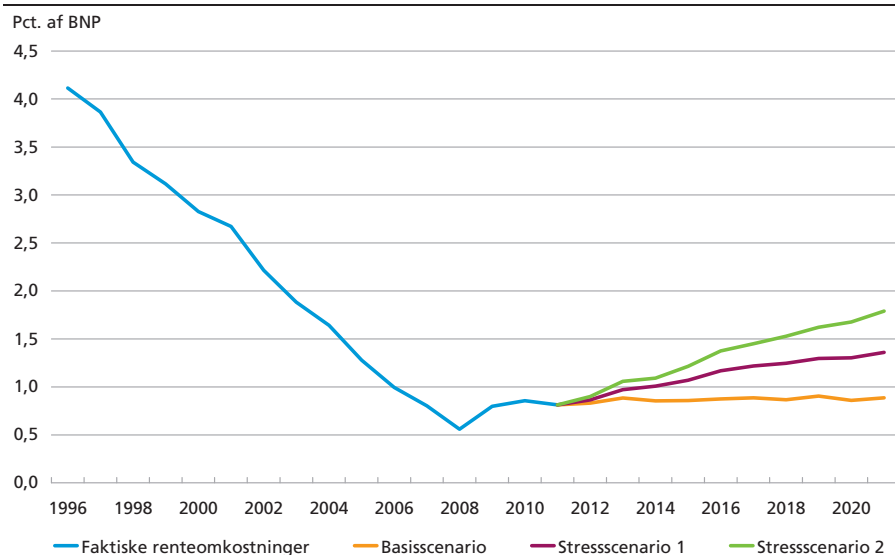
Effekten af et sådant rentechok er begrænset til omkring 0,08 pct. af BNP i 2012 stigende til ca. 0,2 pct. af BNP i 2016. For givne primære underskud er statens renteudgifter således meget lidt følsomme over for stigende renter. Det afspejler Danmarks lave gældskvote samt et strategisk valg om at have forholdsvis lange passiver.

Moderat stigende renteudgifter i stressscenario

Analyserne ovenfor tager udgangspunkt i antagelserne fra *Budgetoversigt 3, 2011* og *Reformpakken 2020 – Kontant sikring af Danmarks vel-færd* fra 2011. Et risikoscenario, hvor statsfinanserne antages at få et væsentligt svagere forløb, er beskrevet i Det Økonomiske Råds rapport *Dansk økonomi, efterår 2011*. Anvendes antagelserne for den primære saldo fra dette stressscenario i CaR-modellen fås en moderat stigning i renteomkostningerne frem mod 2021, jf. figur 8.3.2.

RENTEOMKOSTNINGER I BASIS- OG STRESSSCENARIO

Figur 8.3.2



Anm.: Renteomkostninger på statsgælden korrigeret for renteindtægter på genudlån. Fremskrivningen af renteomkostningerne i basisscenariet er baseret på den offentlige saldo i *Budgetoversigt 3*, december 2011 og *Reformpakken 2020 – Kontant sikring af Danmarks velfærd*, april 2011, Finansministeriet. Stressscenario 1 er baseret på den offentlige saldo i stressscenariet fra *Dansk økonomi*, efterår 2011, Det økonomiske Råd. Den offentlige saldo er i stressscenariet årligt 1,5 pct. af BNP lavere end i basisscenariet. Stressscenario 2 er som scenario 1, men viser 95 pct.-percentilen for renteomkostningerne i Statsgældsforvaltningens Cost-at-Risk model.

I basisscenariet udgør de forventede renteomkostninger under 1 pct. af BNP gennem hele perioden. I stressscenario 1, der tager udgangspunkt i Det Økonomiske Råds risikoscenario for de offentlige finanser, stiger middeltrenteomkostningerne gradvist til ca. 1,4 pct. af BNP i 2021 som følge af stigende gæld. Stressscenario 2 er som scenario 1, men viser 95 pct.-percentilen for renteomkostningerne i Statsgældsforvaltningens Cost-at-Risk model. Her stiger renteomkostningerne fra 0,9 pct. af BNP i 2012 til 1,8 pct. af BNP i 2021. Selv i dette stressscenario udgør renteomkostningerne kun en beskedent andel af BNP både i international sammenligning og i forhold til situationen i Danmark tidligere.

Sammen med resultaterne for rentegennemslaget i figur 8.3.1 viser stressanalysen, at porteføljens forholdsvis lange gennemsnitlige restløbetid samt den initialt lave gældskvote giver en betydelig modstanddygtighed over for både højere renter og en negativ udvikling i statsfinanserne.

KAPITEL 9

Kreditrisiko

Statens swapportefølge bestod ultimo 2011 af 240 swaps med en samlet hovedstol på 188 mia. kr. En swap med en positiv markedsværdi eksponerer staten over for modpartens betalingsevne. Ved udgangen af 2011 var statens krediteksposering 2 mia. kr., når der tages hensyn til modparternes sikkerhedsstillelse.

Mange af statens modparter er de seneste år nedgraderet af kreditvurderingsbureauerne. Den lavere kreditvurdering betyder, at modparterne skal stille mere sikkerhed for en given markedsværdi af deres swapportefølge. Det skyldes, at niveauet for, hvornår der skal stilles sikkerhed, er afhængig af modpartens kreditvurdering.

Det er blevet dyrere at indgå swaps med ensidig sikkerhedsstillelse efter den finansielle krise og de nye reguleringstiltag. Statsgældsforvaltningen er ved at undersøge konsekvenserne af at overgå fra ensidig til gensidig sikkerhedsstillelse. Analysen forventes afsluttet i 2012.

STATENS SWAPPORTEFØLJE

9.1

Statsgældsforvaltningen anvender swaps til at styre statens rente- og valutakurseksponering, enten tilknyttet specifikke lån eller som porteføljeswaps.¹

Staten indgik 15 swaps i 2011 med en samlet hovedstolsværdi på 32 mia. kr. Ultimo 2011 bestod swapporteføljen af 240 swaps med en samlet hovedstol på 188 mia. kr., jf. tabel 9.1.1.

I 2012 forfalder der swaps med en hovedstol på 76 mia. kr. Der vil som udgangspunkt ikke blive indgået porteføljerenteswaps i 2012, og de to udenlandske dollarlån, der forfalder, planlægges ikke fuldt ud refinansieret. På den baggrund forventes swapporteføljen at blive væsentligt reduceret i 2012.

Markedsværdien af en swap er på indgåelsestidspunktet nul, men over tid kan den udvikle sig i statens eller i modpartens favør afhængig af rente- og valutakursudviklingen, jf. boks 9.1. Markedsværdien af statens swapportefølge var 11,9 mia. kr. ved udgangen af 2011.

¹ For en udførlig beskrivelse af statens anvendelse af swaps henvises til *Statens låntagning og gæld 2010*, kapitel 12.

STATENS SWAPPORTEFØLJE ULTIMO 2011

Tabel 9.1.1

	Antal swaps	Hovedstol, mia. kr.	Markedsværdi, mia. kr.
<i>Renteswaps til styring af varigheden</i>			
Renteswaps i danske kroner	93	25,6	2,8
Renteswaps i euro	105	78,8	5,6
<i>Swaps ved udenlandske lån</i>			
Swaps i forbindelse med udenlandske lån ¹	9	65,9	3,8
<i>Andre valutaswaps</i>			
Kroner-euro og euro-kroner	10	8,9	0,0
Kroner-dollar ²	23	8,7	-0,3
I alt.....	240	187,8	11,9

¹ Ved udenlandske lån i andre valutaer end euro swappes låneprovenuet til euro.

² I forbindelse med genudlån i dollar til Danmarks Skibskredit A/S.

MARKEDSVÆRDIEN AF STATENS SWAPPORTEFØLJE

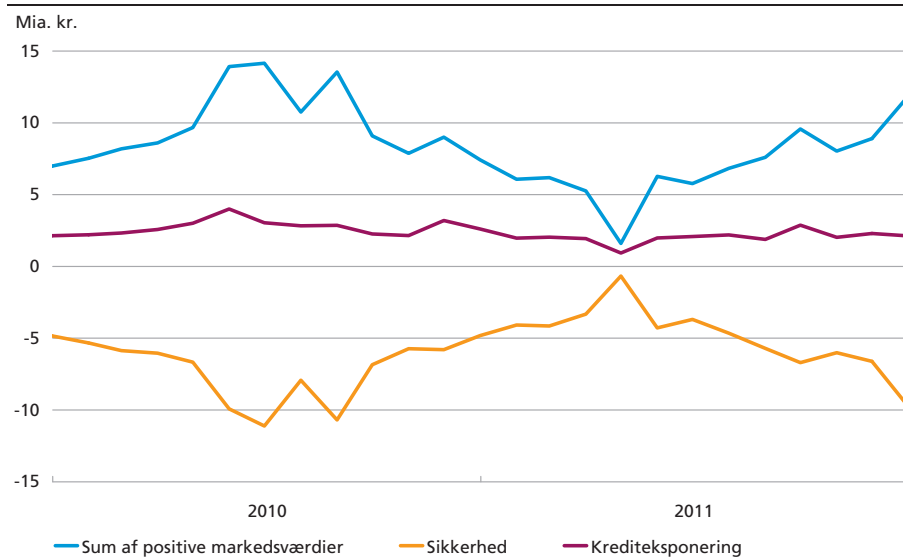
Boks 9.1

Staten benytter renteswaps til omlægning fra lang til kort varighed. Det betyder, at staten betaler en kort variabel rente og modtager en lang fast rente. Markedsværdien af porteføljen af renteswaps stiger derfor, når renterne falder.

Staten anvender valutaswaps ved udenlandske lån i anden valuta end euro for at omlægge valutakursrisikoen på både renter og afdrag til euro. Udstedelser af lån i dollar har medført, at swaps, hvor staten modtager dollar og betaler euro, udgør en stor andel af valutaswapporteføljen. Markedsværdien af porteføljen af valutaswaps stiger derfor, når dollarkursen stiger.

KREDITEKSPONERING PÅ STATENS SWAPPORTEFØLJE

Figur 9.2.1



Anm.: Værdien af den indlagte sikkerhed er angivet med negativt fortegn.

KREDITEKSPONERING PÅ STATENS MODPARTER

9.2

Kreditrisiko er risikoen for at lide et finansielt tab som følge af en modparts misligholdelse af sine betalingsforpligtelser. En swap med en positiv markedsværdi udgør et aktiv for staten og eksponerer staten over for modpartens betalingsevne.

Kreditrisikoen minimeres ved kun at indgå swaps med modparter, der har en høj kreditværdighed. For at begrænse et eventuelt tab i forbindelse med en misligholdelse kan der kun indgås swaps med modparter, som har indgået en aftale om sikkerhedsstillelse.¹

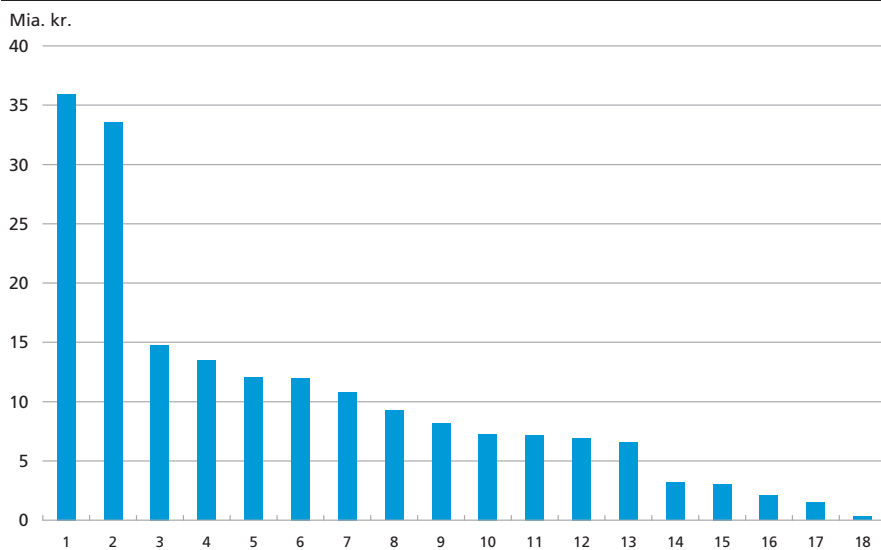
Statens krediteksponering har været relativt konstant i 2011

Krediteksponeringen på swapporporteføljen opgøres som summen af markedsværdierne for hver af de modparter, hvor markedsværdien er positiv, fratrasket modparternes sikkerhedsstillelse. Statens krediteksponering har på trods af store udsving i swapporporteføljens markedsværdi været nogenlunde konstant i løbet af året, jf. figur 9.2.1. Det afspejler, at udsvingene i markedsværdien er modgået af ændringer i sikkerhedsstillelsen. Krediteksponeringen var 2 mia. kr. ultimo 2011.

¹ En mere udførlig beskrivelse af principperne for statens kreditrisikostyring kan findes på statsgældsforvaltningens hjemmeside, www.statsgaeld.dk.

HOVEDSTOL PÅ STATENS SWAPS FORDELT PÅ MODPARTER, ULTIMO 2011

Figur 9.2.2



Anm.: Modparterne er anonymiserede.

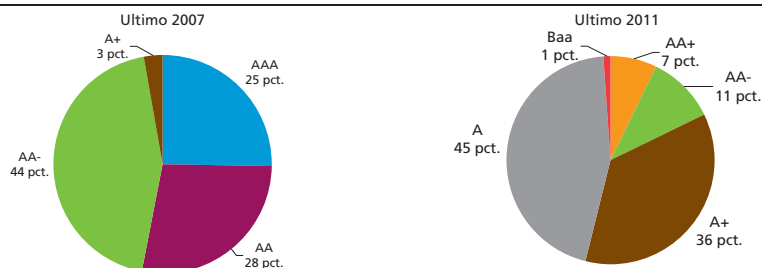
Kreditkvaliteten er faldet på swapmodparterne

Statens swapportefølge er fordelt på 18 modparter, jf. figur 9.2.2. Der er indgået renteswaps med alle modparter, mens swaps i forbindelse med udenlandske lån er koncentreret på færre modparter. Ved at sprede indgåelsen af swaps på mange modparter, mindskes eksponeringen mod den enkelte modpart. Staten er i løbende dialog med mulige nye swapmodparter og forventer i 2012 at kunne indgå aftaler med mindst to nye modparter.

Kreditvurderingsbureauerne har nedgraderet mange af statens modparter de seneste år. Ved udgangen af 2007 var langt hovedparten af swapporteføljen indgået med modparter med en rating på minimum AA-, mens det ved udgangen af 2011 var 18 pct., jf. figur 9.2.3. Modpar-

HOVEDSTOL PÅ STATENS SWAPS OPDELT PÅ MODPARTERNES RATING

Figur 9.2.3



Anm.: Den laveste rating hos henholdsvis Fitch Ratings, Moody's og Standard & Poor's er anvendt.

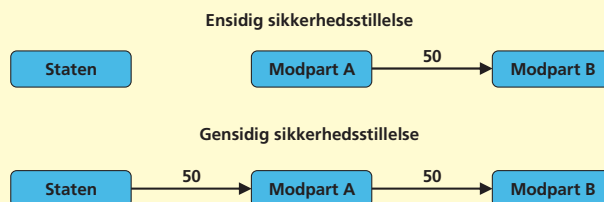
**LIKVIDITETS- OG KAPITALFORHOLD VED GENSIDIG OG ENSIDIG
SIKKERHEDSSTILLELSE**

Boks 9.2

Når en modpart indgår en swap med staten, vil modparten ofte afdække sin risiko. Nedenstående figur illustrerer et eksempel, hvor staten har indgået en swap med modpart A, der samtidig har indgået en modsatrettet swap med modpart B. Den indgåede swap med staten har en positiv markedsværdi på 50 i modpart A's favør.

Er swappen med staten indgået med ensidig sikkerhedsstillelse, får modpart A ingen sikkerhed fra staten, men skal derimod stille sikkerhed til modpart B, jf. figur. Er modpart A's swap med staten indgået med gensidig sikkerhedsstillelse vil sikkerheden, som staten stiller til modpart A, kunne bruges af modpart A til at stille sikkerhed til modpart B, jf. figur.

Den likviditetsrisiko, som modpart A pådrager sig ved at indgå en swap med ensidig sikkerhedsstillelse, øger kravet til modpart A's likviditet. Endvidere skal der fremover ifølge Basel III hensættes kapital ved en usikret eksponering mod en stat.



ternes lavere rating har medført, at de skal stille mere sikkerhed for en given markedsværdi. Dette skyldes, at niveauet for, hvornår der skal stilles sikkerhed, afhænger af modpartens kreditvurdering.

STYRING AF KREDITRISICI FREMADRETTET

9.3

I de kommende år vil der blive indført ny international regulering, der har som formål at reducere den systemiske risiko i banksystemet. Reguleringsforslagene indeholder bl.a. krav om clearing af standardiserede derivater via en central modpart, CCP¹, øget gennemsigtighed via indberetning af derivathandler til centrale handelsregistre og højere kapitalkrav for handler, der ikke CCP-clears. Den kommende regulering betyder, at stater skal revurdere indretningen af deres kreditrisikostyring, herunder brugen af ensidig sikkerhedsstillelse og clearing via CCP'er.²

Staten overvejer gensidighed i sikkerhedsstillelsesaftaler

Statens sikkerhedsstillelsesaftaler er ensidige. Det betyder, at statens swapmodparter stiller sikkerhed, hvis markedsværdien af swapporteføl-

¹ For en uddybende beskrivelse af CCP'er og derivater henvises til Centrale modparter på derivatmarkederne, *Kvartalsoversigt, 3. kvartal 2010*, Danmarks Nationalbank.

² *Regulatory reform of OTC derivatives and its implications for sovereign debt management practices*, OECD, November 2011.

jen er i statens favør, men staten stiller ikke sikkerhed til modparten, når markedsværdien er i modpartens favør. Ensidige aftaler har været markedsstandard for statsgældsforvaltninger i mange år.

Swaps indgået med ensidig sikkerhedsstillelse stiller højere krav til modparternes likviditet og kapital i forhold til gensidige sikkerhedsstillelsesaftaler, jf. boks 9.2. Hvis staten skifter fra ensidig til gensidig sikkerhedsstillelse kan det betyde bedre swappriser, da modparternes likviditets- og kapitalomkostninger reduceres.

Statsgældsforvaltningen er på den baggrund ved at undersøge de operationelle, likviditets og risikomæssige konsekvenser ved at overgå til gensidig sikkerhedsstillelse. Analysen forventes afsluttet i 2012.

Clearing via centrale modparter, CCP'er

I både USA og Europa er der fremlagt forslag om, at finansielle institutioner skal klare standardiserede derivater via en central modpart, CCP.¹ Hvilke swaps, der er standardiserede, er ikke defineret i forslagene. Starter er ikke omfattet af kravet om CCP-clearing i Europa-kommissionens reguleringsforslag fra efteråret 2010.

Centrale modparter kan bidrage til at reducere den systemiske risiko ved derivathandel ved at mindske den samlede krediteksponering, da mulighederne for netting mellem modparterne øges. Det skyldes, at alle indgåede swaps kan nettes multilateralt i CCP'en frem for bilateralt mellem de enkelte swapmodparter.

Hvis alle swaps ikke kan afvikles i én CCP kan CCP-clearing i praksis øge den samlede eksponering. Det sker fx hvis staten har en renteswap med en positiv markedsværdi og en valutaswap med en negativ markedsværdi med samme modpart. Ved bilateral netting kan eksponeringerne modregnes, mens det ikke er muligt at nette de to eksponeringer mod hinanden, hvis det kun er renteswaps, der afvikles i en CCP.

¹ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Dodd-Frank, i USA og European Market Infrastructure Regulation, EMIR, i EU.

Specialkapitel

KAPITEL 10

Indeksobligationer

Staten åbner i 1. halvår 2012 en inflationsindekseret obligation med udløb i 2023. Udstedelsen er et supplement til de nominelle papirer i låneviften. Den nye obligation bliver indekseret til det danske forbrugerprisindeks og vil derudover have karakteristika svarende til den internationale markedsstandard.

Dette kapitel uddyber baggrunden for udvidelsen af låneviften. Herudover beskriver kapitlet den markante vækst internationalt i markedet for inflationsindekserede statsobligationer og diskuterer, hvordan indekseret gæld kan bidrage til en mere diversificeret statsgældsportefølje. Med åbningen af indeksobligationen bliver det muligt at beregne markedsbase-rede inflationsforventninger for Danmark. Kapitlet beskriver, hvorfor sådanne indikatorer bør fortolkes med forsigtighed.

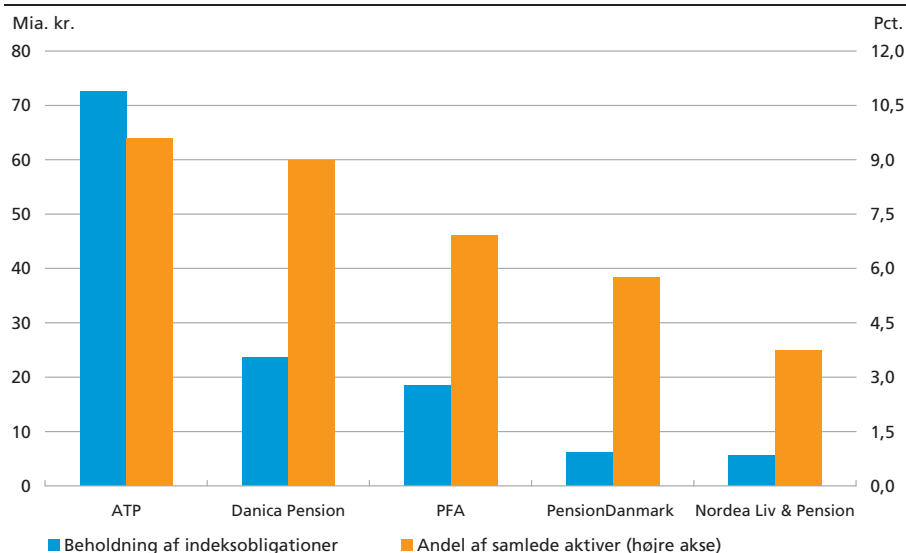
INDEKSobligationer UDVIDER INVEStORBASEN**10.1**

Ved at supplere låneviften med en inflationsindekseret obligation kan staten udvide sin investorbase. Det skyldes, at institutionelle investorer typisk opdeler deres investeringer i en række separate aktivklasser. Ud-steder staten instrumenter inden for flere af disse aktivklasser, vil den samlede potentielle efterspørgsel efter danske statspapirer øges.

Institutionelle investorer anskuer ofte aktiver, hvis nominelle afkast er tæt knyttet til ændringer i prisniveauet, som en særskilt aktivklasse. Inden for denne aktivklasse investeres fx i ejendomme og infrastrukturanlæg. Inflationsindekserede obligationer indgår også som et væsentligt element i disse porteføljer.

Overgangen til pensionsordninger uden nominelle garantier i dele af pensionssektoren har i nogen grad ændret investeringsstrategiernes fokus. Sigtet for forvaltningen af pensionssektorens voksende aktivmasse er nu i højere grad at sikre pensionernes langsigtede købekraft end at opnå givne nominelle afkast. Inflationssikrede aktiver møder på den baggrund en stigende strukturel efterspørgsel fra bl.a. den danske pensionssektor, og Statsgældsforvaltningen har modtaget en række tilkendegivelser om investorinteresse for kronedenominerede indeksobligationer.

De største danske pensionsselskabers beholdning af indeksobligationer udgjorde 127 mia. kr. ultimo 2010, jf. figur 10.1.1. For ATP og de tre

DANSKE PENSIONSSKABERS BEHOLDNING AF INDEKS OblIGATIONER Figur 10.1.1

Anm.: Beholdninger er opgjort til markedsværdi ultimo 2010.

Kilde: Selskabernes årsrapporter, Forsikring og Pension og egne beregninger.

største private selskaber udgjorde indeksobligationer mellem 5 og 10 pct. af de samlede aktiver. Selskabernes beholdninger består bl.a. af danske inflationsindekserede realkreditobligationer samt udenlandske statslige indeksobligationer.

Ved at udstede lange, inflationsindekserede obligationer kan staten tiltrække en del af den øgede strukturelle efterspørgsel fra stabile og langsigtede investorer. Det bidrager til at gøre statsgældspolitikken robust og fastholde lave langsigtede låneomkostninger for staten.

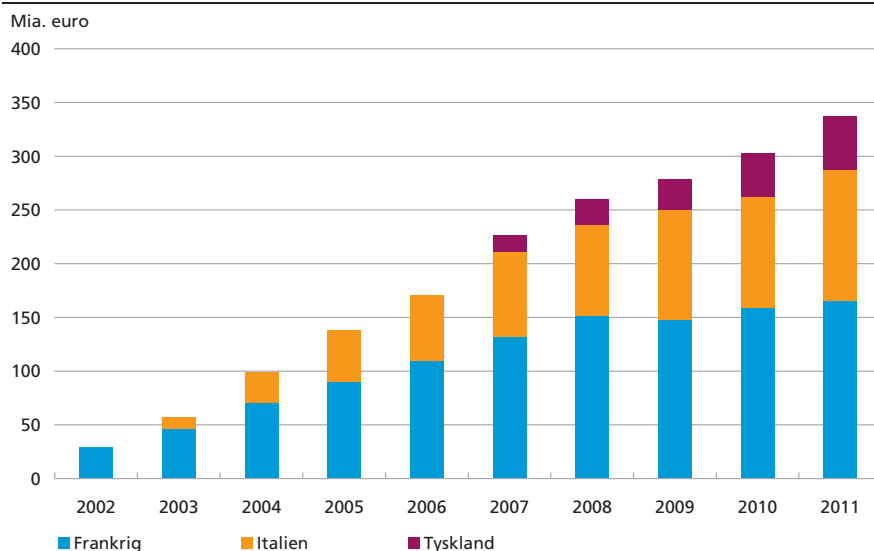
Prisfastsættelse af indeksobligationer

Statens overordnede sigte med at udstede indeksobligationer er at sikre en bred og stabil investorbase. Udover disse fordele afhænger fordelagtigheden af indeksobligationer – fra et mere snævert omkostningsperspektiv – af to modsatrettede faktorer. På den ene side vil investorer typisk være villige til betale en vis inflationsrisikopræmie for at være sikret et reelt afkast. Det vil isoleret set reducere statens renteudgifter i forhold til nominelle udstedelser. På den anden side vil den lavere likviditet i indekserede obligationer trække i retning af højere renteomkostninger.

Statsgældsforvaltningen sigter mod løbende udstedelser i indeksobligationen samt etablering af en marked maker ordning. Det vil medvirke til at reducere forskellen i likviditetspræmien mellem indeksobligationen og de nominelle udstedelser. Størstedelen af efterspørgslen ventes desuden

UDESTÅENDE STATSIGE INDEKSobligationer

Figur 10.2.1



Anm.: Opgjort til indekseret værdi.

Kilde: De enkelte landes statsgældsforvaltninger.

at komme fra investorer, hvis horisont er lang. Det betyder, at den krævede kompensation for eventuelt lavere likviditet er begrænset. Samme mønster ses i prisfastsættelsen af statens 30-årige nominelle obligation.

INFLATIONSINDEKSEREDE STATSPAPIRER INTERNATIONALT

10.2

Markant vækst over det seneste årti

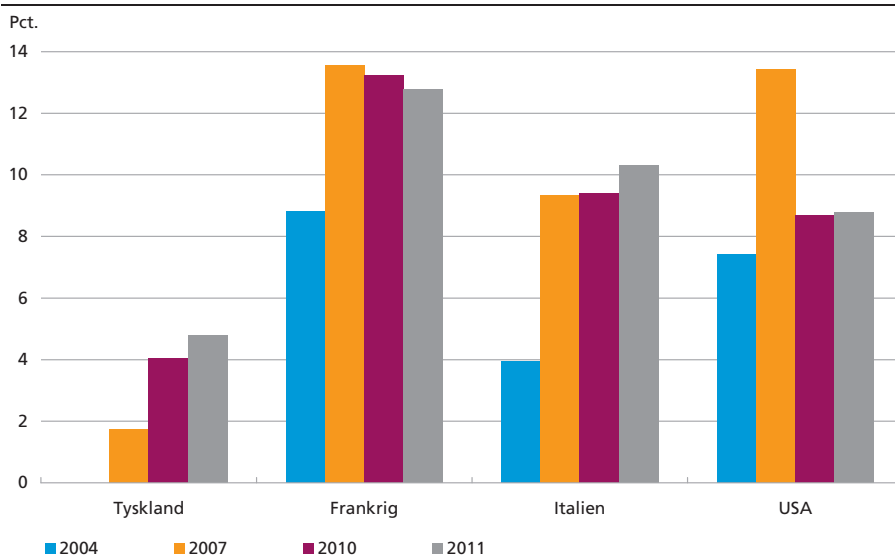
Udeståendet af inflationsindekserede statsobligationer i euroområdet har været i kraftig vækst de seneste 10 år, jf. figur 10.2.1. Ultimo 2011 udgjorde det samlede udestående i statslige indeksobligationer i de tre største eurolande 337 mia. euro, hvilket er mere end en tidobling sammenlignet med ultimo 2002.¹ Ultimo 2011 udgjorde indeksobligationers andel af det samlede udestående i indenlandske statsobligationer 13 pct. i Frankrig, 10 pct. i Italien og 5 pct. i Tyskland.² Også i en række lande uden for euroområdet udgør inflationsindekserede udstedelser en betydelig del af statsgældsporteføljerne. Både i Storbritannien og Sverige udgør indeksobligationer omkring en fjerdedel af udeståendet i statsobligationer. Uden for Europa har især USA, Brasilien, Japan, Canada og Israel betydelige udeståender i statslige indeksobligationer.

¹ Tidligere har også et fjerde land i euroområdet, Grækenland, udstedt statslige indeksobligationer.

² Ved beregning af andelen er indeksobligationer opgjort til indekseret værdi.

INDEKSobligationers andel af udeståendet i statsobligationer

Figur 10.2.2



Anm.: Andele opgjort ultimo året. Medtager kun indenlandske fastforrentede obligationsudstedelser. Andele er beregnet ud fra indekseret værdi.

Kilde: De enkelte landes statsgældsforvaltninger.

Den finansielle krise har ført til lavere vækst i udeståendet

I årene efter højdepunktet af den finansielle krise i 2008 har væksten i udeståendet af indeksobligationer været lavere, trods den kraftige stigning i de statslige udstedelser generelt. Dette har været særligt udtalt i USA, hvorimod de største udstedere i euroområdet nogenlunde har fastholdt andelen af det samlede udestående, jf. figur 10.2.2.

Den generelt stagnerende andel af indekserede udstedelser afspejler, at mange udstedere i lyset af de forværrede markedsforhold har koncentreret udstedelserne i de mest likvide segmenter. Det har fået en del udstedere til at øge andelen af korte, nominelle instrumenter. Danmark har skilt sig ud fra denne generelle tendens, idet obligationsporteføljens gennemsnitlige restløbetid tværtimod er forøget pga. betydelige udstedelser i den 30-årige obligation. Det afspejler den danske stats adgang til at udstede i alle løbetidssegmenter på attraktive vilkår.

Inflationsindekserede obligationer udstedes almindeligvis med en lang løbetid, idet investorerne typisk anvender dem til at afdække lange forpligtelser. Det betyder, at udsteders langsigtede kreditværdighed er endnu væsentligere for prisdannelsen end for nominelle obligationer.¹ De større budgetunderskud i kølvandet på finanskrisen har svækket mange

¹ Udover den lange løbetid i sig selv er betalingerne på en indeksobligation forskubbet mod udløbstidspunktet. Det skyldes, at de nominelle rentebetalinger initialt altid er lavere for en indeksobligation end for en nominel obligation med samme løbetid. Omvendt vil betalingen ved forfald være højere for indeksobligationen pga. opskrivningen af hovedstolen.

statslige udstederes kreditværdighed, hvilket har gjort det relativt dyre for nogle lande at udstede lange papirer, herunder indeksobligationer.

Det danske marked for indeksobligationer

I 1980'erne og 1990'erne var der i Danmark en betydelig udstedelse af indekserede realkreditobligationer til finansiering af bl.a. støttet byggeri.¹ Udeståendet af indeksobligationerne nåede i 1998 en andel på 9 pct. af det samlede danske obligationsmarked. Med ophævelsen af indeksobligationernes friholdelse for realrenteafgift i 1999 ophørte udstedelserne, og handlen i det tilbageværende udestående på ca. 94 mia. kr.² er yderst beskeden.

Med udstedelsen af en inflationsindekseret dansk statsobligation får investorerne adgang til et instrument til afdækning af inflationsrisici, som er mere likvidt, og som følger den internationale markedsstandard for indeksobligationer. Udstedelsen af en statslig indeksobligation ventes tillige at understøtte markedsudviklingen mere bredt, herunder markedet for kronedenominerede inflationsswaps.

MARKEDSSTANDARDEN FOR INDEKSobligationer

10.3

Den danske indeksobligation vil følge den internationale markedsstandard – den såkaldte canadiske model. I Europa udsteder bl.a. Tyskland, Frankrig, Italien og Storbritannien indeksobligationer, som følger dette format. De vigtigste karakteristika ved den internationale standard er følgende:

- Obligationerne er stående lån, som kvoteres uden vedhængende rente og uden inflationsopskrivning. Den sædvanlige formel til omregning fra kurs til effektiv rente kendt fra nominelle obligationer kan anvendes umiddelbart. Herved fås den reale effektive rente.
- Ved beregning af det daglige referenceindeks anvendes en forsinkelse i forhold til beregningsdagen, jf. boks 10.1. Forsinkelsen, som for de fleste udstedere i dag er tre måneder, sikrer, at de nødvendige statistiske offentliggørelser altid foreligger i god tid forud for beregningen af referenceindekset. Den forholdsvis korte forsinkelse sikrer endvidere en tæt sammenhæng mellem prisudviklingen i obligationens løbetid og den faktiske opskrivning af hovedstolen. Det daglige referenceindeks beregnes ved lineær interpolation mellem de månedligt offentliggjorte værdier for forbrugerprisindekset.

¹ Se J. V. Andersen og J. Gyntelberg, Indeksobligationer, Danmarks Nationalbank, *Kvartaloversigt 1. kvartal 1999*.

² Markedsværdi, ultimo 2011, jf. Danmarks Nationalbank, *Værdipapirstatistik*.

BEREGNING AF REFERENCEINDEKS OG DEN OPSKREVNE HOVEDSTOL

Boks 10.1

Beregningen af rentebetalinger og afdrag på den danske indeksobligation følger den internationale markedsstandard og baserer sig på den opskrevne hovedstol. Rente-konventionen er faktisk/faktisk (ISMA). Den opskrevne hovedstol for en given valørdag beregnes ved at multiplicere den nominelle hovedstol med en såkaldt indeksoeffi-cient. Indekskoefficienten er defineret som forholdet mellem værdien af et referen-ceindeks på to dage: på valørdagen og 15. november 2011, hvor indekseringen for ob-ligationen begynder.

Referenceindekset for en given valørdag beregnes ved hjælp af følgende formel:

$$\text{Referenceindeks} = \text{CPI}_{m-3} + \frac{(t-1)}{D_m} \times (\text{CPI}_{m-2} - \text{CPI}_{m-3}), \text{ hvor}$$

- m refererer til valørdagens måned (fx november, hvis valørdagen er 15. november)
- D_m angiver antallet af dage i måned m (fx 30 hvis valørdagen er 15. november)
- t angiver dagen i måneden for valørdagen (fx 15 for 15. november)
- CPI_{m-2} er forbrugerprisindekset for måned m-2 (september, hvis m er november)
- CPI_{m-3} er forbrugerprisindekset for måned m-3 (august, hvis m er november)

Danmarks Statistik publicerer forbrugerprisindekset for en given måned den 10. (eller første hverdag herefter) i den efterfølgende måned.

Indekskoefficienten for valørdagen er da givet ved:

$$\text{Indekskoefficient}_{\text{valørdag}} = \frac{\text{Referenceindeks}_{\text{valørdag}}}{\text{Referenceindeks}_{15.\text{ nov. } 2011}} = \frac{\text{Referenceindeks}_{\text{valørdag}}}{126,08667}$$

Både $\text{Referenceindeks}_{\text{valørdag}}$ og $\text{Referenceindeks}_{15.\text{ nov. } 2011}$ (basisindekset) afrundes til fem decimaler inden indeksoeffienten beregnes. Indekskoefficienten afrundes ligeledes til fem decimaler inden den multipliceres med den nominelle hovedstol. Rentebeta-linger beregnes som den faste (reale) kuponrente gange den opskrevne hovedstol. Afdraget ved udløb er lig den opskrevne hovedstol, medmindre indeksoeffienten er under 1 på dette tidspunkt. I så fald tilbagebetales hovedstolen til kurs pari (defla-tion floor).

Nominel hovedstolsgaranti

I tråd med markedsstandarden vil den danske indeksobligation have en nominel hovedstolsgaranti (ofte benævnt "deflation floor"). Herved sik-res investor, at hovedstolen aldrig tilbagebetales til en kurs lavere end pari. Garantien vedrører alene tilbagebetalingen af hovedstolen, ikke rentebetalinger.

IMPLIKATIONER FOR STATSGÆLDENS RISIKOPROFIL

10.4

Statsgældsforvaltningen anvender analyser i bl.a. Cost-at-Risk modellen til at kvantificere statsgældens eksponering over for ændringer i den nomi-

nelle rentekurve, jf. kapitel 8. Markedsrisikoen på statsgælden styres ved anvendelse af et bånd for den gennemsnitlige varighed. Introduktionen af indeksobligationer kan principielt påvirke statsgældens risikoprofil. I det danske tilfælde, hvor indeksobligationen udstedes som et supplement til de nominelle papirer, vil effekten på risikoprofilen dog være beskednen.

Indeksobligationer kan reducere statens samlede renterisiko

I statsregnskabet opereres med et nominelt omkostningsbegreb. Udstedelse af inflationsindekserede obligationer øger umiddelbart den *nominelle* renterisiko i forhold til at udstede fastforrentede obligationer med samme løbetid. Det skyldes, at statens renteomkostninger på den indekserede del af gælden er variable i nominelle termer – ligesom variabelt forrentet gæld.

Anlægges et bredere risikoperspektiv, hvor fokus er på renteudgifterne som andel af BNP, kan inflationsindekseret gæld tværtimod bidrage til at mindske statens samlede renterisiko. Det skyldes, at inflationsindekseret gæld dæmper udsvingene i gældskvoten, idet nominelt BNP og den indekserede del af gælden påvirkes symmetrisk af udviklingen i prisniveauet.

Indeksobligationers risikoegenskaber afhænger af typen af stød

Generaliseres Cost-at-Risk analysen til, udover renteudgifter, også at omfatte statens øvrige budgetposter, Budget-at-Risk, vil indeksobligationer både kunne virke dæmpende og forstærkende på udsving i den offentlige saldo. Effekten afhænger af, om økonomien rammes af efterspørgsels- eller udbudsstød.

I tilfælde af et negativt efterspørgselsstød vil lavere inflation – og dermed reducerede renteomkostninger på den indekserede del af gælden – være sammenfaldende med relativt lav økonomisk vækst og dermed en forværret primær saldo. Det betyder, at renteomkostningerne på indeksobligationen er lave, når statens betalingsevne er lav og vice versa. Indeksobligationer virker dermed stabiliserende på budgettet. Dette har teoretisk set gunstige makroøkonomiske effekter, idet behovet for velfærdsreducerende fluktuationer i skattesatser mv. mindskes.¹

Udbudsstød, fx en oliekrise, har den modsatte effekt. Negative udbudsstød hæmmer den økonomiske vækst og forværrer de offentlige finanser. Samtidig øges rentebetalingerne på indeksobligationerne fordi prisniveauet stiger. Dette forstærker alt andet lige udsvingene i den offentlige saldo.

Den fremtidige relative styrke og hyppighed af efterspørgsels- og udbudsstød kendes ikke. Det taler for, at der er en diversifikationsgevinst

¹ Se A. Missale *The Fiscal Insurance Approach to Debt Management*, 2011, for en oversigt over den nyere litteratur vedrørende samspillet mellem finans- og statsgældspolitik.

BEREGNING AF VARIGHED FOR INDEKS OblIGATIONER

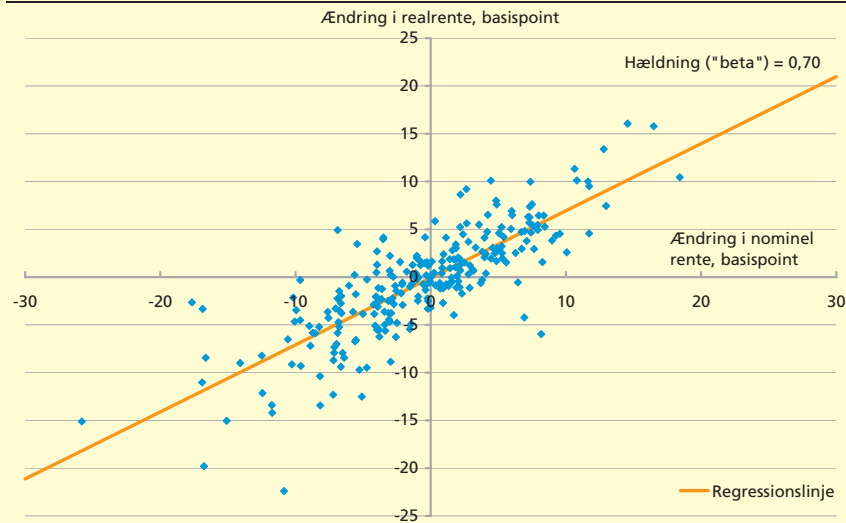
Boks 10.2

Den nominelle varighed for en inflationsindekseret obligation kan ikke umiddelbart beregnes. Det skyldes, at den nominelle varighed angiver, hvor meget kursværdien på en obligation falder, hvis den nominelle rente stiger. En ændring i den nominelle rente kan skyldes ændringer i både inflationsforventningerne og realrenten. Kun ændringer i realrenten påvirker indeksobligationens kurs, og kursfølsomheden over for ændringer i den nominelle rente er derfor ikke veldefineret.

En hyppigt anvendt løsning på dette problem er at estimere den empiriske samvariation mellem ændringer i reale og nominelle renter for en given løbetid. Herved estimeres et mål (ofte benævnt "beta"), som angiver, hvor meget realrenten historisk har ændret sig pr. basispoints ændring i den nominelle rente. En estimeret nominal varighed for indeksobligationen fås da ved at multiplicere obligationens reale varighed med den estimerede værdi for beta. Den reale varighed beregnes på samme måde som den nominelle varighed på en nominal obligation.

Anvendes daglige renteændringer på tyske statspapirer for alle handelsdage i 2011 fås en estimeret betaværdi på 0,7 for indeksobligationen med udløb i 2020. At værdien er lavere end 1 afspejler netop, at en del af ændringerne i den nominelle rente typisk skyldes ændringer i inflationsforventningerne. Da varigheden med hensyn til realrenten for 2020-obligationen var 7,7 år ultimo 2011, var den estimerede nominelle varighed 5,4 år. Metoden er dog følsom over for valget af dataperiode og -frekvens, og den estimerede værdi af beta er derfor forbundet med en vis usikkerhed.

EKSEMPEL PÅ ESTIMATION AF BETA FOR TYSK 2020 INDEKS OblIGATION



Anm.: Renteændringer er baseret på effektive renter på den tyske inflationsindekserede statsobligation med udløb i april 2020 og den tyske nominelle statsobligation med udløb i juli 2020. $R^2=0.66$.

Kilde: Barclays Capital og egne beregninger.

ved at udstede både nominelle og inflationsindekserede statspapirer i det omfang, at udstedelsesbehovet er stort nok til sikre likviditeten i begge instrumenter. En nyere canadisk analyse finder, at en vis andel af indeksobligationer reducerer den samlede renterisiko.¹

Beregning af varigheden for indeksobligationer

Statsgældsporteføljen vil fremover bestå af både nominelle og inflationsindekserede obligationer. Udover Cost-at-Risk analyserne anvendes en række aggregerede risikoindikatorer for porteføljen, herunder porteføljens samlede varighed.

Da den danske statsgældsportefølje også i de kommende år altovervejende vil bestå af nominelle obligationer, er det naturligt fortsat at opgøre varigheden ud fra et nominelt varighedsbegreb. For at kunne beregne en samlet varighed, som også indeholder indeksobligationer, er det nødvendigt at estimere den nominelle varighed for indeksobligationer, jf. boks 10.2.

MARKEDSBASEREDE INFLATIONSFORVENTNINGER

10.5

Fortolkning af markedsbaserede indikatorer for inflationsforventninger

Renten på inflationsindekserede obligationer anvendes ofte ved udledning af markedsbaserede indikatorer for inflationsforventninger. En hyppigt anvendt indikator, den såkaldte "break-even inflation", kan beregnes ved at trække den effektive rente på en indeksobligation fra den effektive rente på en nominel statsobligation med sammenlignelig løbetid, jf. figur 10.5.1. Det vil fremover blive muligt også at beregne sådanne indikatorer for Danmark.

Indikatorer for inflationsforventninger anvendes hyppigt til at dekomponere nominelle renteændringer i ændringer i henholdsvis realrente og inflationsforventninger. Eksempelvis rapporterer Den Europæiske Centralbank og Bank of England løbende egne indikatorer for markedsbaserede inflationsforventninger udledt fra statsobligationer og inflationsswaps.

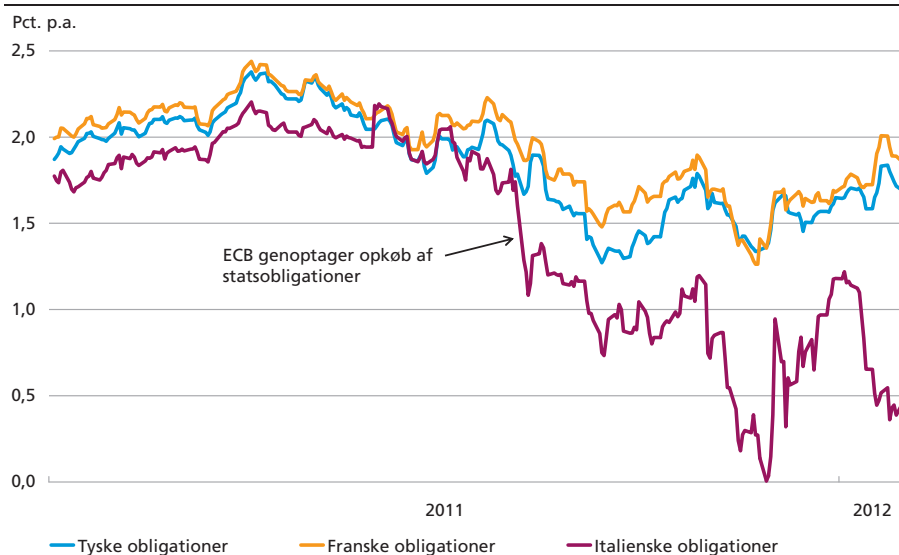
Break-even inflationen påvirkes af markedsforvridninger

Der er imidlertid en række metodiske komplikationer forbundet med at fortolke break-even inflation alene som inflationsforventninger. For det første indeholder rentespændet mellem nominelle og indekserede obligationer også en inflationsrisikopræmie. Inflationsrisikopræmien er det

¹ Se D. Bolder og S. Deeley, *The Canadian Debt-Strategy Model: An Overview of the Principal Elements*, Bank of Canada discussion paper nr. 3, 2011.

10-ÅRIG BREAK-EVEN INFLATION FOR EUROOMRÅDET

Figur 10.5.1



Anm.: Baseret på obligationer med udløb i 2020 (Tyskland og Frankrig) og 2021 (Italien). De anvendte indeksobligationer er alle indekseret til udviklingen i HICP ekskl. tobak for euroområdet.

Kilde: Barclays Capital og egne beregninger.

merafkast, som markedsdeltagerne kræver for at være eksponeret over for udsvingene i en nominel fordrings fremtidige købekraft.¹

For det andet slår midlertidige prisforvridninger mellem nominelle og inflationsindekserede obligationer også igennem på break-even inflationen. Dette er mest udtalt i perioder med betydeligt markedsstress. Her kan kraftig efterspørgsel efter de mest likvide benchmarkobligationer bidrage til kraftige fald i de nominelle renter for de mest kreditværdige udstedere. Det kan have bidraget til det betydelige fald i break-even inflationen i 3. kvartal 2011 i Tyskland. Under sådanne kortvarige perioder med ekstrem efterspørgsel efter nominelle papirer, kan det være hensigtsmæssigt for de berørte udstedere at overvægte nominelle udstedelser.

En endnu kraftigere effekt har kunnet ses på break-even inflationen udledt fra italienske statsobligationer, som faldt kraftigt i kølvandet på, at ECB genoptog sit opkøb af (nominelle) statsobligationer i august

¹ I Nordamerika anvendes ofte betegnelsen inflationskompensation i stedet for break-even inflation. Denne terminologi understreger, at forskellen mellem nominelle og reale renter afspejler den samlede kompensation for at påtage sig inflationsrisiko. Kompensationen indeholder både den forventede inflation og en risikopræmie. Nyere studier har generelt peget på, at inflationsrisikopræmien i de senere år har været positiv, men forholdsvis beskeden. Se fx J.-A. García og T. Werner, *Inflation risks and inflation risk premia*, ECB working paper nr. 1162, 2010 og referencer deri.

2011.¹ Effekten af forvridninger på break-even inflationen er parallel i de to tilfælde, om end baggrunden for "overefterspørgslen" efter nominelle papirer er forskellig.

For de lande, hvor der er udstedt tilstrækkeligt mange indeksobligationer kan en hel inflationsindekseret nulkuponkurve estimeres. Sammenlignet med break-even inflation udledt fra to enkeltobligationer, kan en hel kurve forbedre estimaternes præcision med hensyn til forskelle i løbetid, kreditrisikopræmier og sæsonmønstre i forbrugerpriserne.²

Da alle tre indikatorer for inflationsforventninger vist i figur 10.5.1 refererer til det samme underliggende prisindeks (HICP for euroområdet) og til sammenlignelige løbetider (ca. 10 år), er det tydeligt, at andre faktorer end de fundamentale inflationsforventninger påvirker break-even inflationen. Indikatorer for inflationsforventninger udledt fra obligationsmarkedet bør derfor fortolkes med forsigtighed.

¹ Endelig kan stigende statslige kreditrisikopræmier bidrage til lavere break-even inflation. Det skyldes den oven for beskrevne forskydning af indeksobligationernes betalinger mod udløbstidspunktet. Hvis kreditrisikopræmien er voksende i løbetiden, betyder forskydningen, at realrenten på indeksobligationen vil påvirkes mest, når kreditrisikopræmien stiger. Det fører til lavere break-even inflation. Denne effekt kan elimineres ved at sammenligne nominelle og reale rentekurver frem for effektive renter på enkeltpapirer.

² Se J. Ejsing, J.-A. García og T. Werner, The term structure of euro area break-even inflation rates: the impact of seasonality, *ECB working paper nr. 830*, 2007 og R. Gürkaynak, B. Sack og J. Wright, The TIPS Yield Curve and Inflation Compensation, *American Economic Journal: Macroeconomics* 2(1), januar 2010, side 70-92.

Bilag

Hovedprincipper for forvaltningen af statens gæld

MÅLSÆTNING OG OPGAVER

A.1

Målsætning

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

Krisen på de europæiske statsgældsmarkeder har understreget vigtigheden af at sikre statens adgang til kapitalmarkederne. Statsgældsforvaltningen har fokus på at fastholde en lav refinansieringsrisiko ved at dække finansieringsbehovet i god tid, sikre en bred investorbase og have et højt likviditetsberedskab.

Opgaver

Statsgældsforvaltningen varetager forvaltningen af statens låntagning inden for følgende områder:

Udarbejde udstedelsesstrategi og udstedelse af statspapirer

- Udarbejde udstedelsesstrategi på baggrund af Finansministeriets prognose for statens finanser.
- Udstedelse af indenlandske statspapirer for at dække statens indenlandske finansieringsbehov.
- Udstedelse af udenlandske statspapirer af hensyn til valutareserven.
- Understøttelse af et velfungerende statspapirmarked, fx ved at have aftaler med primary dealere i danske statspapirer om løbende prisstil-
lelse (market making).

Risikostyring

- Analyser og styring af markedsrisikoen på statsgældsporteføljen. Risikoen på statsgældens finansielle aktiver og passiver styres samlet.
- Kreditrisikostyring i forbindelse med rente- og valutaswaps.

Administration af statens fonde, genudlån og statsgarantier

- Forvaltning af aktiverne i de tre statslige fonde.

LOV OM BEMYNDIGELSE TIL OPTAGELSE AF STATSLÅN

Boks A.1

Ifølge grundloven kan statslån kun optages ved lov. Lovgrundlaget for statens låntagning findes i *lov om bemyndigelse til optagelse af statslån*¹ af 1993, der bemyndiger finansministeren til at optage gæld på vegne af staten for maksimum 2.000 mia. kr. Beløbet udgør en øvre grænse for statens indenlandske og udenlandske bruttogæld. Finansministeren er desuden bemyndiget til i den løbende gældsforvaltning at indgå swaftaler og andre finansielle transaktioner. Udgifter i forbindelse med låntagningen samt renteudgifter og kurstab ved udstedelse og opkøb optages på de årlige finanslove.

¹ Lov nr. 1079 af 22/12/1993 med efterfølgende ændringer, se www.statsgaeld.dk.

- Administration af statsgarantier og genudlån til en række statslige selskaber.
- Administration af lån til Island og Irland.

Rådgivning og internationalt samarbejde

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

Kontakt til kreditvurderingsbureauer og investorer

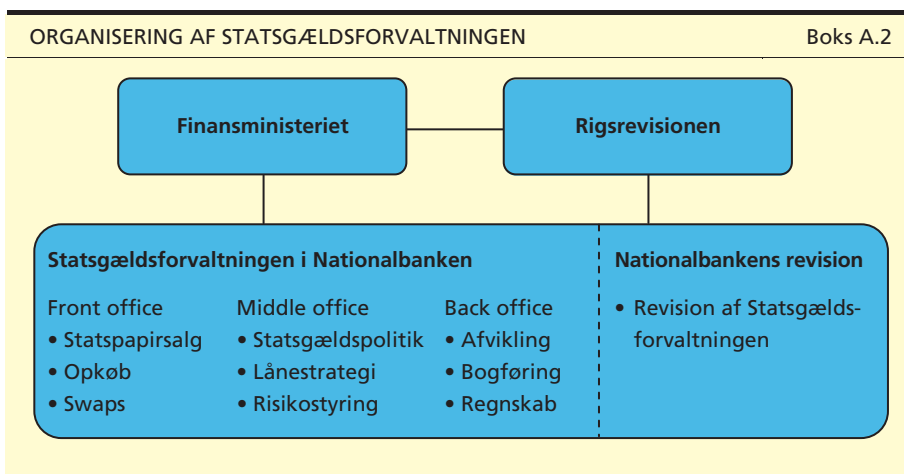
- Kontakt til kreditvurderingsbureauer.
- Information til investorer om statsgældspolitikken samt finansielle og økonomiske forhold.

ORGANISERING AF STATSGÆLDSFORVALTNINGEN**A.2**

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

I de fleste lande er forvaltningen af statsgælden organiseret i Finansministeriet eller et særskilt gældskontor. I Danmark varetages forvaltningen af statsgælden af Statsgældsforvaltningen i Danmarks Nationalbank på vegne af Finansministeriet. Opgaver og organisering svarer til Statsgældsforvaltninger i andre lande. Arbejdsdelingen er formuleret i *Aftale om arbejdsfordelingen på statsgældsområdet mellem Danmarks Nationalbank og Finansministeriet*.¹

¹ Aftalen kan findes på www.statsgaeld.dk.



Rammerne for forvaltningen af aktiverne i DSP er fastlagt i *Reglement vedrørende bestyrelsen af Den Sociale Pensionsfond*.¹ Statsgældsforvaltningens arbejdsopgaver i relation til forvaltningen af aktiverne i Højteknologifonden og Forebyggelsesfonden samt administrationen af genudlån og statsgarantier er fastlagt i særskilte aftaler.

Den interne organisering af Statsgældsforvaltningen afspejler internationale standarder og anbefalinger. Statsgældsforvaltningen er opdelt i front-, middle- og back office, jf. boks A.2. Funktionsadskillelse og forretningsgange mindsker de operationelle risici og sikrer entydig ansvarsfordeling. Det understøtter muligheden for intern kontrol. Placeringen i Danmarks Nationalbank letter overvågningen af samspillet mellem statsgældspolitik, pengepolitik og den finansielle stabilitet. Det er i tråd med IMF-anbefalinger (Stockholm-principperne).²

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

Front office varetager den operationelle del af statsgældspolitikken inden for rammerne af de månedlige retningslinjer. Det gælder bl.a. udstedelse af statspapirer, opkøb og gennemførelse af swaptransaktioner. Desuden fastsættes markedsvilkår for genudlån.

¹ Reglementet kan findes på www.statsgaeld.dk.

² Jf. Guiding Principles for Managing Sovereign Risk and High Levels of Public Debt, www.imf.org/external/np/mcm/Stockholm/principles.htm.

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

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.

FASTLÆGGELSE AF STRATEGI

A.3

Strategien for forvaltningen af statens gæld fastlægges på kvartalsvise møder mellem Finansministeriet og Statsgældsforvaltningen. Det sker 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. Ved de efterfølgende kvartalsvise møder rapporteres om implementeringen af strategien og eventuelle justeringer aftales.

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

NORM FOR INDENLANDSK OG UDENLANDSK LÅNTAGNING

A.4

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 norm¹, som tilsammen understøtter adskillelsen af finans- og pengepolitikken.

Indenlandsk låntagning

Normen for den indenlandske låntagning indebærer, at staten låner i kroner til at dække de løbende underskud og afdrag på den indenlandske gæld.

¹ Normen fremgår af *Aftale om arbejdsfordelingen på statsgældsområdet mellem Danmarks Nationalbank og Finansministeriet*, www.statsgaeld.dk.

Statsgældsforvaltningen kan fortsætte udstedelsen af statspapirer, selv om årets udstedelsesbehov er nået. I så fald påbegyndes finansieringen af det efterfølgende års lånebehov, hvorved statens refinansieringsrisiko i det kommende år reduceres.

Staten må i henhold til EU-traktaten ikke overtrække sin konto i Nationalbanken, da det vil være monetær finansiering. Låntagningen tilrettelægges, så indeståendet på statens konto udgør et betydeligt likviditetsberedskab.

Udenlandsk låntagning

Den udenlandske gæld er optaget af hensyn til valutareserven. Normen for den udenlandske låntagning indebærer, at staten som udgangspunkt optager gæld i udenlandsk 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 yderligere lån i udenlandsk valuta for at styrke valutareserven. I situationer, hvor valutareserven vokser mere end nødvendigt, kan statens udenlandske gæld reduceres. Da låntagning i udenlandsk valuta indgår direkte i valutareserven, påvirkes den indenlandske likviditet ikke af den udenlandske låntagning.

Statsgældsforvaltningen kan optage kortvarige udenlandske lån gennem statens Commercial Paper-programmer. Det giver mulighed for hur-

KILDER TIL INFORMATION OM STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD

Boks A.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.

Hjemmesider

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

Kontaktinformation

Statsgældsforvaltningen kan kontaktes på:
governmentdebt@nationalbanken.dk.

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

tigt at opbygge valutareserven eller statens konto. Der udstedes løbende i CP-programmerne for at opretholde let adgang til markedet.

INFORMATION OM STATSGÆLDEN

A.5

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

Information om statsgæld og Statsgældsforvaltningen findes på hjemmesiden www.statsgaeld.dk. Herudover offentliggøres løbende en bred vifte af informationer via andre kilder, jf. boks A.3.

Bilagstabeller

1.	Statsgælden, ultimo 2001-11	106
2.	Renter og afdrag på statens gæld, ultimo 2011	108
3.	Statens DAU, netto- og bruttokassesaldo, ultimo 2001-2011 ...	110
4.	Statens lånoptagelse, 2011	112
5.	Statens renteswaptransaktioner, 2011	114
6.	Statslån, ultimo 2011	115
7.	Statens renteswaps, ultimo 2011	118

STATSGÆLDEN, ULTIMO 2001-11			Bilagstabel 1
Mio. kr.	2001	2002	2003
A. Lån			
<i>Indenlandsk gæld</i>			
- obligationer, fast forrentede	494.875	497.938	480.874
- fiskeribankobligationer	-	-	-
- præmieobligationer	900	400	400
- statsgældsbeviser	70.788	79.371	78.532
- skatkammerbeviser	49.224	63.404	67.347
- Indeks lån og lånepakke ¹	-	-	-
- valutaswaps fra kroner til euro (netto) ²	-4.800	-16.200	-16.200
- valutaswaps fra kroner til dollar	-	-	-
I alt indenlandsk gæld	610.987	624.913	610.953
<i>Udenlandsk gæld</i>			
- i dollar	-	-	-
- i euro	83.753	83.689	83.861
- i andre valutaer samt flermøntede	42	42	42
I alt udenlandsk gæld	83.795	83.730	83.903
I alt inden- og udenlandsk gæld	694.782	708.644	694.856
B. Indestående i Danmarks Nationalbank ³	-39.627	-45.975	-40.621
C. DSP, Forebyggelsesfonden samt Højteknologifonden			
- statspapirer	-109.474	-113.132	-118.138
- andre værdipapirer	-31.621	-28.230	-20.576
I alt for de tre fonde, nominelt ⁴	-141.095	-141.362	-138.714
Samlet statsgæld (A+B+C)	514.060	521.308	515.521
Samlet statsgæld i pct. af BNP	38,5	38,0	36,8

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

¹ Lån overført fra Hypotekbanken.

² Valutaswaps fra kroner til euro fratrasket valutaswaps fra euro til kroner.

³ For 2011 er statens konto opgjort i henhold til Danmarks Nationalbanks månedsbalance.

⁴ Indeksobligationer er opgjort til indekseret værdi.

STATSGÆLDEN, ULTIMO 2001-11							Bilagstabel 1
2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
480.590	440.351	428.796	403.039	451.394	505.973	556.900	606.627
-	-	-	-	-	995	887	786
400	200	200	200	200	100	-	-
71.690	33.980	-	-	-	-	-	-
68.602	60.092	42.660	19.660	-	-	25.460	44.200
-	-	379	277	-	-	-	-
-16.200	-15.456	-12.755	-13.262	-11.662	-8.197	2.974	2.974
-524	-2.688	-4.862	-7.873	-10.423	-10.956	-9.808	-8.660
604.558	516.479	454.418	402.040	429.509	487.921	576.413	645.927
518	2.810	4.583	6.844	9.947	10.218	9.901	8.957
83.370	87.833	75.219	61.738	123.126	129.351	104.811	102.861
40	38	21	20	19	19	18	-
83.929	90.681	79.823	68.642	133.092	139.588	114.731	111.818
688.487	607.160	534.241	470.682	562.600	627.509	691.144	757.745
-57.559	-53.297	-70.958	-86.333	-258.131	-210.932	-177.282	-223.510
-120.799	-124.635	-125.111	-128.547	-98.604	-77.720	-75.511	-69.351
-16.065	-11.284	-9.535	-8.686	-9.643	-37.376	-52.075	-51.393
-136.864	-135.919	-134.646	-137.233	-108.247	-115.096	-127.587	-120.744
494.064	417.944	328.637	247.116	196.222	301.481	386.275	413.491
33,9	26,9	20,1	14,5	11,2	18,1	22,0	23,1

RENTER OG AFDRAG PÅ STATENS INDENLANDSKE GÆLD¹, ULTIMO 2011

Bilagstabel 2.1

Mia. kr.	Renter	Afdrag	Total
2012	23,6	61,3	85,0
2013	21,3	74,9	96,2
2014	17,7	47,9	65,6
2015	16,9	86,2	103,2
2016	13,5	12,1	25,5
2017	13,5	51,9	65,4
2018	11,4	-0,8	10,7
2019	11,5	87,3	98,8
2020	8,0	-0,3	7,7
2021	8,0	52,1	60,1
2022	6,4	0,0	6,4
2023	6,4	0,0	6,4
2024	6,4	24,5	30,9
2025	4,7	0,0	4,7
2026	4,7	-	4,7
2027	4,7	-	4,7
2028	4,7	-	4,7
2029	4,7	-	4,7
2030	4,7	-	4,7
2031	4,7	-	4,7
2032	4,7	-	4,7
2033	4,7	-	4,7
2034	4,7	-	4,7
2035	4,7	-	4,7
2036	4,7	-	4,7
2037	4,7	-	4,7
2038	4,7	-	4,7
2039	4,7	104,6	109,3
I alt	235,3	601,7	837,0

¹ Eksklusive skatkammerbeviser. Inklusive 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 2011			Bilagstabel 2.2
Mia. kr.	Renter	Afdrag	Total
2012	0,7	32,5	33,2
2013	0,7	22,1	22,8
2014	0,7	26,7	27,4
2015	-0,1	12,3	12,3
2016	-0,1	12,7	12,6
2017	-0,3	1,1	0,8
2018	-0,3	0,9	0,6
2019	-0,4	0,7	0,3
2020	-0,3	0,4	0,0
2021	-0,2	0,1	-0,2
I alt	0,4	109,3	109,7

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

STATENS DAU-, NETTO- OG BRUTTOKASSESALDO, ULTIMO 2001-11			Bilagstabel 3
Mia. kr.	2001	2002	2003
Drifts, anlægs- og udlånsbudget	24,0	25,8	12,4
Genudlån mv.	-2,4	-8,9	-0,8
Fordelte emissionskurstab og skyldige renter ¹	0,4	-0,1	-0,7
Andre kapitalposter ²	0,9	-20,0	-4,1
Nettokassesaldo	22,9	-3,2	6,9
Afdrag på indenlandsk statsgæld ³	101,2	112,4	106,3
Afdrag på udenlandsk statsgæld	17,8	22,5	17,0
Bruttokassesaldo	-96,2	-138,1	-116,6
Indenlandsk bruttofinansieringsbehov	81,1	115,5	99,7

Kilde: Statsregnskabet. 2011 er baseret på Nationalbankens opgørelse ultimo året, hvilket kan afvige fra regnskabstal.

¹ Inklusive opkøbskurstab.

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

³ Inklusive nettokøb af obligationer fra de statslige fonde, der administreres af Statsgældsforvaltningen.

STATENS DAU, NETTO- OG BRUTTOKASSESALDO, 2001-2011							Bilagstabel 3
2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
27,7	80,6	98,6	106,2	72,3	-29,8	-88,7	na.
-5,4	-3,2	-12,4	-8,5	-13,5	-82,0	1,1	na.
0,5	-0,7	-0,9	0,4	0,3	-1,3	-1,2	na.
0,9	-0,9	5,0	-15,3	-10,7	3,1	-4,9	na.
23,6	75,9	90,2	82,8	48,3	-110,0	-93,7	-27,9
100,0	119,5	78,6	58,5	39,7	67,9	74,8	66,1
16,1	9,3	13,0	20,7	23,0	21,7	36,5	32,1
-92,5	-52,9	-1,3	3,6	-14,4	-199,7	-205,0	-126,1
76,4	43,6	-11,7	-24,3	-8,6	177,9	168,5	94,0

STATENS INDENLANDSKE LÅNOPTAGELSE, 2011

Bilagstabel 4.1

ISIN-kode	Pålydende rente, pct.	Titel	Sidste termin	Udstedt nominelt beløb, mio. kr.
Statsobligationer				
DK0009920894	5	Stående lån 2013 Udstedt 19. feb 2002-	15. nov 2013	730
DK0009922833	2	Stående lån 2014 Udstedt 12. april 2011-	15. nov 2014	50.455
DK0009921439	4	Stående lån 2015 Udstedt 12. feb 2004-	15. nov 2015	100
DK0009922759	2,5	Stående lån 2016 Udstedt 8. feb 2011-	15. nov 2016	13.090
DK0009922676	3	Stående lån 2021 Udstedt 11. jan 2011-	15. nov 2021	52.120
DK0009922320	4,5	Stående lån 2039 Udstedt 11. nov 2008-	15. nov 2039	4.405
Skatkammerbeviser				
DK0009813545	0	Skatkammerbevis 2011 I Udstedt 1. jun 2010-1. mar 2011	1. mar 2011	1.020
DK0009813628	0	Skatkammerbevis 2011 II Udstedt 1. sep 2010-1. jun 2011	1. jun 2011	3.740
DK0009813701	0	Skatkammerbevis 2011 III Udstedt 1. dec 2010-1. sep 2011	1. sep 2011	11.740
DK0009813891	0	Skatkammerbevis 2011 IV Udstedt 1. mar 2011-1. dec 2011	1. dec 2011	23.460
DK0009813974	0	Skatkammerbevis 2012 I Udstedt 1. jun 2011-1. mar 2012	1. mar 2012	27.080
DK0009814006	0	Skatkammerbevis 2012 II Udstedt 1. sep 2011-1. jun 2012	1. jun 2012	14.040
DK0009814196	0	Skatkammerbevis 2012 III Udstedt 1. dec 2011-1. sep 2012	1. sep 2012	3.080

STATENS UDENLANDSKE OBLIGATIONSUDSTEDELSE, 2011

Bilagstabel 4.2

ISIN-kode	Pålydende rente, pct.	Titel	Sidste termin	Udstedt nominelt beløb, mio. kr. ¹
Lån				
XS0592215239 ²	0,875	Obligationslån 2.500 mio. dollar Udstedt 16. feb 2011	19. feb 2013	13.627
XS0605536613	2,750	Obligationslån 1.250 mio. euro Udstedt 16. mar 2011	16. mar 2016	9.323
XS0642551773 ³	3,125	Obligationslån 2.750 mio. svenske kroner Udstedt 29. jun 2011	12. jul 2016	2.242
XS0592215239 ⁴	0,875	Forhøjelse af obligationslån 1.400 mio. dollar Udstedt 18. aug 2011	19. feb 2013	7.263

¹ Lånebeløb efter indgåelse af swap til euro.² Lånet er swappet til 1.827 mio. euro med variabel rente.³ Lånet er swappet til 301 mio. euro med variabel rente.⁴ Lånet er swappet til 983 mio. euro med variabel rente.

STATENS RENTESWAPTRANSAKTIONER, 2011			Bilagstabel 5
Lånenr.	Startdato	Udløbsdato	Hovedstol, mio. euro
Eurorenteswaps			
1440	20-01-11	20-01-21	100
1444	26-01-11	26-01-21	100
1446	03-02-11	03-02-21	100
1454	08-03-11	08-03-21	100
1464	23-03-11	23-03-21	100
1465	28-03-11	28-03-21	100
1467	30-03-11	30-03-21	100
1468	05-04-11	05-04-21	100
1471	08-04-11	08-04-21	100
1476	23-05-11	23-05-21	100
1484	23-06-11	23-06-21	100
1490	01-07-11	01-07-21	100
Eurorenteswaps i alt			1.200

Anm.: På eurorenteswaps indgået i 2011 modtages fast rente og betales 6-mdr. Euribor. Der er ikke indgået kronerrenteswaps i 2011.

INDENLANDSKE STATSLÅN, ULTIMO 2011						Bilagstabel 6.1
Mio. kr.	Udestående ultimo 2010	Udstedelser 2011	Afdrag 2011	Udestående ultimo 2011	Sidste termin	ISIN-kode
Fastforrentede statsobligationslån						
<i>Stående lån og serielån</i>						
6 pct. stående lån 2011	41.037	-	41.037	-	15. nov 2011	DK0009919961
4 pct. stående lån 2012	74.800	-	16.850	57.950	15. nov 2012	DK0009922593
5 pct. stående lån 2013	88.460	730	13.264	75.926	15. nov 2013	DK0009920894
2 pct. stående lån 2014	-	50.455	-	50.455	15. nov 2014	DK0009922833
4 pct. stående lån 2015	87.200	100	-	87.300	15. nov 2015	DK0009921439
2,5 pct. stående lån 2016	-	13.090	-	13.090	15. nov 2016	DK0009922759
4 pct. serielån 2017	34	-	5	29	15. jun 2017 ¹	DK0009902728
4 pct. stående lån 2017	52.870	-	-	52.870	15. nov 2017	DK0009921942
4 pct. stående lån 2019	87.870	-	-	87.870	15. nov 2019	DK0009922403
3 pct. stående lån 2021	-	52.120	-	52.120	15. nov 2021	DK0009922676
7 pct. stående lån 2024	24.431	-	-	24.431	10. nov 2024	DK0009918138
4,5 pct. stående lån 2039	100.180	4.405	-	104.585	15. nov 2039	DK0009922320
<i>Uamortisable</i>						
3,5 pct. Dansk Statslån	17	-	17	-	Uamortisabelt ²	DK0009901597
5 pct. Dansk-Islandsk Fond 1918 ...	1	-	-	1	Uamortisabelt	•
Fastforrentede statsobligationslån i alt						
	556.900	120.900	71.173	606.627		
<i>Skattekammerbeviser</i>						
Skattekammerbevis 2011 I	12.040	1.020	13.060	-	1. mar 2011	DK0009813545
Skattekammerbevis 2011 II	9.420	3.740	13.160	-	1. jun 2011	DK0009813628
Skattekammerbevis 2011 III	4.000	11.740	15.740	-	1. sep 2011	DK0009813701
Skattekammerbevis 2011 IV	-	23.460	23.460	-	1. dec 2011	DK0009813891
Skattekammerbevis 2012 I	-	27.080	-	27.080	1. mar 2012	DK0009813974
Skattekammerbevis 2012 II	-	14.040	-	14.040	1. jun 2012	DK0009814006
Skattekammerbevis 2012 III.....	-	3.080	-	3.080	1. sep 2012	DK0009814196
Skattekammerbeviser i alt						
	25.460	84.160	65.420	44.200		
<i>Fiskeribankobligationer</i>						
6 pct. Fiskeribankobligation 2011 ..	3	-	3	-	1. maj 2011	DK0009604118
7 pct. Fiskeribankobligation 2011 ..	4	-	4	-	1. maj 2011	DK0009603730
9 pct. Fiskeribankobligation 2011 ..	1	-	1	-	1. nov 2011	DK0009603490
8 pct. Fiskeribankobligation 2014 ..	33	-	10	23	1. maj 2014	DK0009603573
6 pct. Fiskeribankobligation 2016 ..	17	-	3	14	1. maj 2016	DK0009604035
7 pct. Fiskeribankobligation 2016 ..	29	-	5	23	1. maj 2016	DK0009603656
5 pct. Fiskeribankobligation 2019 ..	473	-	54	419	1. nov 2019	DK0009604621
5 pct. Fiskeribankobligation 2025 ..	328	-	22	306	1. nov 2025	DK0009604894
Fiskeribankobligationer i alt						
	887	-	101	786		
Indenlandske statspapirer i alt						
	583.247	205.060	136.694	651.613		
Swap fra kroner til euro	2.974	-	-	2.974		
Swap fra kroner til dollar	-9.808	-	-1.148	-8.660		
Indenlandsk gæld i alt						
	576.413	205.060	135.546	645.927		

¹ Kan Indfries af staten med tre måneders varsel.² Blev opsagt af staten til fuld indfrielse 1. april 2011, jf. meddelelse af 14. december 2010.

UDENLANDSKE STATSLÅN, ULTIMO 2011				Bilagstabel 6.2
ISIN-kode/lånenr. ¹	Pålydende rente, pct.	Titel	Sidste termin	Udestående beløb, mio. kr. ²
<i>Lån</i>				
XS0074733543	3,65	1997/12 yenlån	13. mar 2012	37,1
1075	3,65	1997/12 swap fra yen		-37,1
•	var.	1997/12 swap til euro		26,1
XS0408298494	1,875	2009/12 dollarlån	16. mar 2012	17.236,8
1207	1,875	2009/12 swap fra dollar		-17.236,8
•	2,854	2009/12 swap til euro		16.269,8
XS0428037823	2,25	2009/12 dollarlån	14. maj 2012	20.109,6
1244	2,25	2009/12 swap fra dollar		-20.109,6
•	2,2415	2009/12 swap til euro		19.468,5
XS0592215239	0,875	2011/13 dollarlån	19. feb 2013	22.407,8
1450	0,875	2011/13 swap fra dollar		-22.407,8
•	var.	2011/13 swap til euro		20.892,2
NO0010490899	3,50	2009/14 norsk kronelån	17. feb 2014	479,4
1215	3,50	2009/14 swap fra norske kroner		-479,4
•	var.	2009/14 swap til euro		414,9
XS0417728325	3,125	2009/14 eurolån	17. mar 2014	20.815,8
XS0419327837	3,165	2009/14 svensk kronelån	31. mar 2014	3.420,2
1229	3,165	2009/14 swap fra svenske kroner		-3.420,2
•	var.	2009/14 swap til euro		2.783,6
XS0546424077	1,75	2010/15 eurolån	05. okt 2015	11.151,3
XS0605536613	2,75	2011/16 eurolån	16. mar 2016	9.292,8
XS0642551773	3,125	2011/16 svensk kronelån	12. jul 2016	2.294,1
1485	3,125	2011/16 swap fra svenske kroner		-2.294,1
•	var.	2011/16 swap til euro		2.234,4
Lån i alt				103.349,3
<i>Commercial Paper</i>				
ECP-udstedelser i euro				594,7
ECP-udstedelser i dollar ³				813,6
USCP-udstedelser i dollar ³				1.077,1
CP-udstedelser i alt				2.485,4
<i>Valutaswaps i euro</i>				
10036	var.	2007/12 swap fra kroner	31. jan 2012	743,4
10041	var.	2007/12 swap fra kroner	27. apr 2012	743,4
10045	var.	2009/14 swap fra kroner	12. mar 2014	1.486,8
10046	var.	2010/12 swap til kroner	29. jan 2012	-743,4
10047	var.	2010/12 swap til kroner	27. apr 2012	-743,4
10048	var.	2010/12 swap til kroner	28. maj 2012	-743,4
10049	var.	2010/12 swap til kroner	17. jun 2012	-743,4
10050	var.	2010/12 swap til kroner	24. jun 2012	-743,4
10051	var.	2010/12 swap til kroner	28. jul 2012	-1.115,1
10052	var.	2010/12 swap til kroner	16. mar 2012	-1.115,1
Valutaswaps i euro i alt				-2.973,7
Gæld i euro i alt				102.861,1

UDENLANDSKE STATSLÅN, ULTIMO 2011

Bilagstabel 6.2

ISIN-kode/lånenr. ¹	Pålydende rente, pct.	Titel	Sidste termin	Udestående beløb, mio. kr. ²
<i>Valutaswaps i dollar</i>				
20001	4,164	2004/16 swap fra kroner	30. jun 2016	106,5
20002	4,164	2004/16 swap fra kroner	30. jun 2016	106,6
20003	4,355	2005/17 swap fra kroner	28. jan 2017	124,9
20004	4,4875	2005/17 swap fra kroner	10. feb 2017	210,9
20005	4,497	2005/17 swap fra kroner	11. aug 2017	220,7
20006	4,66	2005/17 swap fra kroner	20. okt 2017	220,7
20007	4,7925	2005/17 swap fra kroner	15. dec 2017	235,4
20008	4,855	2006/17 swap fra kroner	16. nov 2017	245,7
20009	5,06	2006/18 swap fra kroner	12. apr 2018	255,0
20012	5,27	2006/18 swap fra kroner	28. aug 2018	413,5
20013	4,755	2006/18 swap fra kroner	10. nov 2018	413,5
20014	4,73875	2007/19 swap fra kroner	10. jan 2019	443,0
20015	4,671	2007/19 swap fra kroner	26. mar 2019	443,0
20016	5,1225	2007/19 swap fra kroner	15. jun 2019	465,4
20017	5,164	2007/19 swap fra kroner	05. sep 2019	496,4
20018	5,3875	2007/19 swap fra kroner	14. nov 2019	496,4
20020	5,315	2008/20 swap fra kroner	29. jan 2020	527,5
20021	3,745	2008/20 swap fra kroner	25. mar 2020	525,6
20022	3,78	2008/20 swap fra kroner	05. maj 2020	525,6
20023	4,18	2008/20 swap fra kroner	22. jul 2020	603,3
20024	4,144	2008/20 swap fra kroner	14. okt 2020	603,3
20028	2,539	2009/21 swap fra kroner	23. jan 2021	636,8
20029	3,585	2009/21 swap fra kroner	17. mar 2021	636,8
Gæld i dollar i alt				8.956,7
Udenlandsk gæld i alt				111.817,8

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

² Det udestående beløb pr. 31. december 2011 er omregnet til kroner efter følgende kurser pr. 30. december 2011: euro = 743,42, yen = 7,4194, norske kroner = 95,88, svenske kroner = 83,42, dollar = 574,56.

³ 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. Sluteksponeringen for staten er derfor i euro.

STATENS PORTEFØLJERENTESWAPS, ULTIMO 2011

Bilagstabel 7

Udløbsår	Kronerenteswaps	Eurorenteswaps	
	Hovedstol i mio. kr. ¹	Hovedstol, mio. euro ²	Hovedstol, mio. kr. ³
2012	-	4.235	31.484
2013	4.400	810	6.022
2014	8.500	-	-
2015	1.800	1.500	11.151
2016	10.800	575	4.275
2017	-	175	1.301
2018	-	-	-
2019	-	800	5.947
2020	-	1.300	9.664
2021	-	1.200	8.921
Renteswaps i alt	25.500	10.595	78.765

Anm.: På samtlige kronerenteswaps modtages fast rente og betales 6-mdr. Cibor. På samtlige eurorenteswaps modtages fast rente og betales 6-mdr. Euribor.

¹ Staten har desuden overtaget en swap fra Hypotekbanken på 50 mio. kr., som har udløb i 2019.

² Staten har desuden overtaget en swap fra Hypotekbanken på 10 mio. euro, som har udløb i 2021.

³ Omregnet til kroner efter følgende kurs pr. 30. december 2011: euro = 743,42.