

DANMARKS
NATIONALBANK

STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD

2014



DANMARKS
NATIONALBANK

DANMARKS
NATIONALBANK
**STATENS LÅNTAGNING
OG GÆLD
2014**

STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD 2014

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 2014 er tilgængelig på statsgældsforvaltningens hjemmeside:
www.statsgaeld.dk. Publikationen er oversat til engelsk.

Information om publikationen kan fås 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: kommunikation@nationalbanken.dk
www.nationalbanken.dk

Redaktionen er afsluttet 20. februar 2015.

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.

ISSN (Online) 1398-3873

INDHOLD

7	HOVEDPUNKTER FOR STATSGÆLDSPOLITIKKEN
---	---------------------------------------

BERETNINGSKAPITLER

13	1	INDENLANDSK LÅNTAGNING
21	2	UDENLANDSK LÅNTAGNING
25	3	GÆLD OG RENTEUDGIFTER
31	4	MARKEDSRISIKO
37	5	UDSTEDELSE OG HANDEL MED STATSPAPIRER

SPECIALKAPITLER

45	6	GENUDLÅN OG STATSGARANTIER
----	---	----------------------------

APPENDIKS

55	HOVEDPRINCIPPER FOR FORVALTNINGEN AF STATENS GÆLD
59	MIDLERNE I DE STATSLIGE FONDE

BILAGSTABELLER

HOVEDPUNKTER FOR STATSGÆLDS- POLITIKKEN

GÆLD OG LÅNTAGNING I 2014

FALDENDE STATSGÆLD

Ved udgangen af 2014 udgjorde den danske statsgæld 458 mia. kr., svarende til 24 pct. af BNP eller ca. 81.000 kr. pr. indbygger. Statsgælden faldt med 2 pct. af BNP fra 2013 til 2014, jf. figur 1, som følge af overskud på statens finanser. Den danske statsgæld har den højest mulige kreditvurdering (AAA/Aaa) hos de største internationale kreditvurderingsbureauer, hvilket bl.a. skyldes gældens lave niveau og sammensætning med lange passiver. Derudover er statens eventualforpligtelser også begrænsede, jf. kapitel 6: *Genudlån og statsgarantier*.

Statens renteomkostninger var 0,8 pct. af BNP i 2014. Det er et fald i forhold til 2013, hvilket både

skyldes gældsreduktionen og lavere finansieringsomkostninger.

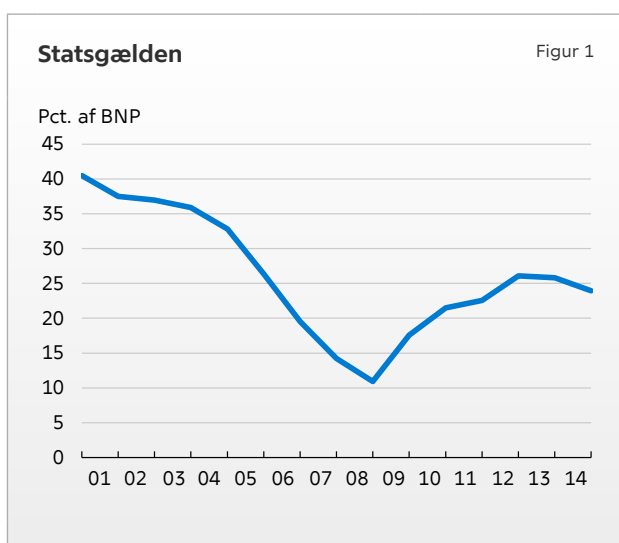
LAVE RENTER PÅ UDSTEDELSER

Udstedelserne af danske statsobligationer skete til historisk lave renter i 2014. Den gennemsnitlige effektive rente på de nominelle udstedelser var 1,1 pct. De lave finansieringsomkostninger skyldes især, at renterne i de længere løbetidssegmenter faldt kraftigt igennem året, jf. figur 2. Renteudviklingen skal ses i lyset af, at forventningerne til vækst- og inflationsudvikling i euroområdet aftog igennem året.

SOLID EFTERSPØRGSEL EFTER DANSKE STATSPAPIRER

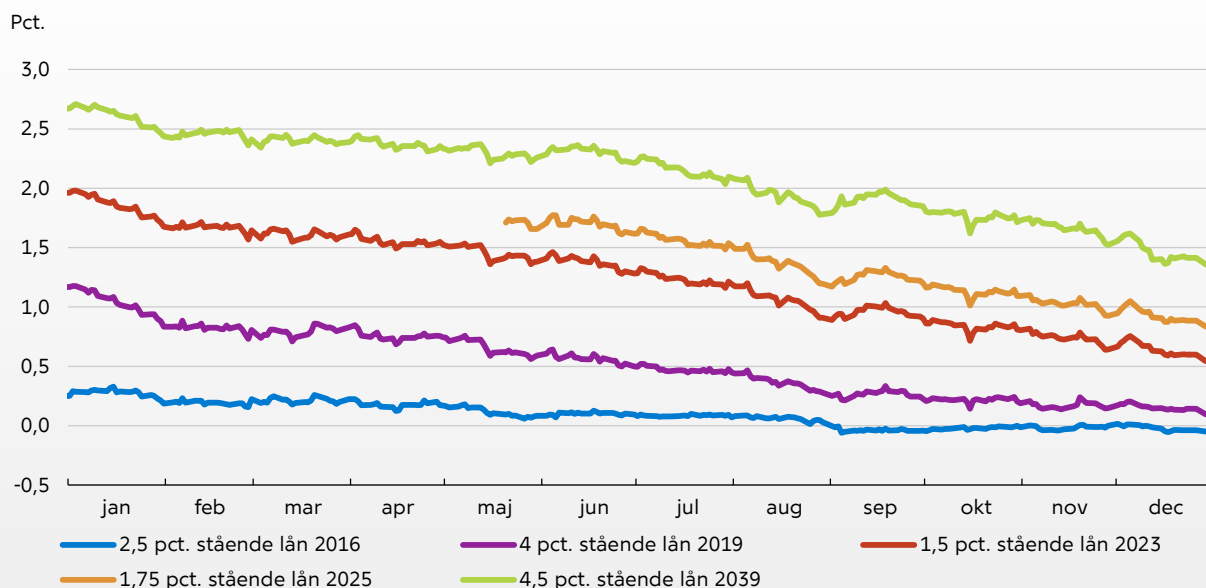
I 2014 udstedte staten indenlandske obligationer for 103 mia. kr. til kursværdi. Der blev udstedt i alle låneviftepapirer, men hovedparten af udstedelserne blev i overensstemmelse med strategien foretaget i de lange løbetidssegmenter, især i det 10-årige nominelle løbetidssegment. Det resulterede i en gennemsnitlig restløbetid på obligatonsudstedelserne på 9,3 år.

Der var stor efterspørgsel efter danske statspapirer fra både danske og internationale investorer med solide bud på auktionerne gennem hele året. Ultimo 2014 ejede den indenlandske forsikrings- og pensionssektor samt udenlandske investorer hovedparten af papirerne, jf. figur 3.



Effektive renter på nominelle obligationer i låneviften, 2014

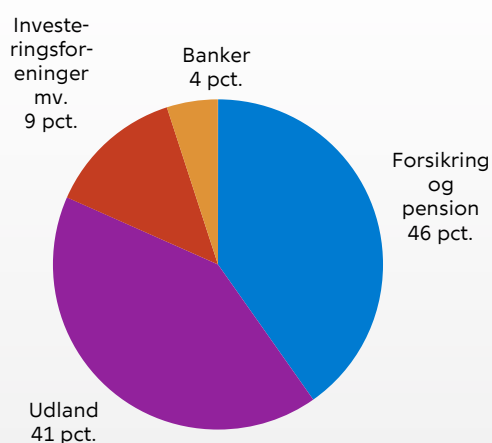
Figur 2



Kilde: Bloomberg.

Ejerandele, ultimo 2014

Figur 3



Anm.: Ejerandelen er beregnet ud fra nominelle beholdninger. Der ses bort fra statslige fondes beholdninger. Investeringsforeninger mv. svarer til kategorien *Andre finansielle formidlere m.m.* i værdipapirstatistikken, mens Banker svarer til *MFI-sektoren*.

Kilde: Danmarks Nationalbank, Værdipapirstatistikken.

STRATEGI FOR 2015

INDENLANDSK LÅNTAGNING

I 2015 skønnes et finansieringsbehov på 135 mia. kr. Ved indgangen til 2015 var sigtepunktet for ud-

stedelser af indenlandske obligationer 75 mia. kr., og sigtepunktet for udeståendet i skatkammerbevisprogrammet 30 mia. kr. ultimo året. Strategien indebar en gradvis reduktion af de senere års oversalg.

Den 30. januar 2015 besluttede Finansministeriet, efter indstilling fra Nationalbanken, at stoppe udstedelsen af statsobligationer indtil videre. I lyset af valutasituationen blev det ikke længere vurderet hensigtsmæssigt at foretage en flerårig aftrapning af de senere års oversalg. Hensigten med at indstille udstedelsen af statsobligationer var at reducere de længere rentespænd for at begrænse valuta-indstrømningen. Der udmeldes en ny strategi for salget af statsobligationer, når det besluttes at genoptage udstedelserne. Indeståendet på statens konto er mere end tilstrækkeligt til at dække finansieringsbehovet frem til udgangen af 2015.

UDENLANDSK LÅNTAGNING

Ved indgangen til 2015 var det strategien at optage et udenlandsk lån med sluteksponering i euro for op til 10 mia. kr. Strategien indebar en nedbringelse af den udenlandske gæld som følge af udenlandske afdrag på 21 mia. kr. Den 30. januar 2015 blev udstedelse af udenlandske obligationslån stoppet indtil videre som følge af valuta-ind-

strømningen. Det er fortsat strategien at udstede Commercial Paper i samme omfang i 2015 som i de foregående år.

STYRING AF MARKEDSRISIKO

Sigtepunktet for den gennemsnitlige varighed på statens gæld er 12,5 år $\pm$ 1 år i 2015. Den høje varighed på statsgælden sikrer en robust gældstruktur, hvor rentestigninger slår meget langsomt igennem på statens renteomkostninger. Sigtebåndet er hævet med ét år i forhold til 2014. Det skyldes primært, at den forventede meromkostning ved højere varighed vurderes meget lav under de nuværende markedsforhold. Beslutningen om at stoppe udstedelserne af statsobligationer påvirker kun varigheden på gælden i begrænset omfang.

BERETNINGSKAPITLER

1

INDENLANDSK LÅNTAGNING

I 2014 blev der udstedt statsobligationer for 103 mia. kr. Der var solid efterspørgsel fra både danske og internationale investorer. Fokus var på lange udstedelser, især det 10-årige løbetidssegment. I gennemsnit skete de nominelle obligationsudstedelser til en historisk lav rente på 1,1 pct. og en gennemsnitlig løbetid på godt 9 år. Efterspørgslen i de enkelte løbetidssegmenter varierede over året, hvilket understreger vigtigheden af en bred lånevifte.

Store uventede budgetforbedringer i slutningen af 2014 medførte en opbygning af indeståendet på statens konto til et niveau, der vurderes betydeligt højere end nødvendigt. For at sikre kontinuitet i obligationsud-

stedelserne var det strategien at nedbringe kontoindeståendet gradvist frem for en kraftig reduktion i udstedelserne i 2015. Sigtepunktet for udstedelser af indenlandske obligationer blev på den baggrund fastsat til 75 mia. kr. i 2015, mens sigtepunktet for udeståendet i skatkammerbevisprogrammet blev fastholdt på 30 mia. kr.

I lyset af valutaindstømningen i begyndelsen af året besluttede Finansministeriet efter indstilling fra Nationalbanken at stoppe udstedelsen af statsobligationer indtil videre.

INDENLANDSK LÅNTAGNING I 2014

FINANSIERINGSBEHOV

Sigtepunktet for obligationsudstedelser blev i juni 2014 øget fra 75 mia. kr. til 100 mia. kr., mens udeståendet i skatkammerbeviser blev fastholdt på 30 mia. kr. Det indebar en planlagt overfinansiering, jf. tabel 1.1, for at imødegå et højt forventet finansieringsbehov i 2015. I 2. halvår 2014 blev statens finanser forbedret med omkring 50 mia. kr., hvil-

ket bl.a. skyldtes markant større engangsindtægter i slutningen af året som følge af omlægninger af kapitalpension. Det forventede underskud blev dermed vendt til et overskud, og overfinansieringen blev betydeligt større end ventet.

Statens indenlandske finansieringsbehov

Tabel 1.1

Mia. kr.	Medio 2014	Ultimo 2014
Indenlandsk nettofinansieringsbehov	30	-21
Afdrag på indenlandsk langfristet statsgæld mv.	54	55
Udestående i skatkammerbeviser ved indgangen af året	32	32
Indenlandsk finansieringsbehov	116	66

Finansiering:

Udstedelser af indenlandske obligationer	100	103
Udestående i skatkammerbeviser ultimo året	30	30
Træk på statens konto ¹	-14	-66

Anm.: Medio 2014 er baseret på Budgetoversigt 1, maj 2014, og strategien for låntagningen udmeldt i juni 2014. Ultimo 2014 er endelige tal for finansieringsbehovet og låntagningen. Træk på statens konto er ekskl. påvirkning fra udenlandsk låntagning.

Kilde: Finansministeriet og egne beregninger.

¹. Negativt fortegn betyder overfinansiering.

SALG AF DANSKE STATSOBLIGATIONER

I 2014 udstedte staten indenlandske obligationer for 103 mia. kr. til kursværdi. Der var stor efterspørgsel fra både danske og internationale investorer. Gennem hele året var der solide bud på auktionerne med en gennemsnitlig bid-to-cover¹, der var lidt højere end i de forudgående år. Udstedelserne var nogenlunde ligeligt fordelt over året, jf. figur 1.1.

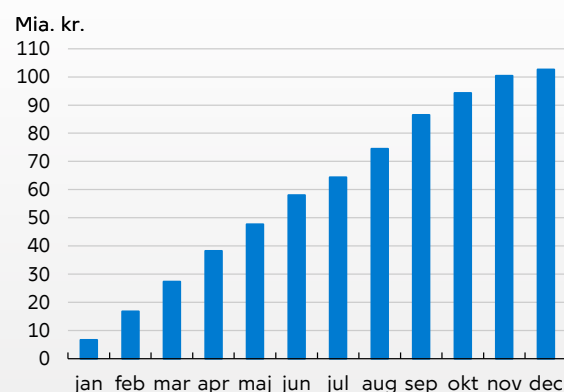
Der blev udstedt i alle låneviftepapirer, men hovedparten af udstedelserne blev foretaget i de lange løbetidssegmenter, især i det 10-årige nominelle løbetidssegment, jf. tabel 1.2. Det resulterede i en gennemsnitlig restløbetid på obligationsudstedelserne på 9,3 år. De nominelle udstedelser skete til en gennemsnitlig effektiv rente på 1,1 pct., hvilket var historisk lavt.

De lave finansieringsomkostninger skyldtes især, at renterne i de længere løbetidssegmenter faldt kraftigt igennem året, jf. figur 1.2. Renteud-

¹ Forholdet mellem bud og solgt mængde på en auktion.

Akkumulerede obligationsudstedelser i 2014

Figur 1.1



Anm.: Udstedelserne er opgjort til kursværdi.

Statens obligationsudstedelser i 2014

Tabel 1.2

	Salg til kursværdi, mia. kr.	Effektiv rente, pct.	Løbetid, år
2,5 pct. stående lån 2016	19,1	0,16	2,6
4,0 pct. stående lån 2019	13,7	0,72	5,5
1,5 pct. stående lån 2023	7,9	1,71	9,7
1,75 pct. stående lån 2025	42,6	1,38	11,2
4,5 pct. stående lån 2039	7,3	2,13	25,4
I alt, nominelle obligationer	90,6	1,11	9,3
0,10 pct. indekslån 2023	12,0	0,18 ¹	9,6
I alt	102,6		9,3

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

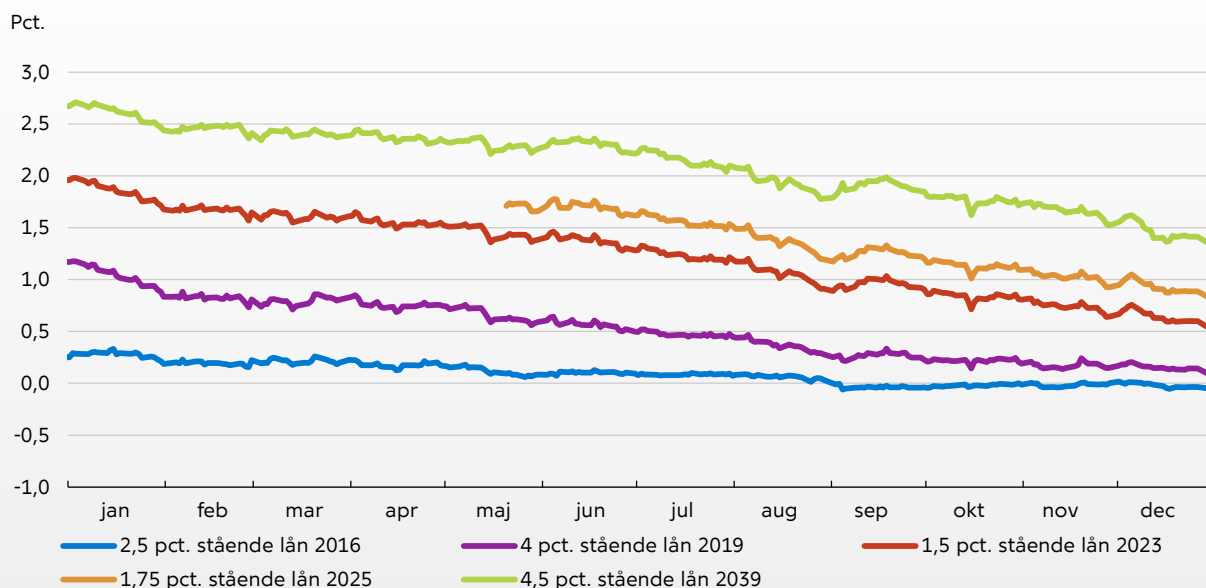
¹. Effektiv realrente.

viklingen skal ses i lyset af, at forventningerne til vækst- og inflationsudviklingen i euroområdet aftog igennem året. Mod slutningen af året bidrog forventninger om et nyt opkøbsprogram fra ECB til yderligere rentefald.

Rentefaldet i 2014 blev ledsaget af en yderligere indsnævring af rentespændene til Tyskland for de fleste eurolande, jf. figur 1.3. Faldet i periferilanden rentespænd afspejler den gradvise strukturelle forbedring af landenes offentlige finanser. Derudover kan de lave renter i kernelandene have øget investorernes appetit på mere

Effektive renter på nominelle obligationer i låneviften, 2014

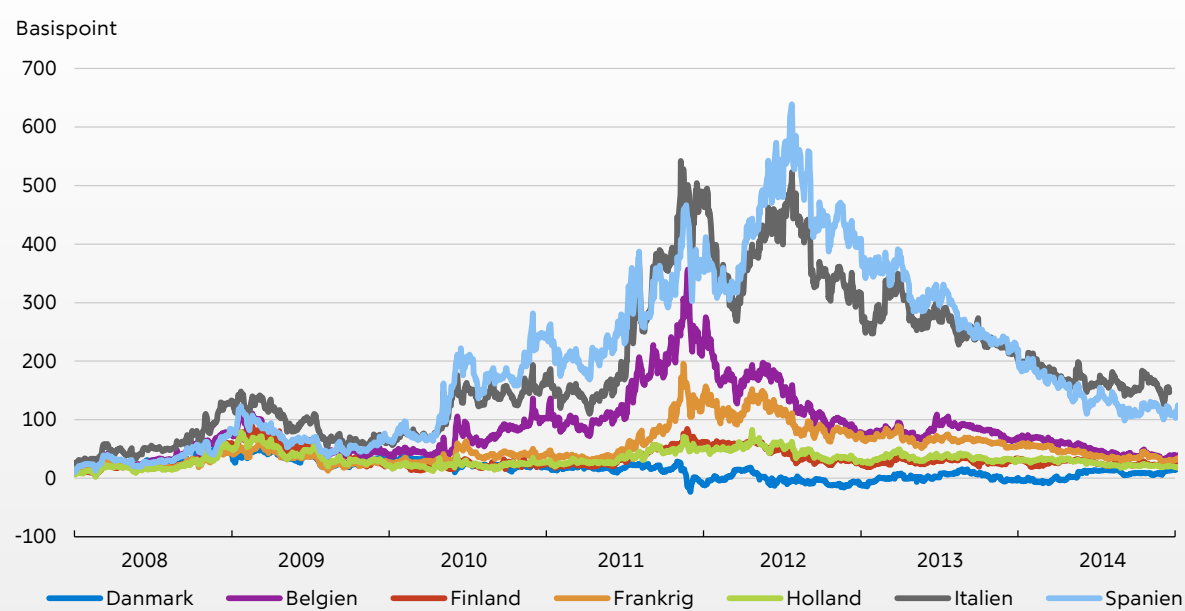
Figur 1.2



Kilde: Bloomberg.

10-årige statsrentespænd til Tyskland for udvalgte lande

Figur 1.3



Anm.: Baseret på 10-årige parrenter.

Kilde: Bloomberg.

risikofyldte obligationer i deres søgen efter større afkast. Det danske rentespænd til Tyskland var fortsat blandt de laveste i Europa.

De danske statsrenter faldt betydeligt i begyndelsen af 2015, jf. boks 1.1, hvilket medførte et negativt spænd til Tyskland for hele rentekurven.

Markedsudvikling i begyndelsen af 2015 Boks 1.1

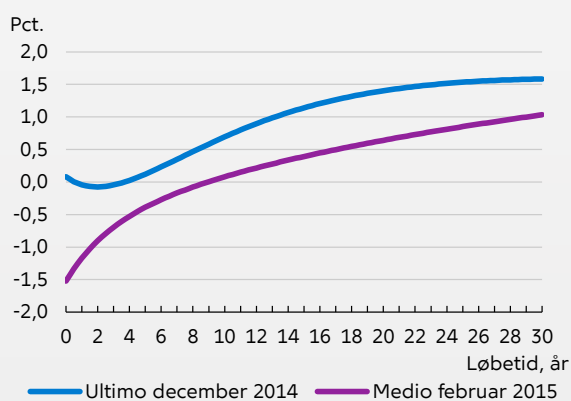
To begivenheder dominerede udviklingen på de europæiske statsgældsmarkeder i begyndelsen af 2015.

Den 15. januar valgte den schweiziske centralbank at ophæve minimumskursen på 1,2 franc pr. euro. Samtidig satte centralbanken renten på bankernes marginale indskud ned med 50 basispoint til -0,75 pct.¹ Ophævelsen af minimumskursen resulterede i høj volatilitet på de finansielle markeder og en styrkelse af den schweiziske valuta.

Den 22. januar annoncerede ECB, at det eksisterende opkøbsprogram udvides til også at omfatte statsobligationer og statsgaranterede obligationer. De samlede månedlige opkøb ventes at blive på 60 mia. euro og vil som minimum fortsætte til september 2016. Målet med opkøbene er at lette husholdningers og virksomheders adgang til billig finansiering for derigennem at stimulere økonomien i en situation, hvor de pengepolitiske renter befinder sig tæt på nul, og prisstigningstakten er et stykke fra ECB's inflationsmålsætning.² Beslutningen om at udvide opkøbsprogrammet var ventet i markedet, men størrelsen af programmet overgik markedsforventningerne.

De danske statsrenter er faldet betydeligt på tværs af alle løbetider i forhold til niveauet ultimo 2014, jf. figur. Øget valutaindstremsning i begyndelsen af året førte til, at Nationalbanken satte de pengepolitiske renter ned, hvilket resulterede i lavere statsrenter for de korte løbetider. Finansministeriet besluttede, efter indstilling fra Nationalbanken, at stoppe udstedelserne af statsobligationer den 30. januar 2015. Det bidrog til lavere renter og et negativt spænd til Tyskland for hele rentekurven.

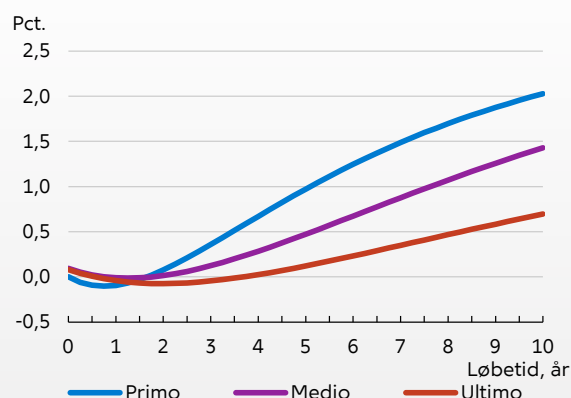
Dansk statsrentekurve, ultimo 2014 og medio februar 2015



Anm.: Extended Nelson-Siegel nulkuponrentekurve.
Kilde: RIO.

1. Se pressemeddelelse fra den schweiziske centralbank den 15. januar 2015.
2. Se pressemeddelelse fra ECB den 22. januar 2015.

Udvikling i den danske statsrentekurve, Figur 1.4 2014



Anm.: Primo: 2. januar 2014, medio: 1. juli 2014 og ultimo: 30. december 2014. Extended Nelson-Siegel nulkuponrentekurve.
Kilde: RIO.

VARIERENDE EFTERSPØRGSEL PÅ TVÆRS AF LØBETIDSSEGMENTER

Der lægges i statsgældspolitikken normalt vægt på at have en bred lånevifte for at kunne imødekomme udsving i efterspørgslen. I begyndelsen af 2014 var efterspørgslen koncentreret i de korte løbetidssegmenter trods renter tæt på nul. Den afdæmpede efterspørgsel efter lange obligationer afspejlede bl.a., at mange investorer forventede, at de kraftige kursfald på lange obligationer i slutningen af 2013 ville fortsætte i 2014. Det medførte en midlertidig overvægt af udstedelser i de korte segmenter i årets første måneder.

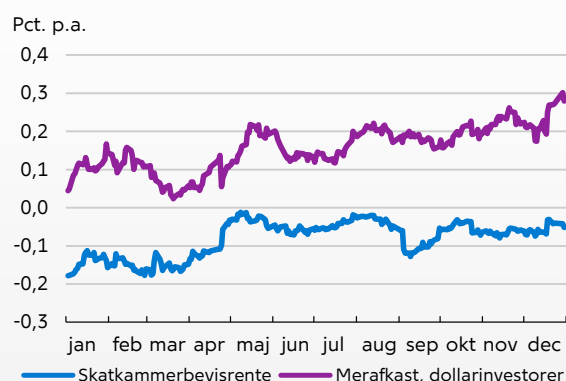
I løbet af foråret skuffede de økonomiske nøgletal for euroområdet, hvilket var med til at skabe forventninger om et lavt renteniveau over en længere periode. På den baggrund steg efterspørgslen efter de længere løbetidssegmenter, hvilket medførte en udfladning af rentekurven, jf. figur 1.4. I løbet af 2. halvår blev udstedelsesfordelingen bragt i overensstemmelse med strategien om hovedsageligt at udstede i de længere løbetidssegmenter.

SALG AF SKATKAMMERBEVISER

Udeståendet i skatkammerbeviser var 30 mia. kr. ultimo 2014, hvilket var i overensstemmelse med det fastsatte sigtepunkt. Efterspørgslen var generelt høj, især fra udenlandske investorer, og der blev stort set igennem hele året udstedt til negative renter. Den store interesse fra udlandet skyldtes primært, at investorer har kunnet opnå

Skatkammerbevisrente og merafkast for dollarinvestorer

Figur 1.5



Anm.: Merafkast, dollarinvestorer er beregnet som forskellen mellem afkast af valutaswap kombineret med skatkammerbevis fratrukket afkast af amerikansk T-bill, begge med løbetider på 3 måneder. Renterne på skatkammerbeviser er interpoleret lineært for 3-månederspunktet. Renterne er angivet som den årlige effektive rente. Afkast fra valutaswap er beregnet som spotkurs i forhold til 3-måneders terminkurs for kroner over for dollar på annualiseret basis.

Kilde: Bloomberg, Nordea Analytics og egne beregninger.

et merafkast på 10-20 basispoint ved at swappe dollar til kroner og placere kronebeløbet i danske skatkammerbeviser i forhold til placering direkte i amerikanske skatkammerbeviser (T-bills), jf. figur 1.5.²

OPKØB I 2014

Der blev i 2014 afholdt regelmæssige opkøbsauktioner i 2 pct. stående lån 2014 og 4 pct. stående lån 2015. Behovet for statslige opkøb i de korteste papirer var begrænset, da der var ekstraordinær efterspørgsel efter papirerne fra udenlandske investorer som følge af skævheden i dollarswap-markedet, jf. ovenfor.

De statslige fondes placeringsbehov blev dækket af mindre opkøb i de længere løbetidssegmenter, jf. tabel 1.3.

BRED INVESTORBASE I DANSKE STATSPAPIRER

Danske statsobligationer er ejet af en bred kreds af investorer, og udstedelser i flere forskellige løbetidssegmenter bidrager til diversifikation af investorbasen. Som i tidligere år udgjorde den indenlandske forsikrings- og pensionssektor samt udenlandske investorer de to største investorgrupper, jf. figur 1.6. Forsikrings- og pensionssektoren har en særlig høj ejerandel i det 30-årige løbetidssegment.

Udenlandske investorer har store ejerandele i alle statspapirer til og med det 10-årige segment, herunder i den inflationsindekserede obligation. Den udenlandske ejerandel er øget i de seneste år. I 2011-12 steg efterspørgslen efter danske statsobligationer som følge af statsgældskrisen i

Statens opkøb og fondenes nettoopkøb i 2014

Tabel 1.3

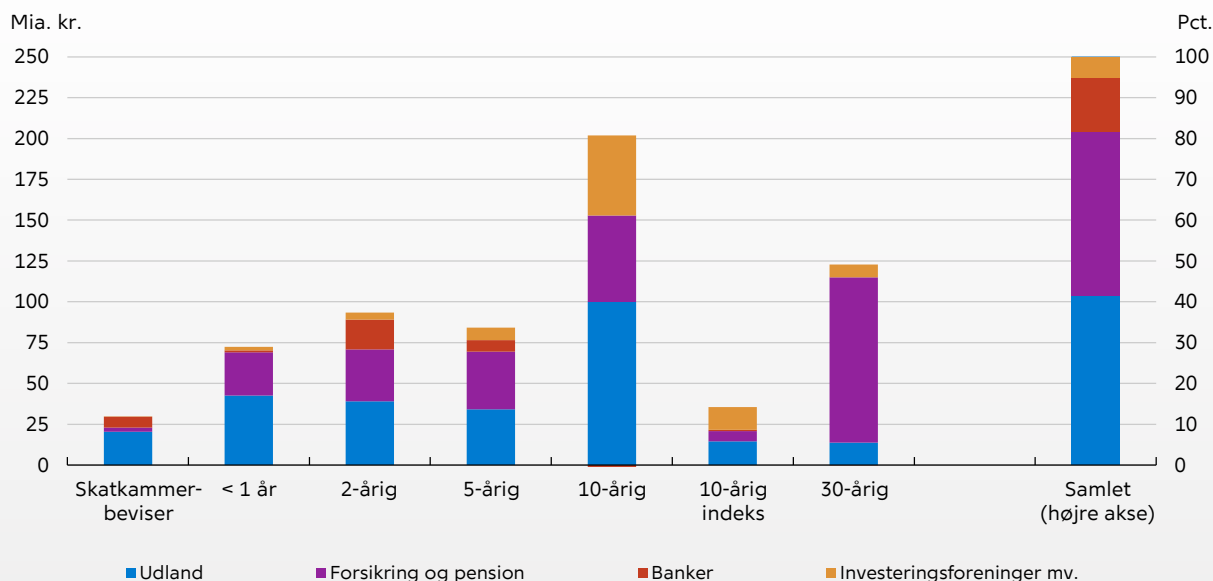
Mio. kr., kursværdi	Staten	Den Sociale Pensionsfond	Fonden for forebyggelse og fastholdelse	Danmarks Innovationsfond	Opkøb fra markedet, i alt
2,0 pct. stående lån 2014	6.163	-327	45	76	5.957
4,0 pct. stående lån 2015	2.715	-2.715	106		106
3,0 pct. stående lån 2021		1.949		2.466	4.415
1,5 pct. stående lån 2023		586		480	1.066
7,0 pct. stående lån 2024		308			308
I alt, indenlandske statspapirer	8.877	-199	152	3.021	11.852

Anm.: Negativt fortegn betyder nettosalg.

2 For mere baggrund om skævheden i valutaswapmarkedet mellem kroner og dollar se Mindested, Toftdahl og Risbjerg, Det danske pengemarked ved lave renter, Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, 4. kvartal 2012, Del 1.

Ejerandele i indenlandske statspapirer fordelt på løbetidssegmenter, ultimo 2014

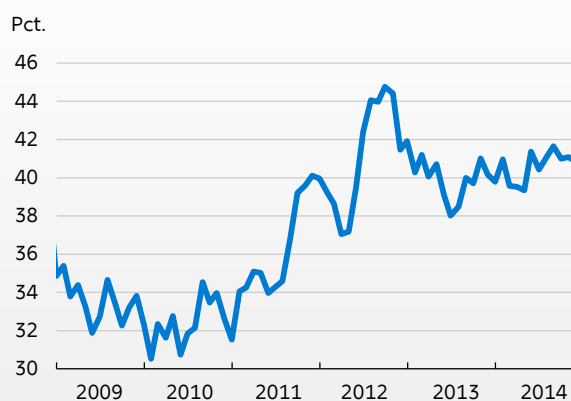
Figur 1.6



Anm.: Ejerandelen er beregnet ud fra nominelle beholdninger. Statslige fondes beholdninger er ekskluderet. Investeringsforeninger mv. svarer til kategorien *Andre finansielle formidlere m.m.* i værdipapirstatistikken, mens Banker svarer til *MFI-sektoren*.
Kilde: Danmarks Nationalbank, *Værdipapirstatistikken*.

Udenlandsk ejerandel i danske statspapirer

Figur 1.7



Kilde: Danmarks Nationalbank, *Værdipapirstatistikken*.

Europa, jf. figur 1.7. Flere institutionelle investorer, især uden for Europa, oprettede i den periode nye investeringsmandater i danske statspapirer. Særligt investering af centralbankernes valutareserver blev som en følge af krisen diversificeret til mindre statspapirmarkeder med høj kreditværdighed. I 2013 blev usikkerheden på de europæiske statspapirmarkeder gradvist reduceret, hvilket

betød, at udenlandske investorer ikke i samme grad anvendte Danmark som sikker havn. Reduktionen i den udenlandske ejerandel fra slutningen af 2012 til midten af 2013 blev delvist genoprettet i 2014. Samlet set er den udenlandske ejerandel øget med ca. 10 procentpoint siden begyndelsen af 2011.

UDSTEDelsesSTRATEGI FOR 2015

I 2015 skønnes et finansieringsbehov på 135 mia. kr., primært som følge af afdrag på indenlandsk gæld, jf. tabel 1.4. Den uventede forbedring af statens finanser i slutningen af 2014 betød, at statens likviditetsberedskab, i form af indeståendet på statens konto i Nationalbanken, steg til 213 mia. kr. ved udgangen af 2014. Det niveau vurderes betydeligt højere end nødvendigt. Ved indgangen til 2015 var sigtepunktet for udstedelser af indenlandske obligationer 75 mia. kr., og sigtepunktet for udeståendet i skatkammerbevisprogrammet 30 mia. kr. ultimo året. Det indebar et forventet træk på statens konto på 30 mia. kr. i 2015.

Den 30. januar 2015 besluttede Finansministeriet, efter indstilling fra Nationalbanken, at stoppe

Statens indenlandske finansieringsbehov

Tabel 1.4

Mia. kr.	2014	2015
Indenlandsk nettofinansieringsbehov	-21	34
Afdrag på indenlandsk langfristet statsgæld mv.	55	72
Udestående i skatkammerbeviser ved indgangen af året	32	30
Indenlandsk finansieringsbehov	66	135

Finansiering:

Udstedelse af indenlandske obligationer	103	7 (75)
Udestående i skatkammerbeviser ultimo året	30	30 (30)
Træk på statens konto ¹	-66	98 (30)

Anm.: Træk på statens konto er ekskl. påvirkning fra udenlandsk låntagning. For finansiering af 2015 svarer tallene i parentes til udmeldingen i *Statsgældspolitikken, Strategi 2015*, 16. december 2014. Tallene uden parentes svarer til finansieringsfordelingen i det tilfælde, hvor der ikke udstedes yderligere statsobligationer i 2015. Inden salget af statsobligationer blev stoppet, var der udstedt statsobligationer for 7 mia. kr. til kursværdi.

Kilde: *Budgetoversigt 3*, december 2014 og egne beregninger.

1. Negativt fortegn betyder overfinansiering.

Opkøb og ombytninger

Der kan foretages opkøb, såfremt markedspriserne vurderes fair, fx i forhold til priserne på statens udstedelser. Der kan som udgangspunkt ikke købes op i primære låneviftepapirer. Opkøb sker via auktioner, tap eller ombytningsauktioner. I 2015 holdes regelmæssige opkøbsauktioner i 4 pct. stående lån 2015.

udstedelsen af statsobligationer indtil videre. I lyset af valutasituationen blev det ikke længere vurderet hensigtsmæssigt at foretage en flerårig aftrapning af de senere års oversalg. Hensigten med at indstille udstedelsen af statsobligationer var at reducere de længere rentespænd for at begrænse valutaindstrømningen.³ Der udmeldes en ny strategi for salget af statsobligationer, når det besluttet at genoptage udstedelserne. Indeståendet på statens konto er mere end tilstrækkeligt til at dække finansieringsbehovet frem til udgangen af 2015. Såfremt der ikke udstedes yderligere statsobligationer i 2015, forventes indeståendet på statens konto ultimo året at være omkring 100 mia. kr.

3 Nationalbankens nedsættelser af de pengepolitiske renter havde udvidet det negative spænd mellem pengemarkedsrenterne i Danmark og euroområdet, mens rentespændene for statsobligationer imidlertid fortsat var positive i de længere løbetidssegmenter, jf. pressemeddelelse 30. januar 2015.

2

UDENLANDSK LÅNTAGNING

I 2014 optog staten et 3-årigt lån på 1,5 mia. dollar. Lånet blev swappet til 1,1 mia. euro, svarende til 8,1 mia. kr. Statens udenlandske gæld blev som følge af afdrag på 26 mia. kr. nedbragt.

Ved indgangen til 2015 var det strategien at optage et udenlandsk lån med slutekspo-

nering i euro for op til 10 mia. kr. Strategien indebar en nedbringelse af den udenlandske gæld som følge af udenlandske afdrag på 21 mia. kr. Den 30. januar 2015 blev udstedelse af udenlandske obligationslån stoppet indtil videre som følge af valutaindstømningen.

UDENLANDSK LÅNTAGNING I 2014

Statens udenlandske låntagning bestod i 2014 af et 3-årigt lån på 1,5 mia. dollar, jf. boks 2.1. Lånet er i tråd med de seneste års strategi om årligt at optage ét udenlandsk lån med sluteksporering i euro på op til 10 mia. kr. Med samlede forfald af udenlandske obligationslån og swaps i 2014 på knap 26 mia. kr. blev statens bidrag til valutareserven¹ nedbragt fra knap 70 mia. kr. ultimo 2013 til 53 mia. kr. ultimo 2014, jf. figur 2.1.

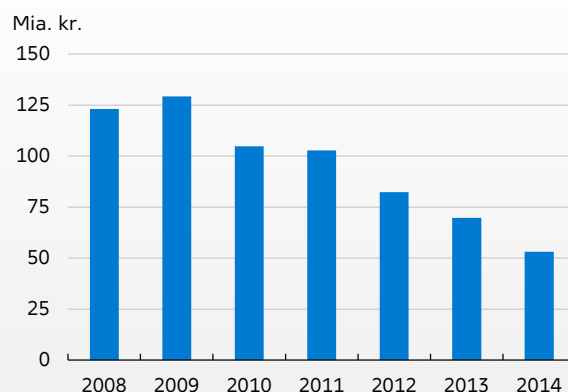
UDSTEDELSE AF COMMERCIAL PAPER

Der udstedes Commercial Paper i et begrænset omfang gennem statens to Commercial Paper-

1 Svarer til statens udenlandske gæld ekskl. valutawaps indgået i forbindelse med genudlån til Danmarks Skibskredit A/S.

Statens udenlandske gæld

Figur 2.1



Anm.: Ekskl. valutawaps indgået i forbindelse med genudlån til Danmarks Skibskredit A/S.

Udstedelse af dollarlån i marts 2014

Boks 2.1

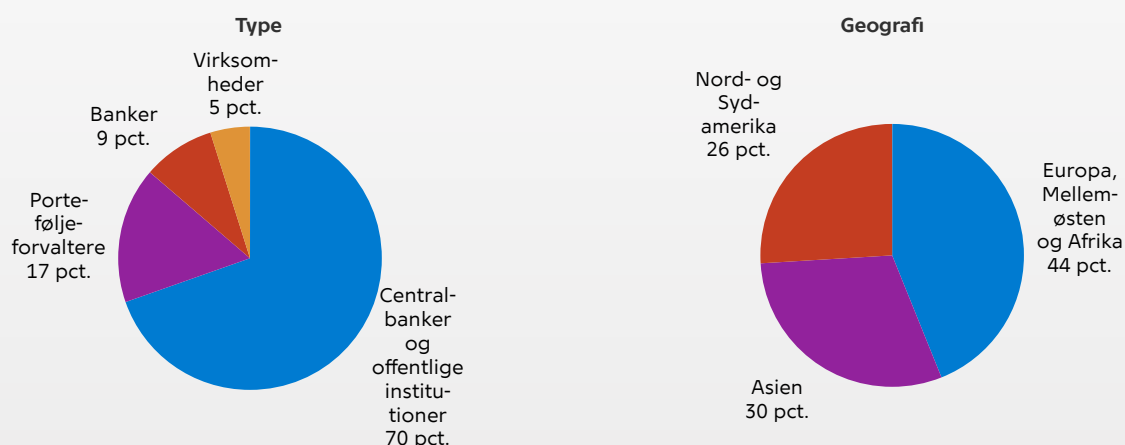
Staten foretog den 11. marts 2014 en syndikeret udstedelse af et 3-årigt lån på 1,5 mia. dollar. Lead managers i syndikeringen var BNP Paribas, HSBC, J.P. Morgan og Nordea. Den effektive rente i dollar var 0,9 pct., svarende til 2 basispoint under mid-swaprenten eller 13 basispoint over en tilsvarende amerikansk statsobligation.

Syndikatbankerne blev på linje med tidligere år anmodet om at stille en pris på en valutaswap med en notionel værdi på 0,5 mia. dollar. Der blev indgået en swap med den bank, der stillede den bedste pris. Den resterende del af lånet blev

swappet med Nationalbanken på samme vilkår. Låneprøvet blev derved swappet til 1,1 mia. euro med en effektiv 3-årig rente i euro på 0,48 pct., hvilket var på niveau med renterne på udstedelser med tilsvarende løbetid i Holland og Frankrig.

Investorinteressen for udstedelsen var stor. Centralbanker og offentlige institutioner aftog størstedelen af udstedelsen, og den geografiske fordeling var bred med deltagelse af investorer fra store dele af verden, jf. figuren nedenfor.

Fordeling af investorer på type og geografi

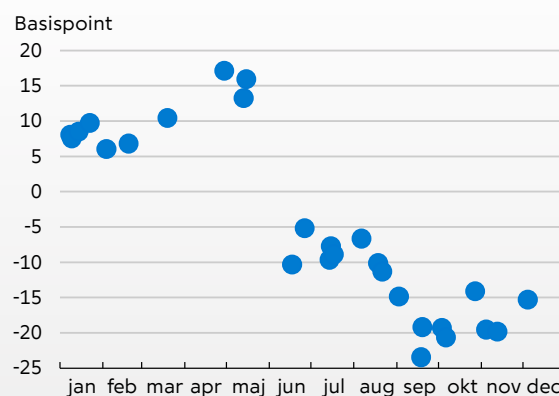


programmer, det amerikanske USCP-program og det europæiske ECP-program. Det samlede udstående i programmerne var i 2014 på omkring 5 mia. kr., hvilket var på linje med de foregående år. Udstedelserne i begge programmer var primært i dollar. Det skyldes, at skævheder i valutaswapmarkedet i store dele af året gav staten en fordel ved at udstede i dollar kombineret med en valutaswap til euro frem for at udstede direkte i euro. En udvidelse af skævheden i terminsmarkedet betød, at udstedelserne i 2. halvdel af 2014 blev foretaget til negative renter efter swappen til euro, jf. figur 2.2.

Ændringer i USCP-programmet i 2015

I januar 2015 blev det juridiske grundlag for USCP-programmet opdateret. Det skete i forbindelse med, at Bank of America erstattede JP Morgan som Issuer and Payer Agent. Antallet af dealere i programmet blev samtidig øget fra tre til fem. De to nye dealere er Citibank og Goldman Sachs, jf. kapitel 5.

Figur 2.2
Renten på 1-mdrs. Commercial Paper-udstedelser i dollar efter swap til euro



Anm.: Punkterne angiver faktiske udstedelser.

UDSTEDELSESSTRATEGI FOR 2015

Staten optager udenlandske lån 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. Der kan afviges fra udgangspunktet i tilfælde af, at Nationalbanken ønsker en opbygning eller nedbringelse af valutareserven.

Som udgangspunkt er det strategien årligt at udstede et syndikeret udenlandsk lån med sluteksponering i euro for op til 10 mia. kr. Som følge af valutaindstrømningen i begyndelsen af året blev det besluttet, at udstedelse af udenlandske obligationslån stoppes ind til videre. Det er fortsat strategien at udstede Commercial Paper i samme omfang som i de foregående år.

Med samlede afdrag på 21 mia. kr., jf. tabel 2.1, ventes den udenlandske gæld nedbragt yderligere i 2015.

Udenlandske forfald

Tabel 2.1

Mia. kr.	2015	2016	2017
Eurolån	11,2	9,3	-
Dollarlån	10,2	8,6	8,1
Svensk kronelån	-	2,2	-
I alt	21,3	20,1	8,1

Anm.: Inkl. valutaswaps knyttet til de enkelte lån, men ekskl. valutaswaps indgået i forbindelse med genudlån til Danmarks Skibskredit A/S.

3

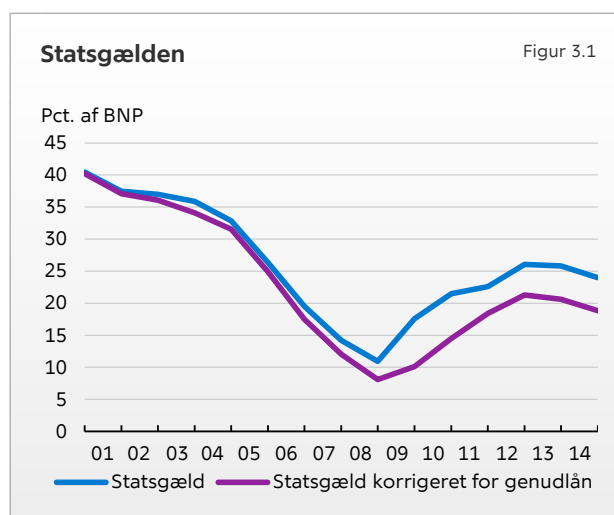
GÆLD OG RENTEUDGIFTER

Overskuddet på statens finanser i 2014 medførte et fald i statsgælden fra 26 pct. af BNP i 2013 til 24 pct. af BNP i 2014. Gælden er lav sammenlignet med andre EU-lande, hvilket er medvirkende til, at danske statspapirer har den højest mulige kreditvurdering (AAA/Aaa) hos de største internationale

kreditvurderingsbureauer. Statens renteomkostninger var 0,8 pct. af BNP i 2014. Det er et fald i forhold til 2013, hvilket både skyldes gældsreduktionen og lavere finansieringsomkostninger.

FORTSAT LAV STATSGÆLD I 2014

Den danske statsgæld har den højest mulige kreditvurdering (AAA/Aaa) hos de største internationale kreditvurderingsbureauer¹, hvilket bl.a. skyldes gældens lave niveau og sammensætning med lange passiver. De sidste to års fald i statsgælden som andel af BNP er en vending i forhold til gældsopbygningen under finanskrisen, jf. figur 3.1. En del af statsgælden afspejler låntagning på vegne af statslige selskaber. Korrigeret for disse genudlån var statsgælden 19 pct. af BNP i 2014.



¹ Se bilagstabel 8.1 og 8.2 for et overblik over de aktuelle ratings fra Moody's, Standard & Poor's, DBRS Rating og Fitch Ratings.

Statsgældens sammensætning

Tabel 3.1

Mia. kr., ultimo året	2012	2013	2014
Indenlandsk gæld	668	664	698
Udenlandsk gæld	90	76	59
Sikkerhedsstillelse for swaps ¹	-	4	4
Statens konto i Danmarks Nationalbank	-162	-162	-213
Den Sociale Pensionsfond	-93	-82	-75
Danmarks Innovationsfond	-14	-12	-14
Fonden for forebyggelse og fastholdelse	-2	-1	-1
Statsgæld	487	487	458
Statsgæld, pct. af BNP	26,1	25,8	24,0

Anm.: Positivt fortegn angiver et passiv. Negativt fortegn angiver et aktiv. Statens konto er opgjort inkl. fondenes kontoindestående. Den indenlandske gæld er gæld eksponeret i kroner, og udenlandsk gæld er gældseksponering i udenlandsk valuta.

Kilde: Statsregnskab 2012 og 2013. Tal for 2014 er foreløbige tal fra statens bogføring.

1. Gældsposten modsvares af et tilsvarende højere indestående på statens konto som følge af sikkerhedsstillelsen på swapporteføljen.

STATSGÆLDENS SAMMENSÆTNING

Statsgælden opgøres som den nominelle værdi af statens indenlandske og udenlandske gæld fratrukket indeståendet på statens konto i Danmarks Nationalbank og aktiverne i de tre statslige fonde, jf. tabel 3.1.

INDENLANDSK GÆLD OG STATENS KONTO

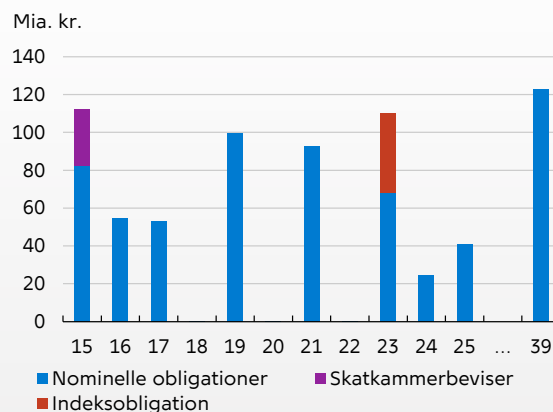
Statsgælden faldt i 2014 som følge af overskud på statens finanser. På trods af overskuddet steg den indenlandske gæld. Det skyldtes en stor overfinansiering i 2014, jf. kapitel 1, som medførte en betydelig stigning i indeståendet på statens konto.

Udeståendet i indenlandske obligationer er karakteriseret ved en forholdsvis lang restløbetid, jf. figur 3.2. Det afspejler de seneste års strategi om at foretage hovedparten af udstedelserne i de lange løbetidssegmenter. Det har bidraget til at reducere statens rente- og refinansieringsrisiko.

Hovedparten af den indenlandske gæld består af obligationslån med fast rente. Skatkammerbevisprogrammet og den inflationsindekserede obligation udgør en mindre andel. Derudover har staten et mindre udestående i renteswaps, hvor der betales en variabel rente.

Forfaldsprofil for indenlandske statspapirer, ultimo 2014

Figur 3.2



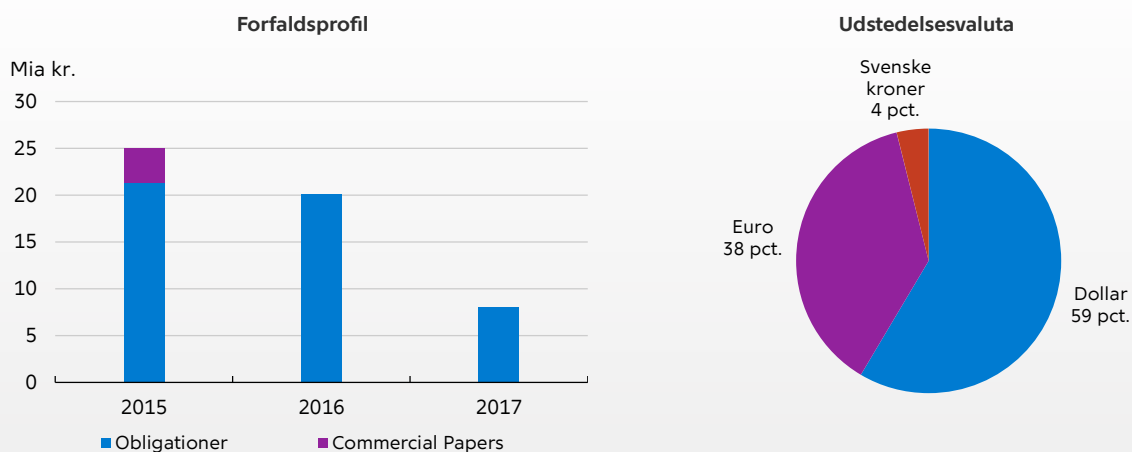
Anm.: Ekskl. valutaswaps indgået i forbindelse med genudlån til Danmarks Skibskredit A/S. I beregningen af afdraget på indeksobligationen er der antaget en årlig inflation på 2 pct.

UDENLANDSK GÆLD

Statens udenlandske gæld blev reduceret med 17 mia. kr. i 2014 og udgjorde 59 mia. kr. ved udgan-

Den udenlandske gælds forfaldsprofil og udstedelsesvaluta, ultimo 2014

Figur 3.3



Anm.: Ekskl. valutaswaps til Danmarks Skibskredit A/S.

gen af 2014.² Gælden forfalder inden for de kommende tre år, jf. figur 3.3, venstre. Det skyldes, at udstedelserne i de seneste år er foretaget i 3-årige frem for længere løbetider. Med et faldende udenlandsk udstedelsesomfang medfører udstedelser i kortere løbetidssegmenter, at papirerne fortsat kan opbygges til benchmark-størrelse.

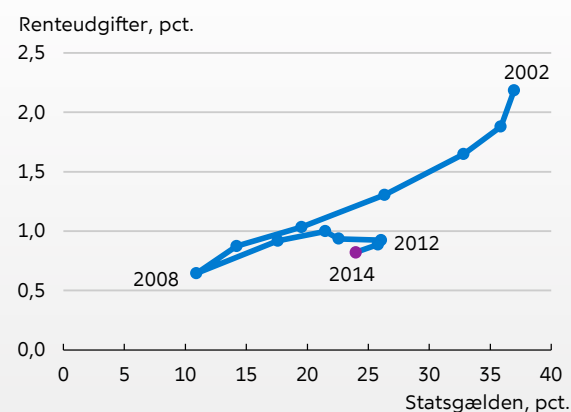
Lidt over halvdelen af den udenlandske gæld er udstedt i dollar, jf. figur 3.3, højre. Lån i andre valutaer end euro kombineres med valutaswaps til euro. Det indebærer, at den udenlandske gæld har en lav valutakursrisiko.³

LAVE RENTEOMKOSTNINGER

Selv om statsgælden steg fra 2008 til 2012, blev renteudgifterne fastholdt på et lavt niveau som følge af det kraftige rentefald i perioden, jf. figur 3.4. De seneste to år er renteudgifterne faldet yderligere som følge af faldende statsgæld og yderligere rentefald. Samlet udgjorde renteudgifterne på statsgælden 15,7 mia. kr., svarende til 0,8 pct. af BNP i 2014, jf. tabel 3.2.

Statsgælden og renteudgifter, andel af BNP

Figur 3.4



Kilde: Danmarks Statistik, Finansministeriet og egne beregninger.

2 Udover lån optaget af hensyn til valutareserven på 53 mia. kr. har staten udenlandsk gæld for 6 mia. kr. som følge af valutaswaps fra kroner til dollar. Det skyldes, at genudlån i dollar til Danmarks Skibskredit A/S finansieres ved indenlandske udstedelser kombineret med valutaswap til dollar.

3 Danmark fører fastkurspolitik over for euroen.

Rentebetalinger på statsgælden

Tabel 3.2

Mia. kr.	2012	2013	2014
Indenlandsk gæld	22,3	21,5	19,8
Udenlandsk gæld	2,0	1,4	0,9
Renteswaps, netto	-2,5	-2,6	-2,5
Statens konto i Nationalbanken ¹	-0,2	0,0	0,0
Statslige fonde	-4,3	-3,6	-2,5
Statsgælden	17,2	16,7	15,7
Statsgælden, pct. af BNP	0,9	0,9	0,8
Statsgælden, korrigeret for genudlån	14,4	13,8	13,4
Statsgælden, korrigeret for genudlån, pct. af BNP	0,8	0,7	0,7

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

Kilde: Statsregnskab 2012 og 2013. Tal for 2014 er foreløbige tal fra statens bogføring.

1. I 2014 blev statens indestående i Nationalbanken forrentet med foliorenten. Fremover ændres forrentningen af statens indestående i perioder med negativ indskudsbevisrente, så indestående op til 100 mia. kr. forrentes med foliorenten, og indestående over 100 mia. kr. forrentes med indskudsbevisrenten.

GENUDLÅN OG STATSGARANTIER

Staten yder genudlån og statsgarantier til en række statslige selskaber. Genudlån og garantier bidrager til bedre lånevilkår for selskaberne som følge af statens høje kreditværdighed. I løbet af de senere år er finansieringsformen gradvist skiftet fra garantier mod genudlån. Det skyldes, at finansieringsomkostningerne normalt er lavere ved genudlån, da lånet finansieres via udstedelse af statsobligationer, der har betydeligt højere likviditet end tilsvarende statsgaranterede udstedelser fra selskaberne. De statslige selskaber kombinerer typisk genudlån med indgåelse af derivatkontrakter med kommercielle banker. Det giver mulighed for bedre risikostyring samtidig med, at de lave finansieringsomkostninger ved genudlån udnyttes, jf. kapitel 6.

GENUDLÅN OG STATSGARANTIER I 2014

Det samlede udestående i genudlån var omtrent uændret fra 2013 til 2014 på knap 100 mia. kr., jf. tabel 3.3. Staten ydede genudlån for 15,5 mia. kr. i 2014, hvilket svarede til afdrag og førtidsindfrielse. Hovedparten af genudlånene blev ydet til Energinet.dk, Eksport Kredit Fonden, Metro-selskabet og A/S Storebælt. Finansiell Stabilitet A/S, der i disse år afvikler sine aktiviteter, havde i 2014 store førtidsindfrielse og afdrag. Fra at

have været et af de selskaber med den største portefølje af genudlån under finanskrisen, var selskabets udestående i genudlån nedbragt til 5,3 mia. kr. ultimo 2014.

I 2014 blev der arbejdet på at ensrette genudlånsaftalerne, så enkelte selskabers adgang til genudlån ikke adskiller sig fra standardordningen. I den forbindelse er der indgået aftale med Danmarks Radio og Eksport Kredit Fonden om, at deres adgang til henholdsvis parrentelån og serielån erstattes af ordinære genudlån.

Beslutningen i januar 2015 om at stoppe salget af statsobligationer påvirker ikke de statslige selskabers mulighed for at optage genudlån. Genudlån finansieres med træk på statens konto, og den afledte effekt på statens renterisiko indgår i statens konsoliderede risikostyring.

Førtidsindfrielse af lån til Island

I samarbejde med de øvrige nordiske lande ydede Danmark et bilateralt lån til Island i 2010. I juli 2014 blev den resterende del af lånet, som i udgangspunktet løb til 2021, førtidsindfriet. Island havde i dagene op til indfrielsen udstedt et 6-årigt lån i euro med en rente, der var ca. 1 procentpoint lavere end renten på lånene fra de nordiske lande.

Genudlån i 2014

Tabel 3.3

Mia. kr., nominel værdi	Beholdning ultimo 2013	Bruttooptag i 2014	Afdrag og førtidsindfrielse i 2014	Beholdning, ultimo 2014
Eksport Kredit Fonden	14,8	3,3	1,5	16,7
Energinet.dk	12,6	3,8	-	16,3
A/S Storebælt	13,8	2,5	0,6	15,7
Udviklingsselskabet By og Havn	11,8	1,4	1,4	11,8
A/S Øresund	9,8	0,5	-	10,3
Metroselskabet	5,2	1,9	-	7,1
Danmarks Skibskredit A/S ¹	7,3	-	1,3	6,7
Finansiel Stabilitet A/S	12,9	-	7,5	5,3
Danmarks Radio	3,3	0,3	0,4	3,2
Irland	3,0	-	-	3,0
Femern A/S	1,1	1,3	0,8	1,6
A/S Femern Landanlæg	0,4	0,2	0,1	0,5
Statens Serum Institut	0,4	-	-	0,4
Sund og Bælt Holding A/S	0,5	0,3	0,4	0,4
Island	1,5	-	1,5	-
Nordsøfonden	-	-	-	-
Ring 3 Letbane I/S	-	-	-	-
I alt	98,2	15,4	15,4	99,0

1. Ændringen i beholdningen fra 2013 til 2014 er ikke identisk med nettoafdraget i 2014, hvilket skyldes bevægelser i dollarkursen over året.

Statslige garantier

Staten ydede i 2014 garantier på nye lån til DSB for 0,9 mia. kr. og til Øresundsbro Konsortiet for 1,5 mia. kr. Ved udgangen af 2014 administrerede Nationalbanken statslige lånegarantier på vegne af staten for 31,6 mia. kr., jf. tabel 3.4, hvilket er 4,8 mia. kr. lavere end året før.

ANDRE GÆLDSBEGREBER

I internationale gældssammenligninger benyttes ofte den offentlige sektors bruttogæld, ØMU-gælden. ØMU-gælden har de seneste år ligget væsentligt under stabilitets- og vækstpagtens grænse på 60 pct. af BNP. Ved udgangen af 2014 udgjorde Danmarks ØMU-gæld 45 pct. af BNP, hvilket er lavt i forhold til andre EU-lande, jf. figur 3.5. Forskellen mellem statsgælden og ØMU-gælden afspejler hovedsageligt, at kommunernes

Lånegarantier administreret af Nationalbanken på vegne af staten

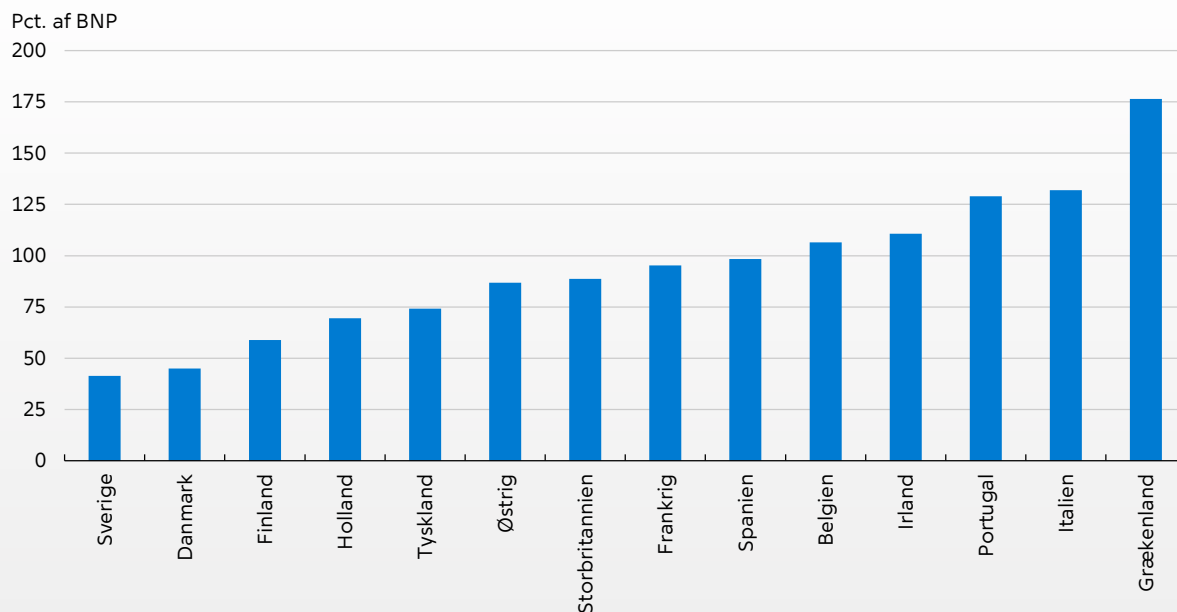
Tabel 3.4

Ultimo 2014	Mia. kr.	Pct. af BNP
Øresundsbro Konsortiet	15,9	0,8
A/S Storebælt	8,9	0,5
DSB	5,4	0,3
Danmarks Radio	0,8	0,0
A/S Øresund	0,5	0,0
Sund og Bælt Holding A/S	0,0	0,0
I alt	31,6	1,7

1. Anm.: Tallene er inkl. garanterede swaps. Lån optaget af Øresundsbro Konsortiet er garanteret af den danske og svenske stat med solidarisk hæftelse.

ØMU-gæld for udvalgte EU-lande, ultimo 2014

Figur 3.5



Kilde: EU-kommissionens vinterprognose, februar 2015.

gæld på omkring 6 pct. af BNP indregnes, og at indeståendet på statens konto på ca. 10 pct. af BNP ikke modregnes i ØMU-gælden.

Nettogælden, der omfatter alle finansielle aktiver og passiver i den samlede offentlige sektor, var 7 pct. af BNP, hvilket også er meget lavt i international sammenligning.

4

MARKEDSRISIKO

Statsgælden har en høj varighed. Det sikrer en robust gældstruktur, hvor rentestigninger vil slå langsomt igennem på statens renteomkostninger. Under normale omstændigheder er en høj varighed forbundet med en forventet meromkostning i forhold til en lavere varighed. I det nuværende rentemiljø vurderes den forventede meromkostning at

være meget lav. Derfor fastholder staten en høj varighed i 2015. Sigtepunktet for den gennemsnitlige varighed for 2015 fastsættes til 12,5 år $\pm$ 1 år. Beslutningen om at stoppe udstedelserne af statsobligationer påvirker kun varigheden på gælden i begrænset omfang.

MARKEDSRISIKO I 2014

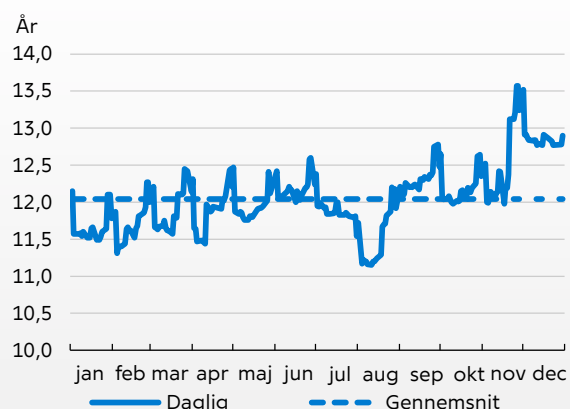
Udstedelsespolitikken var i 2014 rettet mod at sikre en lav refinansieringsrisiko gennem udstedelse af statsobligationer med lang løbetid. Det resulterede i en gennemsnitlig varighed på statsgældsporteføljen på 12,0 år i 2014, jf. figur 4.1.¹ Det er i den øvre del af båndet på 11,5 år $\pm$ 1 år, der blev fastsat ved indgangen til året.

Styringen af statsgældens renterisikoprofil er som udgangspunkt adskilt fra udstedelsespolitikken gennem indgåelse af renteswaps. I 2014 vurderedes det ikke fordelagtigt for staten at modgå stigningen i varigheden med renteswaps.

1 Varigheden opgøres uden diskontering og beregnes på den konsoliderede portefølje, dvs. passiver fratrukket aktiver, herunder genudlån til de statslige selskaber.

Varighedsudvikling i 2014

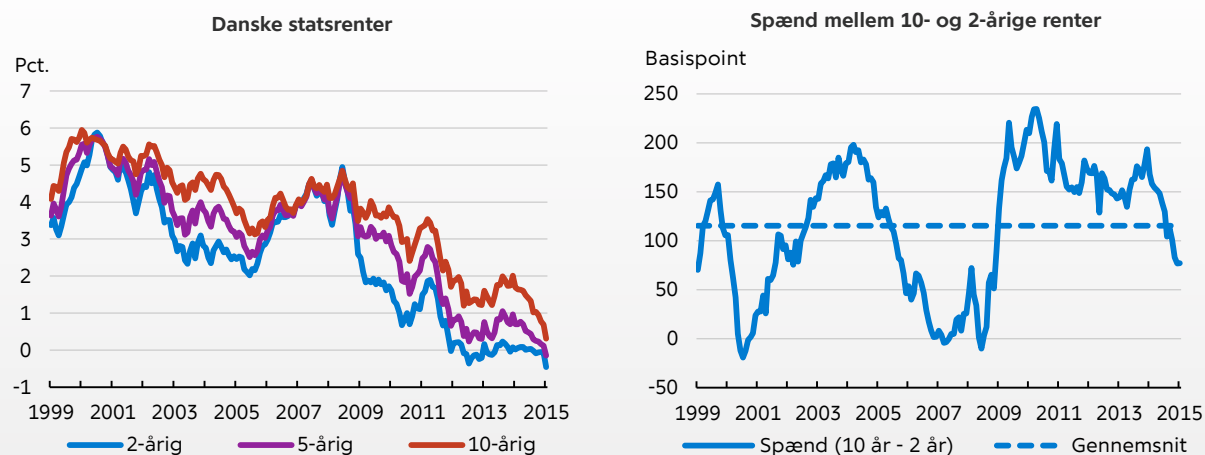
Figur 4.1



Anm.: Varigheden er opgjort uden diskontering og beregnet på den konsoliderede portefølje, dvs. passiver fratrukket aktiver, herunder genudlån til de statslige selskaber.

Danske statsrenter og hældning på rentekurven

Figur 4.2



Anm.: Månedlige nulkuponrenter fra januar 1999 til januar 2015.
Kilde: Bloomberg og RIO.

STRATEGI FOR MARKEDSRISIKOSTYRING I 2015

LAVE RENTER FOR ALLE LØBETIDER

Den høje varighed på statsgældsporteføljen sikrer staten en lav renterisiko, men vil under normale markedsforhold være forbundet med en forventet meromkostning i forhold til en portefølje med lavere varighed. I det aktuelle rentemiljø vurderes det dog hensigtsmæssigt at fastholde en høj varighed.

Statsrenter for alle løbetider er ultimo januar 2015 meget lave, jf. figur 4.2, venstre. De lave lange renter betyder, at en høj varighed kan opnås til lave omkostninger. På trods af de lave lange renter er den umiddelbare besparelse ved at reducere varigheden, udtrykt ved hældningen på rentekurven, tæt på gennemsnittet siden 1999, jf. figur 4.2, højre. Hvorvidt en reduktion af varigheden er fordelagtig afhænger dog ikke kun af den kortsigtede besparelse, men også af den forventede besparelse og risiko på mellemlangt sigt.

ESTIMEREDE LØBETIDSPRÆMIER ER MEGET LAVE I DET NUVÆRENDE RENTEMILJØ

Den forventede meromkostning ved en høj frem for en lav varighed kan udtrykkes ved løbetids-

præmien.² Løbetidspræmier kan ikke observeres direkte i markedet, men beror på en modelbaseret fremskrivning af renter. Ved udgangen af januar 2015 var estimatet for den 10-årige løbetidspræmie omkring 0 basispoint, jf. figur 4.3, venstre. Det aktuelle niveau for den 10-årige løbetidspræmie er usædvanligt lavt, jf. figur 4.3, højre. Vurderingen er i tråd med estimater af løbetidspræmier i andre valutaer.³

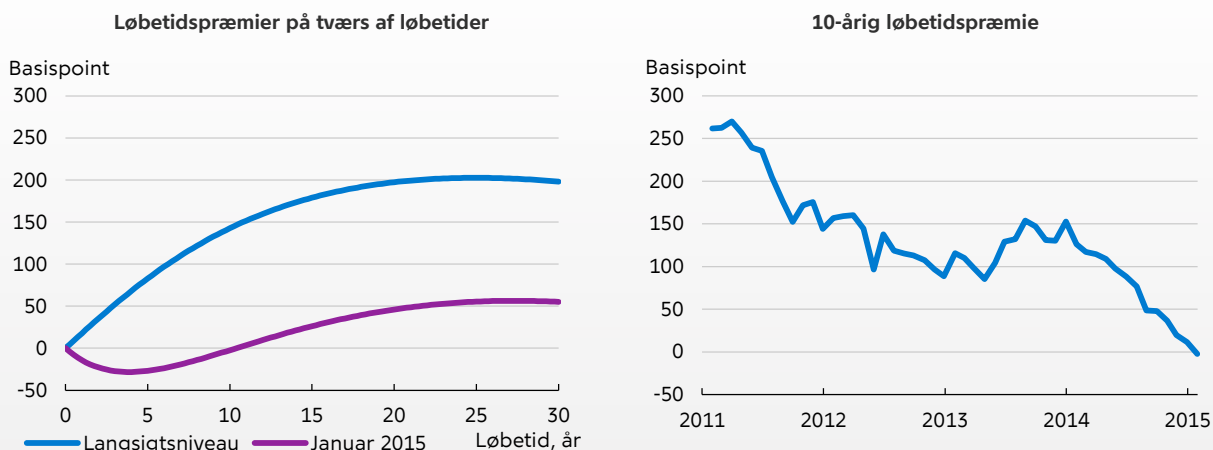
Med løbetidspræmier omkring nul er der ingen forventet besparelse ved at reducere porteføljens varighed. En reduktion af varigheden, fx via indgåelse af renteswaps, vil imidlertid øge risikoen på statens renteudgifter på mellemlangt sigt. I lyset heraf fastsættes sigtebåndet for den gennem-

2 Løbetidspræmien for en given løbetid kan defineres som forskellen mellem det aktuelle niveau for den observerbare rente med den givne løbetid og det aktuelle forventede (geometriske) gennemsnit af de korte renter over den givne løbetid. En positiv løbetidspræmie indebærer, at udstedelse af lange frem for korte obligationer er forbundet med en forventet meromkostning for staten, jf. kapitel 9 i *Statens Låntagning og Gæld 2013*.

3 Løbetidspræmien på 10-årige amerikanske statsobligationer estimeres ifølge Adrian, Crump og Moench fra Federal Reserve Bank of New York til at være ca. -10 basispoint ultimo 2014, mod et gennemsnit på ca. 160 basispoint siden 1961. Estimerne offentliggøres løbende på Federal Reserve Bank of New Yorks hjemmeside. Metoden er beskrevet i T. Adrian, R. Crump og E. Moench (2013), "Pricing the Term Structure with Linear Regressions", *Journal of Financial Economics* 110:1, s. 110-138. 10-årige løbetidspræmier i euroområdet har været negative i hovedparten af perioden siden begyndelsen af 2012, jf. W. Lemke og A. Vladu (2014), "A shadow-rate term structure model for the euro area", konferencepapir, ECB.

Estimerede løbetidspræmier

Figur 4.3



Anm.: Til estimation af løbetidspræmier er anvendt en 3-faktor AFNS rentestrukturmodel. I figuren til venstre er den estimerede kurve for januar 2015 samt ligevægtskurven baseret på månedlige observationer frem til januar 2015 (193 observationer). I figuren til højre er estimeret for løbetidspræmien for et givent tidspunkt baseret alene på rentedata, som var tilgængelige på dette tidspunkt med start i 1999.

Kilde: Bloomberg, RIO og egne beregninger.

snitlige varighed i 2015 til 12,5 år $\pm$ 1 år, hvilket er 1 år højere end sigtebåndet i 2014. Beslutningen om at stoppe udstedelserne af statsobligationer påvirker kun varigheden i begrænset omfang.

LANGSOMT RENTEGENNEMSLAG OG LAV REFINANSIERINGSRISIKO

LANGSOMT GENNEMSLAG AF RENTESTIGNINGER PÅ RENTEOMKOSTNINGER

Den nuværende lave gældskvote og porteføljesammensætning betyder, at statens følsomhed over for rentestigninger er meget lav, jf. figur 4.4, venstre. En permanent stigning i alle renter på 500 basispoint primo 2015 vil *reducere* netto-renteudgifterne med ca. 0,3 pct. af BNP i 2015. Det negative gennemslag i de første år skyldes primært det høje kontoindestående. Højere renter slår øjeblikkeligt igennem på forrentningen af statens konto, mens gennemslaget på renteudgifterne er langsomme. Rentegennemslaget vokser gradvist til godt 0,3 pct. af BNP i 2019, i takt med at en større del af den eksisterende obligationsgæld bliver refinansieret.

Statens fremtidige renteudgifter afhænger af gælds- og renteudviklingen. Cost-at-Risk-modellen, CaR, giver fordelinger af fremtidige rente-

omkostninger for de kommende 10 år baseret på de simulerede rentescenarier og fremtidige finansieringsbehov. De fremtidige finansieringsbehov følger af en række beregningstekniske antagelser, jf. boks 4.1. Figur 4.4, højre, viser årlige renteomkostninger i middelscenariet og et 95 pct. konfidensinterval. I middelscenariet falder renteomkostningerne fra ca. 0,8 pct. af BNP i 2015 til ca. 0,5 pct. af BNP i 2024. Risikoen på nettorenteudgifterne i forbindelse med renteudviklingen er meget lille, og i 97,5 pct.-fraktilen er renteudgifterne på intet tidspunkt over 1 pct. af BNP.

Det lave og langsomme gennemslag af selv en markant rentestigning understreger, at en negativ rente- og gældsspiral kun kan udgå fra statsgælden i tilfælde af markant forværrede statslige un-

Beregningstekniske antagelser i fremskrivningens basisscenario

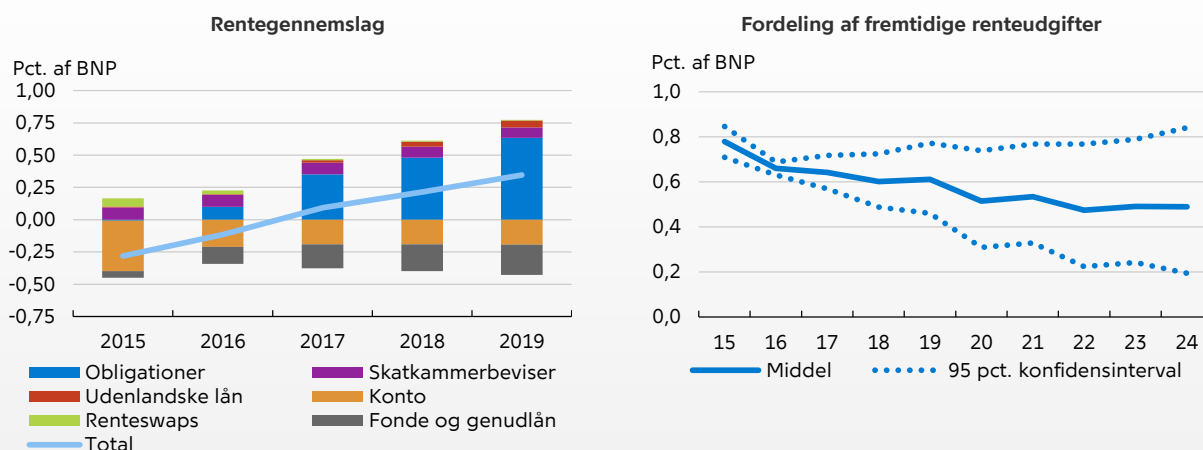
Boks 4.1

Fremskrivningen af statens gældsstruktur er baseret på en række antagelser:

- Forløb for primær saldo og BNP frem til 2024 følger Finansministeriets fremskrivninger.
- Forventede genudlån baseret på de statslige selskabers indberetninger i forbindelse med Budgetoversigt 3, december 2014.
- Eksisterende renteswapportefølje holdes til udløb, og der indgås ikke nye swaps.

Rentegennemslag og fordeling af simulerede fremtidige renteudgifter

Figur 4.4



Anm.: Venstre: Den lyseblå linje viser, hvordan en permanent rentestigning på 500 basispoint (alle løbetider) primo 2015 påvirker statens renteudgifter i de efterfølgende år. Stigningen i renteudgifterne er vist som andel af BNP og angiver den forværring af den offentlige saldo, som kan henføres til effekten af rentestigningen. Søjlerne viser, hvordan den samlede effekt på udgifterne kan opdeles på de enkelte portefølleelementer: indenlandske obligationer og skatkammerbeviser, udenlandske lån, statens konto, renteswaps samt fonde og genudlån. Højre: Fordeling af fremtidige nettorenteudgifter for 5.000 rentescenarier.

Kilde: Finansministeriet og egne beregninger.

derskud. Samtidig sikrer det lave og langsomme gennemslag, at der selv i tilfælde af store rentestigninger vil være tid til at foretage de nødvendige finanspolitiske tilpasninger.

FORTSAT LAV REFINANSIERINGSRISIKO TRODS HØJERE GÆLD

Ligesom i de foregående år var andelen af lange obligationsudstedelser i 2014 høj, og restløbetiden på de indenlandske passiver blev fastholdt på ca. 9 år. Gældens høje restløbetid og reduktionen af skatkammerbevisprogrammet har bidraget til, at det kortsigtede refinansieringsomfang har været fastholdt på et lavt niveau trods de seneste års relativt store udstedelser. Sammenlignet med andre EU-lande er statens kortsigtede refinansieringsomfang i pct. af BNP lavt.

Et væsentligt element i vurderingen af statens samlede refinansieringsrisiko er statens likviditetsberedskab. Indeståendet på statens konto primo 2015 er mere end tilstrækkeligt til at dække alle indenlandske og udenlandske afdrag og rentebetalinger mere end et år frem, jf. figur 4.5.

Fremskrivningen af statens gæld og renteudgifter i det basisscenario, der ligger til grund for CaR-analysen, viser, at det kortsigtede indenlandske refinansieringsomfang fastholdes på 5-7 pct. af BNP i hele fremskrivningsperioden.

RISICI RELATERET TIL SWAPPORTEFØLJEN ER VÆSENTLIGT NEDBRAGT

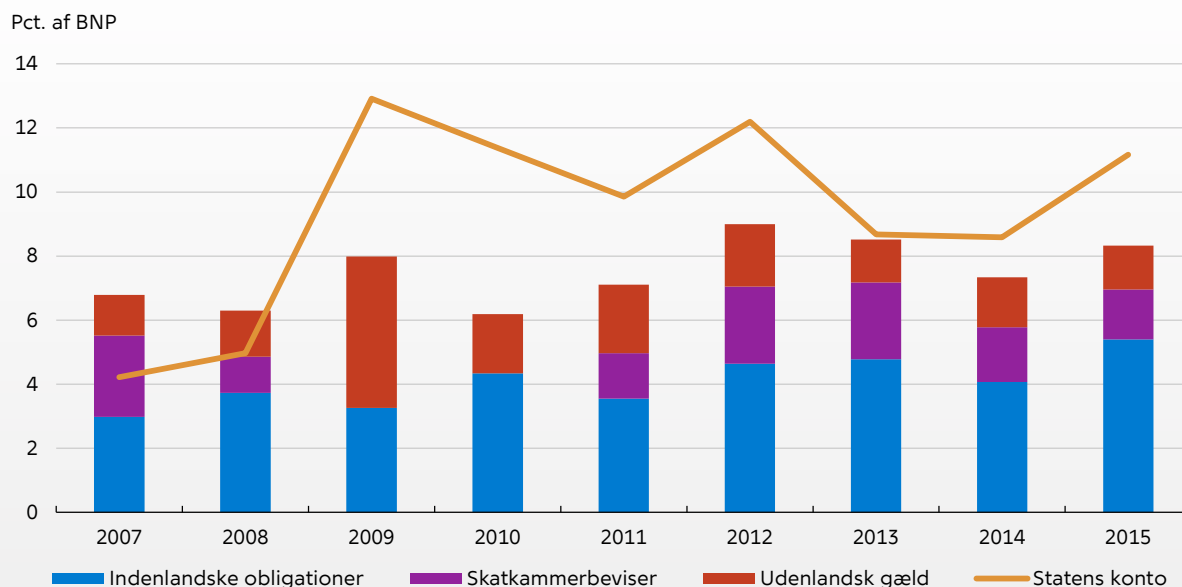
Kreditrisikoen relateret til statens swapportefølje er risikoen for, at en eller flere swapmodparter ikke honorerer deres forpligtelser over for staten. En swap med en positiv markedsværdi udgør et aktiv for staten og eksponerer staten over for modpartens betalingssevne. Krediteksponeringen på den enkelte modpart opgøres som markedsværdien i statens favør af den enkelte modparts swapportefølje fratrasket modpartens sikkerhedsstillelse.

Statens krediteksponering er nedbragt betragteligt over de seneste 15 år, jf. figur 4.6. Det skyldes bl.a. indgåelsen af ensidige sikkerhedsstillelsesaftaler i 1999-2000. Disse aftaler indeholder en kreditvurderingsafhængig tærskelværdi, så modparterne skal stille sikkerhed, når markedsværdien overstiger tærskelværdien.

I 2013 indledte staten forhandlinger med alle aktive swapmodparter om overgang til gensidige sikkerhedsstillelsesaftaler, hvor de kreditvurderingsafhængige tærskelværdier erstattes af en

Årligt refinansieringsomfang og statens konto

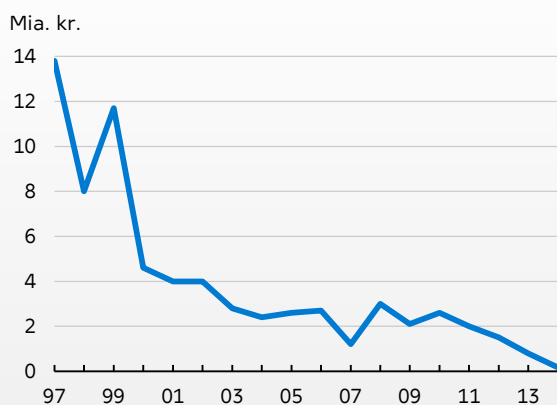
Figur 4.5



Anm.: Det årlige refinansieringsomfang er summen af det kommende års afdrag og rentebetalinger inkl. swaps opgjort primo året (i pct. af BNP året før).

Statens krediteksponering efter sikkerhedsstillelse

Figur 4.6



Anm.: Markedsværdi af udestående swaps fratrukket sikkerhedsstillelse modtaget fra modparter. Opgørelsen er ekskl. valutaswaps med Nationalbanken.

tærskelværdi på nul.⁴ Ved udgangen af 2014 er de fleste modparter overgået til de nye aftaler

med tærskelværdier på nul. Det har reduceret krediteksponeringen yderligere. Når alle aktive modparter er overflyttet til de nye gensidige sikkerhedsstillelsesaftaler, forventes den samlede eksponering reduceret til omkring nul.⁵

BASISRISICI I STATENS EKSISTERENDE SWAPPORTEFØLJE YDERLIGERE NEDBRAGT

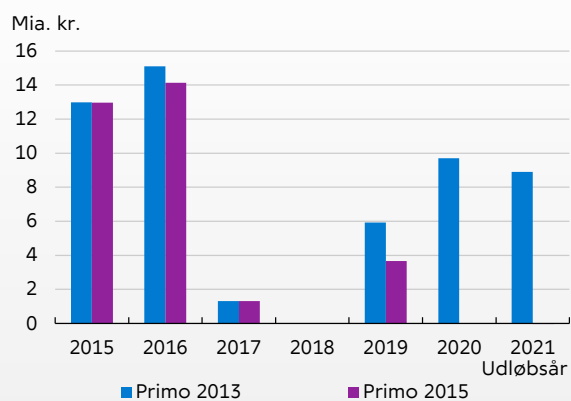
I statens eksisterende renteswaps baseres de variable rentebetalinger på usikrede pengemarkedsrenter, Cibor og Euribor. Under finans- og statsgældskrisen steg spændet mellem de usikrede pengemarkedsrenter og korte statsrenter betydeligt. For at reducere denne basisrisiko er der siden begyndelsen af 2013 termineret eller indgået modsatrettede renteswaps for en samlet notional værdi på 22 mia. kr., jf. figur 4.7. Fremadrettet ventes staten at indgå renteswaps baseret på korte Eonia- eller Cita-renter, hvilket sikrer et bedre match mellem forrentningen af statens aktiver og passiver.

4 Højere finansieringsomkostninger for banker og ny regulering af den finansielle sektor betyder, at staten ved at overgå til gensidig sikkerhedsstillelse kan sikre sig bedre vilkår ved indgåelse af swaps. Derudover vil statens overgang til gensidig sikkerhedsstillelse være i overensstemmelse med den nye europæiske regulering af swapmarkederne.

5 En lille del af statens eksisterende swapportefølje er indgået med modparter, der endnu ikke er overgået til aftaler om gensidig sikkerhedsstillelse med tærskelværdier på nul. For de modparter, der ikke snarligt ventes at overgå til nye aftaler, forsvinder statens krediteksponering gradvist i takt med udløb af swaps med disse modparter. Fremadrettet indgår staten kun swaps med modparter, der er overgået til gensidige sikkerhedsstillelsesaftaler.

Porteføljerenteswaps fordelt på udløbsår, notional værdi

Figur 4.7



Anm.: Den notionalle værdi af modsatrettede swaps, hvor staten modtager en variabel, usikret pengemarkedsrente og betaler en fast rente, indgår med negativt fortegn. Figuren viser dermed et netto-udestående.

5

UDSTEDELSE OG HANDEL MED STATSPAPIRER

Danske indenlandske statspapirer udstedes hovedsageligt på auktioner, hvor investorer har mulighed for at købe låneviftepapirerne ved at afgive bud gennem en af statens primary dealere. På auktionerne blev der i 2014 afgivet bud for mere end det dobbelte af, hvad der blev solgt. Ud

over at fungere som modpart på auktioner over statspapirer understøtter primary dealerne likviditeten i det sekundære marked gennem løbende prisstillelse. Likviditeten i statspapirmarkedet var i 2014 god – på linje med de foregående år.

UDSTEDELSE AF INDENLANDSKE STATSPAPIRER

Indenlandske statspapirer udstedes hovedsageligt via regelmæssige auktioner og suppleres med tapsalg. På auktionerne har investorerne mulighed for at købe en større mængde statspapirer ved at afgive bud gennem en af statens primary dealere. Tapsalg dækker over løbende emission, hvor papirerne sælges direkte til primary dealerne i det sekundære marked.

AUKTIONER

Siden auktioner blev indført som primær udstedelsesmetode i september 2009, er hovedparten af de indenlandske obligationsudstedelser sket på auktioner, jf. figur 5.1, venstre. I 2014 blev 95 pct. af de samlede udstedelser foretaget på auktionerne og resten via tapsalg. To primary dealere aftog

tilsammen godt halvdelen af de solgte papirer på auktionerne i 2014, jf. figur 5.1, højre.

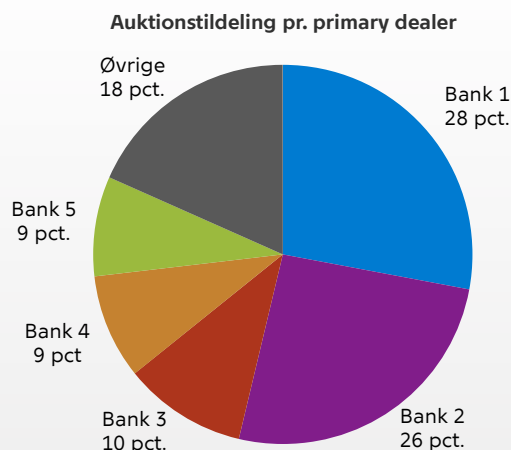
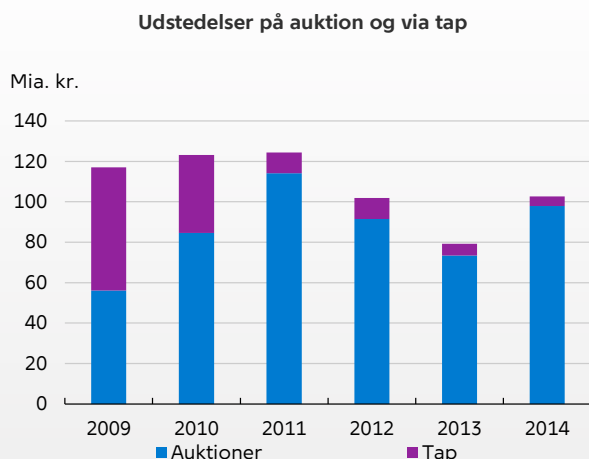
Der afholdes auktioner gennem hele året, hvor med primary dealerne løbende har adgang til låneviftepapirer. Auktionsprocessen er beskrevet i boks 5.1.

I lighed med hovedparten af det europæiske statsgældsmarked overgik Danmark den 6. oktober 2014 til afvikling på to børsdage (T+2) mod tidligere tre (T+3) på det primære og sekundære marked.¹ I den forbindelse blev auktionsdagen for indenlandske statsobligationer ændret fra tirsdag til onsdag. Afviklingen sker dermed fortsat fredag, hvilket letter bankernes likviditetsstyring, da

1 26 europæiske statsgældsforvaltninger besluttede at overgå til standardafvikling på to børsdage for handler på det sekundære marked fra 6. oktober 2014. Hovedparten af statsgældsforvaltningerne valgte ligeledes at overgå til T+2 på primære udstedelser fra samme dato.

Obligationsudstedelser i 2014

Figur 5.1



Anm.: Markedsværdier. Øvrige dækker over syv banker.

Auktioner over danske statsobligationer

Boks 5.1

Statens auktioner sker på MTS Danmarks auktionssystem med primary dealerne som modparter. Investorer kan afgive bud på auktionerne gennem primary dealerne. Auktionernes forløb kan opsummeres i fire trin:

1. Annoncering af auktionskalender

En auktionskalender over foreløbige auktionsdatoer for de følgende tre måneder offentliggøres løbende. Annonceringen af auktioner sker via DN-Nyheder¹, og informationen offentliggøres på www.statsgaeld.dk. Gennemførelse af auktionerne forudsætter rolige markedsforhold.

2. Valg af statspapirer til auktion

Papirerne, der udbydes på auktionen, annonceres senest tre handelsdage før en auktion – typisk en torsdag. Som hovedregel udbydes to statspapirer pr. auktion. Valg af papirer til en auktion tager udgangspunkt i udstedelses-

strategien. Derudover tages der hensyn til investorerne efterspørgsel i de forskellige løbetidssegmenter. For at opnå aktuel information om investorernes efterspørgsel i forskellige løbetidssegmenter konsulteres statens primary dealere forud for hver auktion.

3. Prisfastsættelse, bud og tildeling

På auktionerne anvendes uniform prisfastsættelse, hvor 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.

4. Annoncering af auktionsresultater

Efter endt auktion annonceres auktionsresultaterne via DN-Nyheder og offentliggøres på www.statsgaeld.dk.

1. Danmarks Nationalbanks system til udsendelse af information til tilsluttede nyhedsbureauer, som omfatter Bloomberg, Reuters og RB-Børsen.

Nationalbanken afholder ugentlige markedsoperationer den sidste bankdag i hver uge.

God efterspørgsel og ingen udstedelsespræmier på auktioner

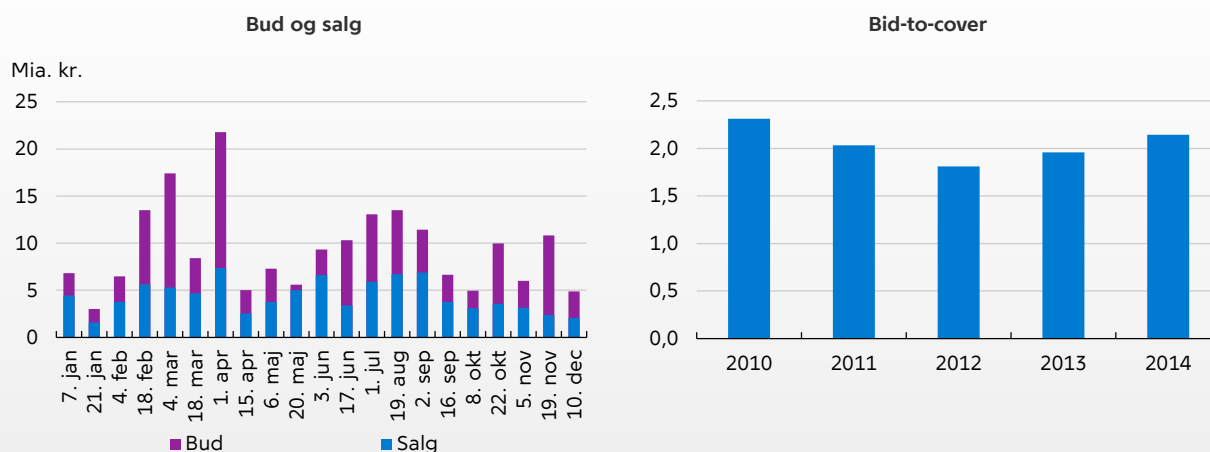
På de 21 auktioner over statsobligationer i 2014, jf. figur 5.2, venstre, var der i gennemsnit bud for 9,3 mia. kr. og udstedelse for 4,4 mia. kr. pr. auktion. Den samlede bid-to-cover, målt som forholdet

mellem det samlede bud og salg, var dermed 2,1 i 2014, hvilket er det højeste siden 2010, jf. figur 5.2, højre.

I 2014 var skæringskurserne på auktionerne omtrent på niveau med priserne i det sekundære marked på udstedelsestidspunktet, jf. tabel 5.1. Det indikerer, at staten i gennemsnit ikke betalte udstedelsespræmier på auktionerne.

Bud og salg på auktioner over statsobligationer

Figur 5.2



Anm.: Nominelle værdier. Bid-to-cover angiver forholdet mellem det samlede bud og salg.

Sammenligning af priser på auktioner og i det sekundære marked i 2014

Tabel 5.1

Gennemsnitlige kurser	Markedspris før auktion	Auktionspris	Udstedelsespræmie
2,5 pct. stående lån 2016	105,72	105,74	-0,02
4 pct. stående lån 2019	117,80	117,84	-0,04
1,5 pct. stående lån 2023	99,56	99,68	-0,12
1,75 pct. stående lån 2025	104,36	104,36	0,00
4,5 pct. stående lån 2039	148,07	148,12	-0,05
0,1 pct. indekslån 2023	97,90	97,90	0,00

Anm.: Tabellen viser den gennemsnitlige midtpris i det sekundære marked umiddelbart op til cut-off tidspunktet på auktionerne (kl. 10:10 til 10:15) og de gennemsnitlige auktionspriser for hvert papir. Forskellen mellem de to indikerer størrelsen af statens udstedelsespræmie. En negativ udstedelsespræmie indikerer, at udstedelse på auktion er sket uden meromkostning.

Kilde: MTS Denmark og egne beregninger.

TAPSALG

Som supplement til auktionsudstedelserne foretages der tapsalg af statsobligationer. Tapsalg dækker over løbende emission, hvor papirerne sælges direkte i det sekundære marked.² Udstedelse via tapsalg gør det muligt at imødekomme efterspørgsel uden for auktionsdagene, fx hvis der opstår ekstraordinær efterspørgsel.

² Tapsalg foretages på handelsplatformen MTS Denmark med primary dealerne som modparter.

UDENLANDSKE UDSTEDELSER

Strategien for udenlandske lån indebærer, at staten som udgangspunkt udsteder obligationer i udenlandsk valuta én gang årligt. I 2015 er udstedelse af udenlandske lån stoppet indtil videre. Udstedelse af danske statspapirer i udenlandsk valuta sker via syndikeringer. Det skyldes, at prissætningen og afsætningen af et udenlandsk lån er forbundet med større usikkerhed end indenlandske udstedelser, bl.a. fordi der er få direkte prisreferencer i de sekundære markeder, og hele årets udstedelse sker på én dag. Valg af udstedelsesdag kan således

have stor betydning for investorefterspørgslen. Syndikeringer giver større sikkerhed for, at papirer kan afsættes og en bedre mulighed for at sikre en god investorsammensætning.

SYNDIKERING AF UDENLANDSKE OBLIGATIONS LÅN

Når statspapirer udstedes ved syndikering, forestår en gruppe af banker (syndikatet) opbygningen af en ordrebog og markedsføringen af udstedelsen over for investorer. Prisen fastsættes med afsæt i sammensætningen og styrken af ordrebogen og kan ændres i processen frem mod lukningen af ordrebogen. Det tilstræbes ved valg af syndikatet at finde en kreds af primary dealere, som supplerer hinanden og har investorrelationer, der kan sikre en god allokering af papirerne.

DEALERE I STATENS COMMERCIAL PAPER-PROGRAMMER

I januar 2015 blev der indgået aftale med to nye dealere i statens amerikanske USCP-program, Citi-

bank og Goldman Sachs, jf. tabel 5.2. Udstedelser i Commercial Paper sker løbende og direkte til dealerne, der normalt køber papirerne med henblik på videresalg til en slutinvestor.

SEKUNDÆRE MARKEDER

HANDELSPLATFORME OG ELEKTRONISK HANDEL

Danske statspapirer handles på en række elektroniske interdealer og dealer-to-customer handelsplatforme, jf. tabel 5.3.

Størstedelen af danske statspapirer handles fortsat uden om organiserede markedspladser (over-the-counter, OTC), jf. figur 5.3. Tilsvarende mønster ses i mange andre lande, hvilket afspejler, at udviklingen mod en højere grad af elektronisk handel er gået langsommere for obligationer end for andre aktivklasser, fx aktier. Flere faktorer, herunder øget automatisering af handelsprocessen og ny regulering, peger dog i retning af, at handel over etablerede elektroniske handelsplatforme vil vinde frem.

FORTSAT GOD LIKVIDITET I DANSKE STATSPAPIRER

Likviditet kan defineres som muligheden for hurtigt og til enhver tid at foretage større handler uden at påvirke prisen væsentligt. Hvis likviditeten er høj, kan investorer handle hurtigt og billigt, hvilket resulterer i en højere pris for det handlede aktiv. Et likvidt statspapirmarked bidrager således til lavere låneomkostninger for staten.

Førhandelsinformation³ giver det mest retvisende billede af likviditeten i et marked, men er ikke systematisk tilgængelig for OTC-markedet for statspapirer og dermed størstedelen af handlerne i danske statspapirer. Som alternativ benyttes et datasæt sammensat på baggrund af efterhandelsoplysninger fra MiFID-indberetninger⁴. Efterhandelsinformation er en mindre

Dealere i statens Commercial Paper-programmer

Tabel 5.2

Dealere i ECP	Dealere i USCP
Bank of America Merrill Lynch	Bank of America Merrill Lynch
Barclays Bank	Barclays Bank
Citibank	Citibank (ny i 2015)
Credit Suisse	Goldman Sachs (ny i 2015)
Deutsche Bank	J.P. Morgan
ING	
UBS	

Primære handelsplatforme med køb og salg af danske statspapirer

Tabel 5.3

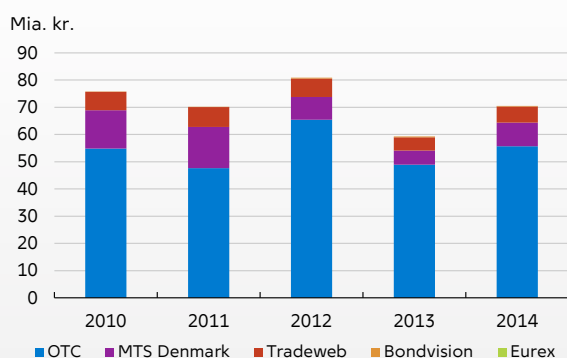
Interdealer platforme	Dealer-to-customer platforme
MTS Denmark	Tradeweb
Eurex Bonds	Bloomberg
ICAP/BrokerTec	Bondvision
Nasdaq OMX	

3 Overordnet skelnes der typisk mellem før- og efterhandelsinformation. Førhandelsinformation udtrykker de priser og mængder, som der er muligt at handle til i et marked. Efterhandelsinformation udtrykker priser og mængder for de handler, der rent faktisk er foretaget.

4 MiFID-direktivet (Euro-Parlamentets og rådets direktiv 2004/39/EF) indebærer, at alle investeringsvirksomheder og kreditinstitutioner i EU siden november 2007 har været forpligtet til at indberette handler med værdipapirer til de nationale tilsynsvirksomheder. Handler med danske statsobligationer, hvor mindst én af modparterne er en sådan institution, indberettes derfor løbende til Finanstilsynet.

Gennemsnitlig månedlig omsætning i danske statspapirer

Figur 5.3



Anm.: OTC-handler er beregnet som forskellen mellem de indberettede handler til Nasdaq OMX og omsætningen på de elektroniske handelsplatforme.

Kilde: Nasdaq OMX, MTS Denmark, Tradeweb, Bondvision og Eurex.

præcis indikator på en investors mulighed for at kunne handle på et givent tidspunkt uden at påvirke prisen (ex-ante betragtning), da data afspejler handler, der allerede er indgået (ex-post betragtning).

Kapitel 8 i *Statens låntagning og gæld 2013* indeholder en detaljeret gennemgang af, hvordan de forskellige dimensioner af likviditet kan

estimeres. De to vigtigste likviditetsdimensioner er prisernes tæthed og dybde, som kan estimeres ud fra hhv. det effektive bud-/udbudsspænd og handlers prispåvirkning. På baggrund af disse to estimater, hvor en lav værdi indikerer høj likviditet, fremgår det, at likviditeten i danske statspapirer i 2014 var på niveau med tidligere år, jf. figur 5.4.

PRIMARY DEALERE OG MARKET MAKING I DANSKE STATSPAPIRER

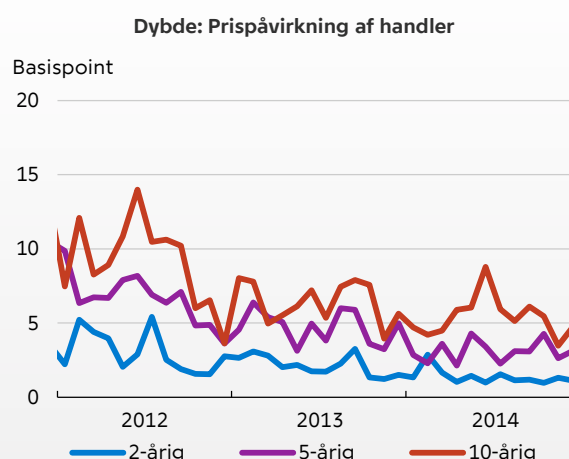
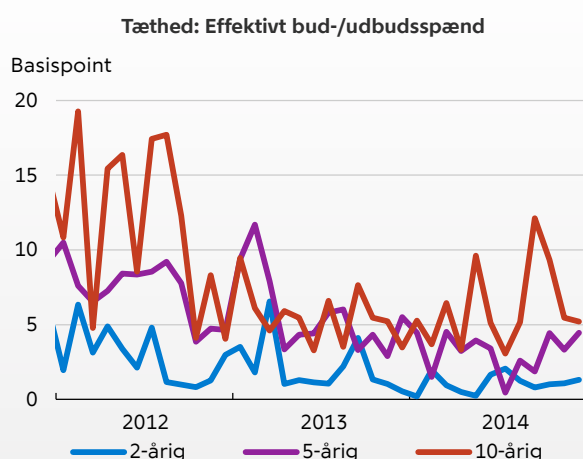
Der er indgået primary dealer-aftaler med en række regionale og internationale banker jf. tabel 5.4. Kredsen af primary dealere i danske statsobligationer udgøres i 2015 af 11 banker, heraf fem internationale. I 2014 meddelte Deutsche Bank, at banken ikke ville fortsætte som primary dealer i danske statspapirer i 2015.

Primary dealerne understøtter det danske statspapirmarked ved løbende at stille priser i det sekundære marked, ved at agere modpart i statens transaktioner i det primære marked og gennem distribution og markedsføring af danske statspapirer til investorer, jf. boks 5.2. Det bidrager til en høj pris-transparens i det danske statspapirmarked.

Derudover har staten en prisstillerordning på Nasdaq OMX, hvor fire danske banker har forpligtet sig til løbende at stille bud- og udbudspriser.

Estimation af prisernes tæthed og dybde

Figur 5.4



Anm.: Prisernes tæthed er estimeret ved Rolls mål for det effektive bud-/udbudsspænd i basispoint af handlens kursværdi. Prisernes dybde er estimeret ud fra prispåvirkningen af handler. Der beregnes et dagligt mål for hver obligation. En detaljeret beskrivelse af de to likviditetsmål findes i kapitel 8 i *Statens låntagning og gæld 2013*. Målene er beregnet for perioden januar 2012 til december 2014.

Kilde: MiFID, *Statens låntagning og gæld 2013 kapitel 8* og egne beregninger.

Primary dealere i danske statspapirer

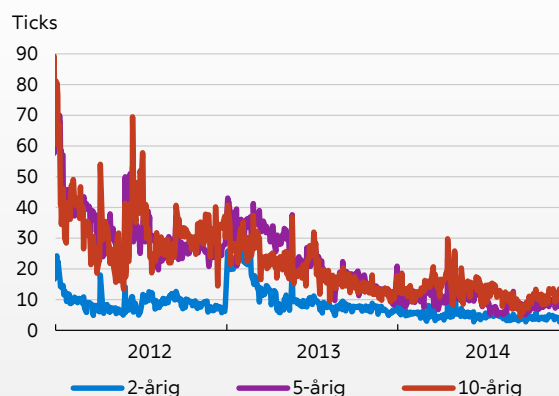
Tabel 5.4

Statsobligationer Skatkammerbeviser

Barclays Bank	Danske Bank
BNP Paribas	Nordea
Danske Bank	Nykredit Bank
HSBC	SEB
J.P. Morgan	Sydbank
Morgan Stanley	
Nordea	
Nykredit Bank	
SEB	
Spar Nord Bank	
Sydbank	

Bud-/udbudsspænd for benchmarkpapirer på MTS Denmark

Figur 5.5



Anm.: Gennemsnit af dagens bud-/udbudsspænd baseret på bedste bud- og udbudspriser. 1 tick svarer til 0,01 kurs-point. Perioden dækker januar 2012 til december 2014.
Kilde: MTS Denmark.

Evaluerings af primary dealere

Primary dealerne modtager månedligt en opgørelse over deres opfyldelse af market making-forpligtelserne. For at undgå uhensigtsmæssig adfærd blandt primary dealerne, fx i form af handler, der alene foretages med henblik på at forbedre den relative rangering ift. øvrige primary dealere, anvendes der ikke en formel kvantitativ rangering af primary dealerne. Primary dealerne evalueres dog løbende ved brug af forskellige indikatorer. Evalueringen er en helhedsvurdering, som inkluderer både kvantitative og kvalitative elementer, herunder omsætning i det sekundære marked, det kvoterede bud-/udbudsspænd, deltagelse i auktioner og kvalitet af rådgivning.

Primary dealernes gennemsnitlige kvoterede bud-/udbudsspænd på MTS Denmark, hvor staten foretager markedsoperationer, er indsnævret i 2014 i forhold til årene før, jf. figur 5.5.

Primary dealernes forpligtelse til market making

Boks 5.2

Primary dealerne kan opfylde deres market making-forpligtelser på enten MTS Denmark eller Eurex Bonds.¹ Mindstekravene kan findes på www.statsgaeld.dk. En af primary dealernes vigtigste opgaver er at sørge for løbende prisstillelse i statsobligationer. Det giver markedsdeltagerne mulighed for at følge prisudviklingen og handle til kendte priser, hvilket understøtter likviditeten i de sekundære markeder.

I primary dealer-aftalerne er det specificeret, at den enkelte primary dealer i fem timer dagligt skal kvotere et bud-/udbudsspænd, der ligger under det gennemsnitlige bud-/udbudsspænd for alle primary dealere ganget med en faktor 1,25.² En relativ evaluering indebærer, at forværrede markedsforhold, hvor eksempelvis øget volatilitet fører til et højere bud-/udbudsspænd, automatisk bliver indregnet i de krav, der stilles til primary dealerne.

1. Proceduren for godkendelse af handelsplatforme, hvor primary dealerne kan opfylde deres market making forpligtelser, er beskrevet i *Statens Låntagning og Gæld 2013, kapitel 4*.

2. For en uddybende gennemgang af market making-forpligtelserne henvises til *Statens låntagning og gæld 2009, kapitel 12*. I 2014 blev faktoren, der ganges på det gennemsnitlige spænd, ændret fra 1,5 til 1,25.

SPECIALKAPITLER

6

GENUDLÅN OG STATSGARANTIER

Genudlån og statsgarantier udspringer af politisk ønske om at understøtte bestemte projekter. På vegne af staten administrerer Nationalbanken en portefølje af genudlån og garantier, som ved udgangen af 2014 udgjorde ca. 7 pct. af BNP. Herudover har staten udstedt garantier svarende til ca. 11 pct. af BNP, som primært skyldes tilsagn til internationale udviklingsbanker, EU, eksportkredit og almenyttigt boligbyggeri. Ud fra et risikoperspektiv indebærer genud-

lån og garantier den samme eksponering for staten. Garantimodellen vælges typisk, hvis der er behov for en høj grad af fleksibilitet i låntagningen. De laveste finansieringsomkostninger opnås dog normalt i genudlånsmodellen, hvor den høje likviditet i statsobligationer udnyttes. Kombinationen af genudlån og brugen af swaps giver selskerne mulighed for at opnå fleksibilitet samtidig med, at de lavere finansieringsomkostninger ved genudlån udnyttes.

EVENTUALFORPLIGTELSE – RISIKO OG OMKOSTNINGER

Genudlån og statsgarantier udspringer af politisk ønske om at understøtte bestemte projekter. Hovedparten er givet til statslige selskaber, der er engageret i store infrastrukturprojekter. I Danmark foretages der en grundig vurdering af hvert enkelt projekts omkostninger og fordele ud fra et bredt samfundsøkonomisk perspektiv.¹ I den forbindelse tages der hensyn til risikoen, som pro-

jektet er forbundet med. Genudlån og garanteret låntagning muliggør billigere finansiering for selskerne i forhold til ikke-garanteret låntagning som følge af statens høje kreditværdighed.

STYRING AF GENUDLÅN OG STATSGARANTIER TIL STATSLIGE SELSKABER

Nationalbanken administrerer genudlån og lånegarantier til en række statslige selskaber på vegne af staten. Der har ikke været tab på disse eventualforpligtelser², hvilket afspejler den lave risiko

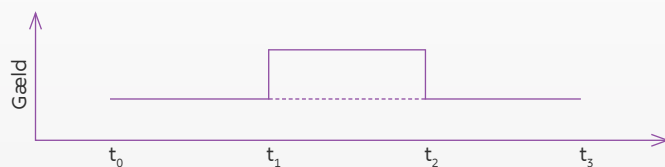
¹ Jf. *En samlet strategi for offentlige investeringer*, Finansministeriet, september 2014.

² Eventualforpligtelser er forpligtelser, der kan materialisere sig. I dette kapitel anvendes begrebet om både garantier og genudlån, da de indebærer samme risiko for staten.

Figuren illustrerer påvirkningen af genudlån og statsgarantier på statsgælden for to tilfælde; i) statsligt selskab honorerer betalingsforpligtelser og ii) statsligt selskab honorerer *ikke* betalingsforpligtelser. På tidspunkt t_1 modtager et statsligt selskab et genudlån eller en garanti, der udløber på

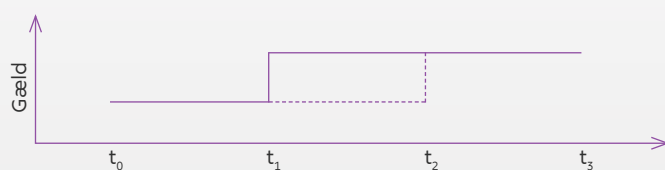
tidspunkt t_2 . Over den fulde tidshorisont (t_1 til t_3) er gælden upåvirket af finansieringsformen. I den mellemliggende periode er der en tidsmæssig forskydning af påvirkningen på gældsniveauet mellem de to typer af finansiering.¹

Fuld tilbagebetaling



- Genudlån: Midlertidig gældspåvirkning
- Garantier: Ingen gældspåvirkning

Ingen tilbagebetaling



- Genudlån: Permanent gældspåvirkning ved optagelse af genudlån
- Garantier: Permanent gældspåvirkning ved forfald af garanteret lån

Genudlån ——— Garantier - - - - -

1. Det antages, at statens øvrige gæld er konstant fra tidspunkt t_0 til tidspunkt t_3 . Der ses bort fra rentebetalinger på begge typer lån.

ved de aktiver, der ligger bag de fleste genudlån og lånegarantier.

Direktionen og bestyrelsen i statslige selskaber med adgang til genudlån og/eller statslige lånegarantier er ansvarlige for finansieringen, herunder låntagning og styring af risiko mv.³ Nationalbanken og Finansministeriet formulerer de overordnede retningslinjer for låntyper i selskaberne, der er i tråd med statens styring af finansielle risici.

De statslige selskaber kan optage genudlån med udgangspunkt i eksisterende statsobligationer.⁴ Det sikrer, at staten ikke påtager sig nogen væsentlig markedsrisiko i forbindelse med genudlån. Selskaber, der ikke umiddelbart kan afdække deres risici ved hjælp af låneviften, har mulighed for at indgå derivatkontrakter med kommercielle banker.

GENUDLÅN OG STATSGARANTIER INDEBÆRER SAMME RISIKO

Under en statsgaranti garanterer staten, at renter og afdrag på et lån optaget af et statsligt selskab betales. Hvis selskabet misligholder et garanteret lån, overføres selskabets betalingsforpligtelser over for långiveren til staten. Ved genudlån optager selskabet et lån direkte hos staten, som finansieres via statens egen låntagning. Staten er her på samme måde eksponeret over for det statslige selskabs betalingsevne. De to finansieringstyper indebærer således samme risiko for kredittab.

Genudlån og garantier har dog forskellig betydning for opgørelsen af statsgælden. Da garantier ikke indregnes i statsbudgetter, før de træder i kraft og giver anledning til betalinger fra staten til garantimodtageren, påvirkes statsgælden kun i tilfælde af, at selskabet misligholder sine forpligtelser, jf. boks 6.1. Ved genudlån øges statsgælden, når lånet ydes, da det finansieres ved udstedelse af statsobligationer. Stigningen i gælden er som udgangspunkt midlertidig, da selskabet forventes at overholde sine betalingsforpligtelser. I modsat fald bliver gældsstigningen permanent.

3 Der fastsættes fx en låneramme for hvert selskab. Det er selskabets ansvar at overholde de opstillede rammer og risikogrænser.

4 Genudlånsviften består som udgangspunkt af statsobligationer i det 2- til 10-årige løbetidssegment. Derudover har selskaber med særlige behov adgang til den 30-årige obligation og den 10-årige inflationsindekserede obligation.

Gæld i statslige selskaber, der er klassificeret inden for sektoren *Offentlig forvaltning og service*, indgår i ØMU-gælden, uanset om gælden er garanteret af staten eller ej. Disse selskabers gæld øger derfor ØMU-gælden uanset finansieringsformen. Øvrige statslige selskabers gæld indgår ikke i ØMU-gælden. Disse selskaber er kendetegnet ved, at deres indtægter ventes at dække mindst halvdelen af deres udgifter. I Danmark vil gæld i A/S Storebælt og A/S Øresund indgå i denne kategori. Det betyder, at ØMU-gælden kunne reduceres, hvis genudlån til disse selskaber omlægges til

statsgaranterede udstedelser. Det er u hensigtsmæssigt, at forskellen i den statistiske behandling kan give et incitament til at foretrække finansiering via garantier på trods af omkostningsfordelene ved genudlån.

Eurostat arbejder på at supplere ØMU-gælden med en såkaldt nettogældsopgørelse.¹ I nettogældsopgørelsen vil finansielle aktiver, herunder genudlån, blive modregnet i ØMU-gælden. Dermed har statslige selskabers finansieringsform ikke nogen betydning i denne opgørelse, hvilket letter sammenligning af gæld på tværs af lande.

1. Jf. Measuring net government debt: theory and practice, Eurostat, 2014.

INTERNATIONALT FOKUS PÅ STØRRE TRANSPARENS VED STATSGARANTIER

Statsgarantier har været årsag til store økonomiske tab for en række stater og har tydeliggjort, at traditionelle gældsopgørelser ikke altid giver et retvisende billede af statens reelle økonomiske forpligtelser. Internationalt er der derfor fokus på opgørelser af statsgarantier⁵ i tillæg til de konventionelle gældsopgørelser, og kreditvurderingsbureauer inddrager garantier på stort set lige fod med statens direkte gældsforpligtelser i evalueringen af staters kreditværdighed.

I opgørelsen af ØMU-gælden er der ligeledes gjort tiltag for i højere grad at inkludere statslige selskabers gæld, jf. boks 6.2.

FORSKEL I OMKOSTNINGER OG FLEKSIBILITET

Mens statens risiko for tab ved garantier og genudlån er den samme, er der forskel i omkostninger og fleksibilitet ved de to finansieringstyper. Genudlån er normalt billigst, da lånet finansieres via udstedelse af statsobligationer, der har betydeligt højere likviditet end tilsvarende statsgaranterede udstedelser. Hertil kommer, at bankerne tager et gebyr for at varetage udstedelsen af statsgaranterede obligationer.⁶ Ved statsgaranterede udstedelser kan selskabet imidlertid få en samlet finansieringspakke, der i højere grad matcher selskabets specifikke risikoprofil.

5. Fx har IMF og Verdensbanken netop revideret deres vejledning for statsgarantier, jf. *Revised Guidelines for Public Debt Management*, Verdensbanken og IMF, 2014.

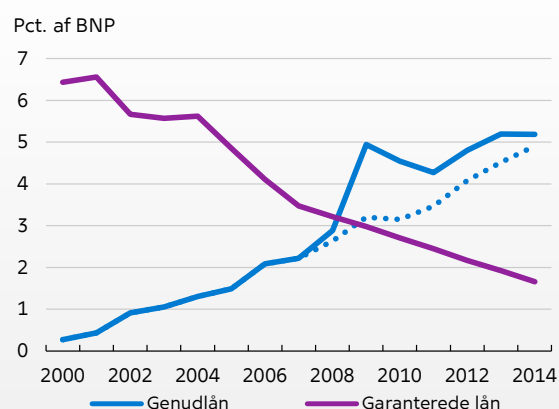
6. Selskaber, der kan låne med statsgaranti eller optage genudlån, betaler som udgangspunkt en årlig provision på 0,15 pct. af låneomfanget til staten.

I Danmark har nye selskaber i de seneste år primært fået adgang til genudlån frem for statsgarantier. Derudover har selskaber med eksisterende adgang til både genudlån og garantier i stigende grad benyttet genudlån. Det har flyttet fordelingen af eventualforpligtelser gradvist mod genudlån i løbet af de seneste 10 år, jf. figur 6.1. Stigningen i andelen af genudlån afspejler primært omkostningseffektiviteten ved denne type lån. Samlet set har genudlån og statsgaranterede lån som andel af BNP stort set været uændret siden 2000, når der ses bort fra den midlertidige stigning i genudlån under finanskrisen.

For at sikre staten en enkel risikostyring er genudlån typisk begrænset til udlån i udestående statspapirer. Det betyder, at selskaberne kan have

Genudlån og statslige lånegarantier

Figur 6.1



Anm.: Genudlån og garantier administreret af Danmarks Nationalbank. Stiplet linje angiver genudlån fratrukket genudlån til Finansiell Stabilitet A/S.

behov for at kombinere genudlån med swaps for at opnå den ønskede risikoprofil. Hvis selskaberne har ekspertisen til at indgå swaps og styre den afledte kreditrisiko, opnås den billigste låntagning via genudlån.⁷ Udover forskellen i finansieringsomkostninger kan der opnås administrative besparelser ved genudlån, da låntagningen samles ét sted.⁸

EVENTUALFORPLIGTELSE I DANMARK

Sammenlignet med de fleste andre lande har Danmark meget lave gældsforpligtelser. Det skyldes lav gæld i staten, regionerne og kommunerne samt et begrænset omfang af genudlån og statsgarantier, jf. tabel 6.1.

Det skal understreges, at eventualforpligtelserne er relateret til aktiver med betalingsstrømme, fx Storebæltsbroen, så statens risiko er langt lavere end forpligtelsernes nominelle værdi.

De følgende afsnit giver en gennemgang af eventualforpligtelserne.

GENUDLÅN

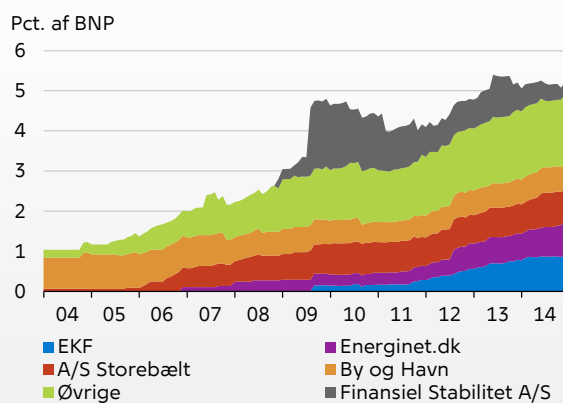
I Danmark har staten ydet genudlån for omkring 5 pct. af BNP fordelt på 12 statslige selskaber. Udlån til infrastrukturprojekter udgør den største del, jf. tabel 6.2. Porteføljen omfatter desuden genudlån til Danmarks Skibskredit A/S og et bilateralt lån til Irland.⁹

Varigheden på selskabernes gæld afspejler deres aktiviteter. Det betyder, at selskaber med aktiver, der har en lang tilbagebetalingshorisont, typisk har genudlån med høj varighed. Det gør sig bl.a. gældende for Energinet.dk, A/S Øresund og Metroselskabet I/S. Modsat har selskaber med korte aktiver typisk genudlån med tilsvarende lav varighed.

Gæld i staten, regioner og kommuner samt eventualforpligtelser, ultimo 2014 Tabel 6.1

	Pct. af BNP
Statsgæld, ekskl. genudlån	19
Gæld i regioner og kommuner	7
Eventualforpligtelser	18
<i>Indeholdt i eventualforpligtelser:</i>	
Genudlån adm. af Nationalbanken	5
Garantier adm. af Nationalbanken	2
Øvrige garantier	11

Udvikling i genudlån Figur 6.2



Anm.: Observationer pr. ultimo måned, løbende BNP.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Finansiel Stabilitet A/S, der har ansvaret for afvikling af nødstedte banker, optog i begyndelsen af finanskrisen betydelige statslige genudlån, der siden er nedbragt væsentligt, jf. figur 6.2. Derudover fik Eksport Kredit Fonden i 2010 mulighed for at supplere statsgarantier med statslige genudlån.

STATSGARANTIER

Ved udgangen af 2013 udgjorde de samlede danske statsgarantier 13 pct. af BNP, jf. figur 6.3. Efter en periode med midlertidige stigninger er statens udestående garantier stort set tilbage på niveauet før finanskrisen. Nationalbanken administrerer en begrænset del af de samlede garantiforpligtelser.

7 I Danmark har selskaberne i særlige tilfælde opnået billigere finansiering ved at udstede i udenlandsk valuta kombineret med en swap til danske kroner. Det kan skyldes skævheder i valutamarkedet, eller at en udenlandsk investor har en særlig interesse i en statsgaranteret obligation udstedt i sin egen valuta frem for i kroner.

8 Det omfatter fx vedligeholdelse af lånedokumentation og kontakt til investorerne.

9 Irland fik i november 2010 tilsagn fra EU-landene og IMF om et låneprogram på 85 mia. euro. Danmark har sammen med Sverige og Storbritannien givet tilsagn om bilaterale lån. Lån til Danmarks Skibskredit A/S er beskrevet i *Statens Låntagning og Gæld 2003*.

Genudlånsportefølje

Tabel 6.2

Ultimo 2014	Mia. kr.	Pct. af BNP	Varighed ¹
<i>Infrastruktur</i>			
Energinet.dk	16,3	0,9	11,6
A/S Storebælt	15,7	0,8	4,0
Udviklingsselskabet By og Havn I/S	11,8	0,6	4,3
A/S Øresund	10,3	0,5	6,7
Metroselskabet I/S	7,1	0,4	7,4
Femern A/S	1,6	0,1	1,7
A/S Femern Landanlæg	0,5	0	1,3
Sund og Bælt Holding A/S	0,4	0	3,7
<i>Øvrige</i>			
EKF (Eksport Kredit Fonden)	16,7	0,9	5,6
Danmarks Skibskredit A/S	6,7	0,4	2,6
Finansiel Stabilitet A/S	5,3	0,3	2,2
Danmarks Radio	3,2	0,2	6,9
Irland	3,0	0,2	0,1 ²
Statens Serum Institut	0,4	0	4,9
I alt	99,0	5,2	6,1

Anm.: BNP for 2014 er fremskrevet med 1,1 pct. i forhold til BNP for 2013. Fremskrivningen svarer til Nationalbankens prognose fra december 2014.

1. Opgjort med fast diskonteringsrente på nul.

2. Lånet er variabelt forrentet.

GARANTIER ADMINISTRERET AF NATIONALBANKEN

Ved udgangen af 2014 administrerede Nationalbanken statslige lånegarantier svarende til 1,7 pct. af BNP, jf. tabel 6.3. De største lånegarantier er udstedt til Øresundsbro Konsortiet og A/S Storebælt. Garantier til disse to selskaber udgør hovedparten af lånegarantierne. Den danske og svenske stat hæfter via statslige selskaber solidarisk for Øresundsbro Konsortiets gæld.

Nationalbankens opgaver i forbindelse med udstedelse af lånegarantier er primært af juridisk karakter. Det juridiske ansvar ligger hos det enkelte selskab, men Nationalbanken kontrollerer, at låntagning er inden for lånerammen, før der udstedes garanti for det specifikke lån eller den specifikke swaftale.

Lånegarantier administreret af Nationalbanken på vegne af staten

Tabel 6.3

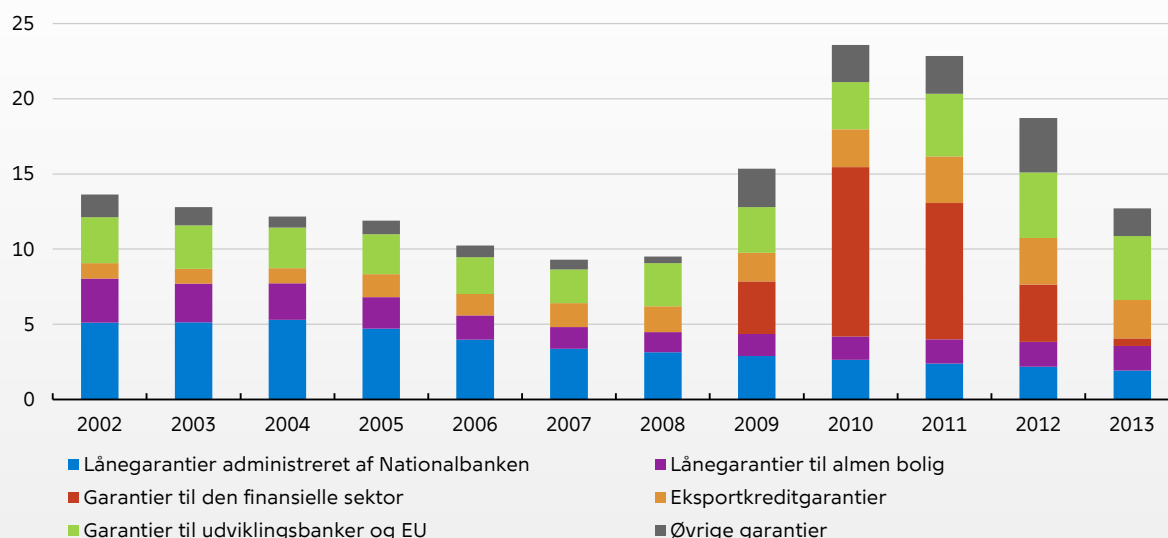
Ultimo 2014	Mia. kr.	Pct. af BNP
Øresundsbro Konsortiet	15,9	0,8
A/S Storebælt	8,9	0,5
DSB	5,4	0,3
Danmarks Radio	0,8	0,0
A/S Øresund	0,5	0,0
Sund og Bælt Holding A/S	0,0	0,0
I alt	31,6	1,7

Anm.: Tallene er inkl. garanterede swaps. Lån optaget af Øresundsbro Konsortiet er garanteret af den danske og svenske stat med solidarisk hæftelse.

Danske statsgarantier

Figur 6.3

Pct. af BNP



Anm.: Tallene er eksklusive den generelle statsgaranti til den finansielle sektor i Bankpakke 1, som blev vedtaget i oktober 2008 og udløb i september 2010. Tallene er opgjort som pct. af løbende BNP.
Kilde: Statsregnskab for årene 2002-13 og egne beregninger.

GARANTIER, SOM IKKE ADMINISTRERES AF NATIONALBANKEN

Ved udgangen af 2013 udgjorde statsgarantier, som ikke administreres af Nationalbanken, 11 pct. af BNP.¹⁰ Garantierne er fortrinsvist givet til den finansielle sektor i forbindelse med den finansielle krise, internationale organisationer, eksportkredit og almene boligprojekter.

Garantier i forbindelse med den finansielle krise

I løbet af finanskrisen blev der iværksat en række statslige hjælpepakker rettet mod den finansielle sektor med henblik på at sikre finansiell stabilitet. Efterfølgende er disse midlertidige initiativer erstattet af løsninger, som ikke indebærer eventuel forpligtelser for staten.

I oktober 2008 vedtog Folketinget en ubegrænset garanti for alle indskydere og simple kreditorer mod tab i danske pengeinstitutter frem til 30. september 2010. De samlede tab endte omkring 22,5 mia. kr.¹¹

I forbindelse med Kreditpakken fra februar 2009 udstedte staten individuelle statsgarantier for private kreditinstitutters obligationsudstedelser. Disse statsgarantier, hvoraf størstedelen udløb i løbet af 2012 og 2013, er nu indfriet. Det foreløbige resultat af de individuelle garantier er et overskud på 30 mio. kr.¹²

Som en del af Kreditpakken fik kreditinstitutter også mulighed for at søge om statsligt kapitalindskud, hybrid kernekapital. I alt blev der indskudt 46 mia. kr. i løbet af 2009, hvoraf langt størstedelen er tilbagebetalt. Samlet set ventes staten at realisere et overskud fra kapitalindskud, da kreditinstitutterne betaler en betydelig højere rente på lånene sammenlignet med statens finansieringsvilkår.¹³

Garantier til internationale organisationer

Den danske stat har stillet garantier til en række udviklingsbanker og EU, hvilket afspejler Danmarks engagement i internationalt samarbejde

10 En liste over statens samlede garantiforpligtelser er tilgængelig i noterne til statsregnskabet.

11 Opgørelsesdato 4. februar 2011 og inkl. tab på Roskilde Bank. Samlet set endte Bankpakke 1 med et overskud på ca. 2,5 mia. kr. for staten.

12 Jf. pressemeddelelse fra Finansiell Stabilitet A/S den 11. februar 2015.

13 Medio februar 2015 er det foreløbige overskud opgjort til 9,7 mia. kr.

Garantier til udviklingsbanker og EU

Tabel 6.4

Ultimo 2013	Mia. kr.	Pct. af BNP
Den Europæiske Investeringsbank, EIB	38,6	2,0
Den Nordiske Investeringsbank, NIB	12,3	0,7
Verdensbanken, IBRD	9,7	0,5
Europakommissionen inkl. EFSM	9,6	0,5
Den Afrikanske Udviklingsbank, AfDB	5,2	0,3
Den Asiatiske Udviklingsbank, AsDB	2,9	0,2
Den Europæiske Bank for Genopbygning og Udvikling, EBRD	2,1	0,1
Den Interamerikanske Udviklingsbank, IDB	1,5	0,1
I alt	82,0	4,3

Kilde: Statsregnskabet.

og udvikling. I alt udgør disse garantier 4 procent af BNP, hvoraf garanti til Den Europæiske Investeringsbank udgør 2 pct., jf. tabel 6.4.

Garantier til eksportkredit, almene boliger og øvrige

Eksport Kredit Fonden havde ved udgangen af 2013 ydet eksportkreditgarantier svarende til 2,5 pct. af BNP. Den danske model for eksportgarantier følger de internationalt aftalte rammer for støtteordninger til eksportkredit.¹⁴

Derudover har staten andre eventualforpligtelser, der udgør 3 pct. af BNP. Omkring halvdelen er relateret til finansiering af almene boligprojekter¹⁵, mens den resterende del omfatter garanti for pensionsordninger for tidligere medarbejdere hos postvæsenet og en garanti til forsikringsselskaber, som vil træde i kraft i tilfælde af terrorhandling.

14 Jf. *Officially supported export credits and the financial crisis: Measures taken at the national level by the participants to the arrangement, as at 30 June 2009*, OECD 2009.

15 Finansiering af almene boligprojekter garanteres også af kommunerne. For yderligere information se *Den almene boligsektors effektivisering*, Ministeriet for By, Bolig og Landdistrikter, 2014.

APPENDIKS

HOVEDPRINCIPPER FOR FORVALTNINGEN AF STATENS GÆLD

Forvaltningen af statens gæld og relaterede opgaver varetages af statsgældsforvaltningen i Danmarks Nationalbank på vegne af Finansministeriet. Finansministeren har det overordnede og politiske ansvar for statens låntagning og gæld, herunder relationerne til Folketinget.

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 lette statens adgang til kapitalmarkederne på længere sigt og understøtte et velfungerende indenlandsk kapitalmarked. Målsætningerne for den danske statsgældspolitik svarer til internationale standarder.¹

Forvaltningen af den danske statsgæld har fokus på at fastholde en lav refinansieringsrisiko ved at dække finansieringsbehovet i god tid, sikre en bred investorbase og have et højt likviditetsberedskab.

1 Revised Guidelines for Public Debt Management, Verdensbanken og IMF, 2014.

ORGANISERING AF STATSGÆLDSFORVALTNINGEN

Finansministeren er ved lov bemyndiget til at optage statslån, jf. boks A1.1. Finansministeren har desuden det overordnede og politiske ansvar for statens låntagning og gæld, herunder relationerne til Folketinget.

I de fleste lande forvaltes statsgælden i Finansministeriet eller i et særskilt gældskontor. I Danmark administreres disse opgaver af 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*.²

2 Aftalen kan findes på www.statsgaeld.dk.

Lov om bemyndigelse til optagelse af statslån

Boks A1.1

Ifølge grundloven kan statslån kun optages ved lov. Lovgrundlaget for statens låntagning findes i *Lov om bemyndigelse til optagelse af statslån*¹ af 1993. Loven bemyndiger finansministeren til at optage lån på vegne af staten inden for et gældsmaksimum på 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 swaptaler 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. december 1993 med efterfølgende ændringer, se www.statsgaeld.dk.

Som en del af forvaltningen af statens låntagning og gæld administreres genudlån og statsgarantier samt aktiverne i de tre statslige fonde: Den Sociale Pensionsfond (DSP), Danmarks Innovationsfond³ og Fonden for Forebyggelse og Fastholdelse. Rammerne for forvaltningen af aktiverne i DSP er fastlagt i *Reglement vedrørende bestyrelsen af Den Sociale Pensionsfond*.⁴ Arbejdsopgaverne vedrørende forvaltningen af aktiverne i Danmarks Innovationsfond og Fonden for Forebyggelse og Fastholdelse samt administrationen af genudlån og statsgarantier er fastlagt i særskilte aftaler.

Statsgældsforvaltningens funktioner er opdelt i front-, middle- og back office, jf. figur A1.1. Funktionsadskillelse og forretningsgange reducerer de operationelle risici og sikrer entydig ansvarsfordeling. Det understøtter muligheden for intern kontrol. Placeringen i Danmarks Nationalbank underbygger overvågningen af samspillet mellem statsgældspolitik, pengepolitik og den finansielle stabilitet. Det er i tråd med IMF's anbefalinger (Stockholm-principperne).⁵

Middle office formulerer statsgældspolitikken og udarbejder oplæg til lånestrategier og risikostyring. Derudover fastsættes retningslinjer for front office med hensyn til salg, opkøb og swaptransaktioner, der er konsistente med de aftalte strategier. Middle office fastsætter desuden rammerne for de enkelte auktioner og varetager den overordnede administration af 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 udstedelse af statspapirer, herunder afvikling af auktioner, opkøb, værdipapirlån og gennemførelse af swaptransaktioner. Desuden fastsættes markedsvilkårene for genudlån.

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

Statsgældsområdet bliver revideret af Danmarks Nationalbanks revision på vegne af Rigsrevisionen. Danmarks Nationalbanks revision undersøger, om regnskabet for statsgælden er retvisende, dvs. uden væsentlige fejl og mangler. Rigsrevisionen kan desuden foretage en vurdering af, om forvaltningen af statsgælden foregår på en hensigtsmæssig måde. Rigsrevisionen offentliggør resultaterne af sine undersøgelser på www.rigsrevisionen.dk.

STATSGÆLDSFORVALTNINGENS OPGAVER

Statsgældsforvaltningen i Nationalbanken skal sikre, at målsætningerne for statsgældspolitikken opfyldes. Det sker gennem udførelse af arbejdsopgaverne i *Aftale om arbejdsfordelingen på statsgældsområdet mellem Danmarks Nationalbank og Finansministeriet*. Forvaltningen varetager følgende arbejdsområder:

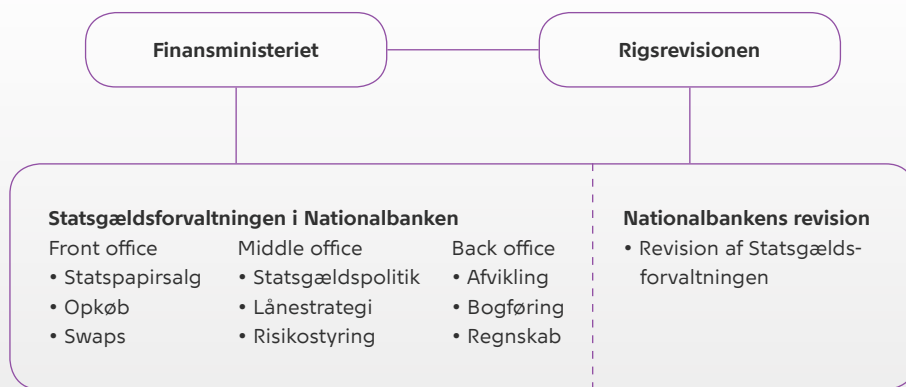
UDARBEJDELSE AF UDSTEDELSESTRATEGI OG UDSTEDELSE AF STATSPAPIRER

- Udarbejdelse af udstedelsesstrategi på baggrund af Finansministeriets prognose for statens finanser.

3 Den 1. april 2014 blev Højteknologifonden, Det Strategiske Forskningsråd og Rådet for Teknologi og Innovation lagt sammen i Danmarks Innovationsfond.

4 *Reglement vedrørende bestyrelsen af Den Sociale Pensionsfond* kan findes på www.statsgaeld.dk.

5 Guiding Principles for Managing Sovereign Risk and High Levels of Public Debt, IMF, 2013.



- Udstedelse af indenlandske statspapirer, som dækker statens indenlandske finansieringsbehov.
- Udstedelse af udenlandske statspapirer af hensyn til valutareserven samt sikre statens markedsadgang.
- Understøttelse af et velfungerende indenlandsk statspapirmarked, bl.a. ved at have aftaler med primary dealere i danske statspapirer om løbende prisstillelse (market making).
- Styring af statens konto for at sikre en robust likviditetsbuffer.

RISIKOSTYRING

- Analyser og håndtering af relevante risici for statsgældsporteføljen, herunder rente- og refinansieringsrisiko. I styringen af rente- og refinansieringsrisikoen fokuseres på den konsoliderede portefølje af statens finansielle aktiver og passiver.
- Indgåelse af swaps og anvendelse af andre finansielle instrumenter samt håndtering af kredit-risiko på disse instrumenter.

ADMINISTRATION AF STATENS FONDE, GENUDLÅN OG STATSGARANTIER

- Forvaltning af aktiverne i de tre statslige fonde.
- Administration af statsgarantier og genudlån til statslige selskaber.
- Administration af særlige udlån, fx bilaterale lån til andre stater.

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 af betydning for statspapirmarkedet.
- Rådgivning til andre statsgældsforvaltninger.
- Deltagelse i internationalt samarbejde på statsgældsområdet, bl.a. i OECD, IMF, Verdensbanken og EU.

KONTAKT TIL KREDITVURDERINGSBUREAUER OG INVESTORER

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

STRATEGI OG NORMEN FOR STATENS INDENLANDSKE OG UDENLANDSKE LÅNTAGNING

FASTLÆGGELSE AF STRATEGI

Strategien for forvaltningen af statens låntagning fastlægges på kvartalsvise møder mellem Finansministeriet og Nationalbanken. Det sker på baggrund af et strategioplæg fra statsgældsforvaltningen i Nationalbanken. Finansministeriet giver bemyndigelse til, at Nationalbanken implementerer den aftalte strategi.

På mødet i december aftales strategien 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.

Strategien for forvaltningen af statens gæld tilrettelægges inden for rammerne af normen for indenlandsk og udenlandsk låntagning.

NORM FOR INDENLANDSK OG UDENLANDSK LÅNTAGNING

Regeringen og Danmarks Nationalbank har aftalt en norm for fordelingen og omfanget af statens indenlandske og udenlandske låntagning. Normen beskriver rammerne for statens låntagning og fastsætter de overordnede hensyn, som statsgældspolitikken fordrer. Normen består af to dele: en norm for den indenlandske låntagning og en norm for den udenlandske låntagning. Tilsammen understøtter de to dele adskillelsen af finans- og pengepolitikken.

Normen for den indenlandske låntagning

Normen for den indenlandske låntagning fastsætter, at staten låner i kroner for at dække statens finansieringsbehov givet ved det løbende budgetunderskud og afdrag på den indenlandske gæld.

Staten kan fortsætte udstedelsen af statspapirer, selv om årets finansieringsbehov er nået. Det vil bidrage til finansieringen af lånebehovet i efterfølgende år (prefunding). Muligheden for prefunding giver staten større fleksibilitet i sin udstedelsesstrategi, hvilket understøtter statsgældspolitikken målsætning om at dække statens finansieringsbehov til lavest mulige, langsigtede låneomkostninger under hensyntagen til et acceptabelt risikoniveau. Eksempelvis kan prefunding ske ud fra et ønske om at styrke statens likviditetsbuffer for derigennem at reducere eksponeringen over for stød til fremtidige finansieringsbehov.

Staten må i henhold til EU-traktaten på intet tidspunkt overtrække sin konto i Danmarks Nationalbank.⁶

Normen for den udenlandske låntagning

Staten optager lån i fremmed valuta af hensyn til valutareserven. Normen for den udenlandske låntagning fastsætter, at staten som udgangspunkt optager udenlandske lån svarende til afdragene på den udenlandske statsgæld. I situationer, hvor valutareserven er mindre end ønskeligt, kan det af hensyn til valutakurspolitikken være nødvendigt, at staten optager lån i udlandet for at styrke valutareserven. Omvendt kan der i situationer, hvor valutareserven er større end ønskeligt, opstå mulighed for, at den udenlandske statsgæld reduceres.

Selv når størrelsen af valutareserven ikke nødvendiggør udenlandsk låntagning, kan det være hensigtsmæssigt løbende at være til stede i markedet, da der kan opstå behov for med kort varsel at låne betydelige beløb i udenlandsk valuta. Det skyldes, at det kan være omkostningsfyldt og tidskrævende at genetablere kontakten til udenlandske banker og investorer. Da låntagning i udenlandsk valuta indgår direkte i valutareserven, påvirkes den indenlandske likviditet ikke af den udenlandske låntagning.

Staten foretager primært udenlandsk låntagning via obligationsudstedelser. Derudover kan staten optage kortvarige udenlandske lån gennem statens Commercial Paper-programmer, CP-programmerne. Det bidrager til statens likviditetsberedskab og giver mulighed for hurtigt at opbygge valutareserven. Der udstedes løbende i CP-programmerne for at opretholde let adgang til markedet.

YDERLIGERE INFORMATION OM STATSGÆLDEN

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

Information om statsgæld og statsgældsforvaltningen findes på webstedet www.statsgaeld.dk. Herudover offentliggøres løbende en bred vifte af informationer via andre kilder.

⁶ Jf. EU-traktatens artikel 123.

MIDLERNE I DE STATSLIGE FONDE

Nationalbanken administrerer på vegne af staten midler i Den Sociale Pensionsfond, DSP, Danmarks Innovationsfond og Fonden for Forebyggelse og Fastholdelse. Fondenes aktiver indgår i opgørelsen af statens gæld og forvaltes sammen med statens øvrige finansielle aktiver og passiver under statsgældsområdet.

DEN SOCIALE PENSIONS FOND

DSP blev oprettet ved lov i 1970, hvor der blev indført et særligt pensionsbidrag. Pensionsbidraget – og dermed indbetalingerne til fonden – ophørte i 1982. Fondens aktivbeholdning og renteindtægterne herfra fratrukket pensionsafkastskat har siden været anvendt til finansiering af pensionsforbedringer.

DSP bestyres af et udvalg bestående af repræsentanter fra Finansministeriet, Ministeriet for Børn, Ligestilling, Integration og Sociale forhold og Nationalbanken. Den daglige forvaltning af midlerne varetages af Nationalbanken. Principperne for forvaltningen af midlerne er fastsat i *Reglement vedrørende bestyrelsen af Den Sociale*

Pensionsfond.¹ Ifølge reglementet kan fondens midler investeres i danske børsnoterede obligationer. Fondens midler samstyres med statens øvrige finansielle aktiver og passiver under statsgældsområdet.

Risikoen på fondens aktiver vurderes separat, men indgår i den konsoliderede risikostyring af den samlede statsgæld. Styringen af fondes markedsrisiko sker ved brug af et bånd for den gennemsnitlige Macaulay varighed, som i 2014 var på 4,5 år +/- 0,5 år. Varigheden lå i hele 2014 inden for det fastsatte bånd. I 2015 fastholdes varighedsbåndet for DSP på 4,5 år +/- 0,5 år.

Siden 1995 er DSP's beholdning til nominel værdi gradvist reduceret som følge af, at de årlige

¹ Reglementet kan findes på www.statsgaeld.dk.

overførsler til ministeriet, der fastsættes på finansloven, har været højere end renteindtægterne på fondens obligationsbeholdning. I 2014 blev der overført 13 mia. kr. fra DSP til Ministeriet for Børn, Ligestilling, Integration og Sociale forhold. Netto-udgiften var 10 mia. kr., jf. tabel A2.1.

Aktiverne i fonden udgjorde 75 mia. kr. ved udgangen af 2014, jf. tabel A2.2

DANMARKS INNOVATIONSFOND

Folketinget vedtog ved lov i marts 2014 etablering af Danmarks Innovationsfond ved sammenlægning af Højteknologifonden, Det Strategiske Forskningsråd og Rådet for Teknologi og Innovation. Ved lovens ikrafttræden 1. april 2014 indtrådte Danmarks Innovationsfond i de rettigheder og forpligtelser, som hidtil havde tilkommet Højteknologifonden, og Højteknologifondens kapital blev videreført i Danmarks Innovationsfond. Nationalbankens administration af denne kapital er fortsat uforandret.

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

Fonden overførte midler omtrent svarende til renteindtægterne i 2014, jf. tabel A2.1. Aktiverne i fonden udgjorde 14 mia. kr. ved udgangen af 2014, jf. tabel A2.2

FONDEN FOR FOREBYGGELSE OG FASTHOLDELSE

Fonden for Forebyggelse og Fastholdelse blev oprettet i 2007 og har til formål at støtte indsatser, der forebygger fysisk og psykisk nedslidning, arbejdsulykker og erhvervssygdomme. Der blev ved fondens oprettelse indskudt 3 mia. kr. i fonden, og der er ikke planlagt yderligere kapitalindskud. Fondens midler må ifølge lov om Fonden for Forebyggelse og Fastholdelse kun investeres i danske statsobligationer.

Aktiverne i fonden udgjorde 1 mia. kr. ved udgangen af 2014, jf. tabel A2.2.

Fondenes indtægter og udgifter i 2014

Tabel A2.1

Mio. kr.	DSP	Danmarks Innovationsfond	Fonden for Forebyggelse og Fastholdelse
<i>Indtægter:</i>			
Renter mv. ¹	2.383	363	31
<i>Udgifter:</i>			
Overførsel til ministerium	12.510	400	299
Pensionsafkastskat ²	-	-	-
Nettoindtægter	-10.127	-37	-268

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

2. Pensionsafkastskat betales af afkast for det foregående år.

Fondenes aktiver, ultimo 2014

Tabel A2.2

Nominel værdi, mia. kr.	DSP	Danmarks Innovationsfond	Fonden for Forebyggelse og Fastholdelse	Andel af udestående, pct. ¹
4 pct. stående lån 2015	4,8	3,9	1,0	12
4 pct. stående lån 2017	10,8	3,0	-	26
4 pct. stående lån 2019	12,3	3,1	-	15
3 pct. stående lån 2021	7,3	3,0	-	11
1,5 pct. stående lån 2023	0,6	0,5		1
7 pct. stående lån 2024	13,8	0,9	-	60
Statsobligationer i alt	49,6	14,3	1,0	
Realkreditobligationer mv. ²	20,5	-	-	
Indeksobligationer ³	4,8	-	-	
Kontoindestående	0,1	0,1	0,1	
I alt	74,9	14,4	1,1	

1. Angiver fondenes ejerandel i det samlede udestående i papiret.

2. Realkredit-, kommunekredit-, fiskeribank- og nominelle skibskreditobligationer.

3. Indeksretet værdi.

BILAGSTABELLER

TABELLER

1. STATSGÆLDEN, ULTIMO 2004-14
2. RENTER OG AFDRAK PÅ STATENS GÆLD, ULTIMO 2014
3. STATENS NETTOFINANSIERINGSBEHOV OG FINANSIERINGSBEHOV, 2004-14
4. STATENS LÅNOPTAGELSE, 2014
5. STATENS RENTESWAPTRANSAKTIONER, 2014
6. STATSLÅN, ULTIMO 2014
7. STATENS RENTESWAPPORTEFØLJE, ULTIMO 2014
8. RATING AF DEN DANSKE STATSGÆLD
9. GENUDLÅN OG STATSGARANTIER ADMINISTRERET AF NATIONALBANKEN, 2010-14

Statsgælden, ultimo 2004-14 (fortsættes næste side)

Bilagstabel 1

Mio. kr.	2004	2005	2006	2007	2008
A. Lån					
<i>Indenlandske lån</i>					
- obligationer, nominelt fastforrentede	480.590	440.351	428.796	403.039	451.394
- obligationer, inflationsindekserede ¹	-	-	-	-	-
- fiskeribankobligationer	-	-	-	-	-
- præmieobligationer	400	200	200	200	200
- statsgældsbeviser	71.690	33.980	-	-	-
- skatkammerbeviser	68.602	60.092	42.660	19.660	-
- indekslån og lånepakke ²	-	-	379	277	-
- valutaswaps fra kroner til euro (netto) ³	-16.200	-15.456	-12.755	-13.262	-11.662
- valutaswaps fra kroner til dollar	-524	-2.688	-4.862	-7.873	-10.423
I alt indenlandsk gæld	604.558	516.479	454.418	402.040	429.509
<i>Udenlandske lån⁴</i>					
- i dollar	518	2.810	4.583	6.844	9.947
- i euro	83.370	87.833	75.219	61.738	123.126
- i andre valutaer samt flermøntede	40	38	21	20	19
I alt udenlandsk gæld	83.929	90.681	79.823	68.642	133.092
I alt inden- og udenlandsk gæld	688.487	607.160	534.241	470.682	562.600
B. Sikkerhedsstillelse for swaps ⁵	-	-	-	-	-
C. Indestående i Danmarks Nationalbank ⁶	-57.559	-53.297	-70.958	-86.333	-258.131
D. DSP, Fonden for forebyggelse og Fastholdelse samt Danmarks Innovationsfond					
- statspapirer	-120.799	-124.635	-125.111	-128.547	-98.604
- andre værdipapirer	-16.065	-11.284	-9.535	-8.686	-9.643
I alt for de tre fonde	-136.864	-135.919	-134.646	-137.223	-108.247
Samlet statsgæld (A+B+C+D)	494.064	417.944	328.637	247.116	196.222
Samlet statsgæld i pct. af BNP	32,8	26,3	19,5	14,2	10,9

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

1. Indeksobligationer er opgjort til indekseret værdi pr. 31. januar 2014.

2. Lån overført fra Hypotekbanken.

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

4. Udenlandske lån er opgjort efter sluteksponering.

5. Sikkerhedsstillelse i kontanter for markedsværdien af statens swaps. Nettosikkerhedsstillelse modtaget fra modparterne.

6. Indeståendet er opgjort inkl. de statslige fondes kontoindestående. For 2014 er statens konto opgjort i henhold til Danmarks Nationalbanks månedsbalance.

Statsgælden, ultimo 2004-14 (fortsat)

Bilagstabel 1

Mio. kr.	2009	2010	2011	2012	2013	2014
A. Lån						
<i>Indenlandske lån</i>						
- obligationer, nominelt fastforrentede	505.973	556.900	606.627	620.695	615.907	637.617
- obligationer, inflationsindekserede ¹	-	-	-	10.207	23.251	35.531
- fiskeribankobligationer	995	887	786	684	594	507
- præmieobligationer	100	-	-	-	-	-
- statsgældsbeviser	-	-	-	-	-	-
- skatkammerbeviser	-	25.460	44.200	44.940	32.300	29.800
- indekslån og lånepakke ²	-	-	-	-	-	-
- valutaswaps fra kroner til euro (netto) ³	-8.197	2.974	2.974	-1.490	-1.490	-
- valutaswaps fra kroner til dollar	-10.956	-9.808	-8.660	-7.512	-6.364	-5.215
I alt indenlandsk gæld	487.921	576.413	645.927	667.524	664.198	698.240
<i>Udenlandske lån⁴</i>						
- i dollar	10.218	9.901	8.957	7.662	6.219	5.778
- i euro	129.351	104.811	102.861	82.338	69.689	53.207
- i andre valutaer samt flermøntede	19	18	-	-	-	-
I alt udenlandsk gæld	139.588	114.731	111.818	90.000	75.908	58.986
I alt inden- og udenlandsk gæld	627.509	691.144	757.745	757.524	740.106	757.225
B. Sikkerhedsstillelse for swaps⁵	-	-	-	-	3.596	3.804
C. Indestående i Danmarks Nationalbank⁶	-210.932	-177.282	-223.100	-161.991	-161.953	-213.099
D. DSP, Fonden for forebyggelse og Fastholdelse samt Danmarks Innovationsfond						
- statspapirer	-77.720	-75.511	-69.351	-70.859	-65.550	-64.825
- andre værdipapirer	-37.376	-52.075	-51.393	-37.902	-32.352	-25.259
I alt for de tre fonde	-115.096	-127.587	-120.744	-108.761	-94.902	-90.084
Samlet statsgæld (A+B+C+D)	301.481	386.275	413.901	486.771	486.848	457.846
Samlet statsgæld i pct. af BNP	17,6	21,5	22,6	26,1	25,8	24,0

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

1. Indeksobligationer er opgjort til indekseret værdi pr. 31. januar 2014.

2. Lån overført fra Hypotekbanken.

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

4. Udenlandske lån er opgjort efter sluteksponering.

5. Sikkerhedsstillelse i kontanter for markedsværdien af statens swaps. Nettosikkerhedsstillelse modtaget fra modparterne.

6. Indeståendet er opgjort inkl. de statslige fondes kontoindestående. For 2014 er statens konto opgjort i henhold til Danmarks Nationalbanks månedsbalance.

Renter og afdrag på statens indenlandske gæld¹, ultimo 2014

Bilagstabel 2.1

	Renter	Afdrag	Total
2015	22,0	81,0	103,1
2016	18,8	53,3	72,1
2017	17,9	51,9	69,8
2018	15,8	-0,8	15,0
2019	15,9	99,1	115,0
2020	11,9	-0,3	11,6
2021	11,9	92,4	104,3
2022	9,1	0,0	9,1
2023	9,1	110,1	119,3
2024	8,1	24,5	32,5
2025	6,3	41,1	47,5
2026	5,6	0,0	5,6
2027	5,6	0,0	5,6
2028	5,6	0,0	5,6
2029	5,6	0,0	5,6
2030	5,6	0,0	5,6
2031	5,6	0,0	5,6
2032	5,6	0,0	5,6
2033	5,6	0,0	5,6
2034	5,6	0,0	5,6
2035	5,6	0,0	5,6
2036	5,6	0,0	5,6
2037	5,6	0,0	5,6
2038	5,6	0,0	5,6
2039	5,6	122,8	128,3

1. Tabellen er ekskl. skatkammerbeviser. Netto rentebetalinger knyttet til indenlandske renteswaps er medregnet i rentebetalingerne. Kronebetalinger til og fra staten i valutaswaps er medregnet i afdragene. Rentebetalinger og afdrag på statens indeksobligation med udløb i 2023 er beregnet på baggrund af en beregningsteknisk antagelse om en årlig inflation på 2 pct. frem til 2023.

Renter og afdrag på statens udenlandske gæld¹, ultimo 2014

Bilagstabel 2.2

	Renter	Afdrag	Total
2015	-0,2	22,6	22,4
2016	-0,1	21,3	21,3
2017	-0,3	9,2	9,0
2018	-0,3	1,0	0,7
2019	-0,3	0,7	0,4
2020	-0,2	0,4	0,2
2021	-0,1	0,1	0,0

1. Tabellen er ekskl. Commercial Paper. Rentebetalingerne er inkl. nettorentebetalinger knyttet til rente- og valutaswaps. Øvrige betalinger knyttet til valutaswaps er indeholdt i de samlede afdrag.

Statens nettofinansieringsbehov og finansieringsbehov, 2004-14 (fortsættes næste side)

Bilagstabel 3

Mia. kr.	2004	2005	2006	2007	2008
Drifts- anlægs- og udlånsbudget	27,7	80,6	98,6	106,2	72,3
Genudlån mv.	-5,4	-3,2	-12,4	-8,5	-13,5
Fordelte emissionskurstab og skyldige renter ¹	0,5	-0,7	-0,9	0,4	0,3
Andre kapitalposter ²	0,9	-0,9	5,0	-15,3	-10,7
Nettokassesaldo	23,6	75,9	90,2	82,8	48,3
Nettofinansieringsbehov (=Nettokassesaldo)	-23,6	-75,9	-90,2	-82,8	-48,3
Afdrag langfristet indenlandsk statsgæld ³	100,0	118,7	75,6	51,8	37,7
Afdrag skatkammerbeviser ⁴	67,3	68,6	60,1	42,7	19,7
Afdrag langfristet udenlandsk statsgæld ⁵	15,5	7,0	10,5	10,4	19,4
Afdrag Commercial Paper ⁴	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansieringsbehov	159,2	118,4	56,0	22,1	28,0

Kilde: Statsregnskabet. 2014 er baseret på Nationalbankens opgørelse ultimo året, hvilket kan afvige fra regnskabstal.

1. Inkl. opkøbskurstab.

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

3. Inkl. nettokøb af obligationer fra de statslige fonde, der administreres af statsgældsforvaltningen.

4. Svarer til udeståendet ultimo året inden.

5. Inkl. nettobetaliner på valutaswaps.

Statens nettofinansieringsbehov og finansieringsbehov, 2004-14 (fortsat)

Bilagstabel 3

Mia. kr.	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Drifts- anlægs- og udlånsbudget	-29,8	-88,7	-33,1	-75,7	5,8	na
Genudlån mv.	-82,0	1,1	2,9	-7,7	-9,5	na
Fordelte emissionskurstab og skyldige renter ¹	-1,3	-1,2	-1,7	-2,5	-1,7	na
Andre kapitalposter ²	3,1	-4,9	1,7	4,3	4,2	na
Nettokassesaldo	-110,0	-93,7	-30,2	-81,6	-1,2	23,8
Nettofinansieringsbehov (=Nettokassesaldo)	110,0	93,7	30,2	81,6	1,2	-23,8
Afdrag langfristet indenlandsk statsgæld ³	61,2	62,5	63,8	60,2	55,1	55,2
Afdrag skatkammerbeviser ⁴	0,0	0,0	25,5	44,2	44,9	32,3
Afdrag langfristet udenlandsk statsgæld ⁵	17,9	36,5	33,2	32,5	22,1	26,8
Afdrag Commercial Paper ⁴	60,3	5,1	4,6	2,5	2,8	2,6
Finansieringsbehov	249,4	197,8	157,2	221,0	125,0	93,1

Kilde: Statsregnskabet. 2014 er baseret på Nationalbankens opgørelse ultimo året, hvilket kan afvige fra regnskabstal.

1. Inkl. opkøbskurstab.

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

3. Inkl. nettokøb af obligationer fra de statslige fonde, der administreres af statsgældsforvaltningen.

4. Svarer til udeståendet ultimo året inden.

5. Inkl. nettobetaling på valutaswaps.

Statens indenlandske lånoptagelse, 2014

Bilagstabel 4.1

ISIN-kode	Pålydende rente, pct.	Titel	Udstedt fra	Sidste termin	Udstedt beløb, nominelt, mio. kr	Udstedt beløb, markedsværdi, mio. kr
Statsobligationer						
DK0009922759	2,5	Stående lån 2016	8. feb. 2011 -	15. nov. 2016	18.050	19.130
DK0009922403	4	Stående lån 2019	20. jan. 2009 -	15. nov. 2019	11.625	13.679
DK0009922916	0,1	Indekseret lån 2023	24. maj 2012 -	15. nov. 2023	11.975	12.012
DK0009923054	1,5	Stående lån 2023	4. sep. 2012 -	15. nov. 2023	8.035	7.881
DK0009923138	1,75	Stående lån 2025	20. maj 2014 -	15. nov. 2025	41.090	42.645
DK0009922320	4,5	Stående lån 2039	11. nov. 2008 -	15. nov. 2039	5.000	7.293
Skatkammerbeviser						
DK0009814865	0	Skatkammerbevis 2014 I	30. maj 2013 -	3. mar. 2014	3.900	3.901
DK0009814949	0	Skatkammerbevis 2014 II	29. aug. 2013 -	2. jun. 2014	15.900	15.907
DK0009815086	0	Skatkammerbevis 2014 III	27. feb. 2014 -	1. sep. 2014	18.160	18.163
DK0009815169	0	Skatkammerbevis 2014 IV	27. maj. 2014 -	1. dec. 2014	14.840	14.841
DK0009815243	0	Skatkammerbevis 2015 I	28. aug. 2014 -	2. mar. 2015	17.480	17.482
DK0009815326	0	Skatkammerbevis 2015 II	27. nov. 2014 -	1. jun. 2015	12.320	12.322

Anm.: For indeksobligationen er det udstedte nominelle beløb opgjort ekskl. indeksopskrivning, mens det udstedte beløb til markedsværdi indeholder indeksopskrivning ved udstedelserne.

Statens udenlandske obligationsudstedelse, 2014

Bilagstabel 4.2

ISIN-kode	Pålydende rente, pct.	Titel	Udstedt	Sidste termin	Udstedt beløb, nominelt, mio. kr ¹
Lån					
XS1046173529	0,875	Obligationslån 1.500 mio. dollar	11. marts 2014	20. marts 2017	8.075

1. Lånet blev swappet til 1.082 mio. euro med fast rente. Lånebeløbet er efter indgåelse af swap til euro.

Statens indgåelse af renteswaps, 2014

Bilagstabel 5.1

Lånenr.	Startdato	Udløbsdato	Valuta	Notional værdi, mio. kr.
1733	29. jan. 2014	20. dec. 2020	Euro	744
1736	6. feb. 2014	1. jul. 2021	Euro	744
1750	13. jun. 2014	8. apr. 2021	Euro	744
1755	23. jun. 2014	10. dec. 2020	Euro	744
1761	8. jul. 2014	28. mar. 2021	Euro	744
1766	28. jul. 2014	26. jan. 2021	Euro	744
1774	18. aug. 2014	16. dec. 2020	Euro	744
1779	29. aug. 2014	23. feb. 2020	Euro	1.117
1783	9. sep. 2014	19. nov. 2020	Euro	744
1799	2. dec. 2014	15. feb. 2020	Euro	744

Anm.: På alle indgåede renteswap i 2014 betaler staten en fast rente og modtager 6-måneders Euribor.

Statens terminering af eksisterende renteswaps, 2014

Bilagstabel 5.2

Lånenr.	Termineringsdato	Valuta	Notional værdi, mio. kr.
1421	3. feb. 2014	Euro	744
1467	3. mar. 2014	Euro	744
1464	23. apr. 2014	Euro	744
1347	17. jul. 2014	Euro	744
1419	1. aug. 2014	Euro	744
1324	4. sep. 2014	Euro	744
1326	26. sep. 2014	Euro	744
1296	15. dec. 2014	Euro	1.117

Anm.: I alle terminerede renteswaps har staten betalt en variabel rente. Markedsværdien er udvekslet ved termineringen.

Indenlandske statslån, ultimo 2014

Bilagstabel 6.1

Mio. kr., nominel værdi	Udestående ultimo 2013	Udstedelser 2014	Afdrag 2014	Udestående ultimo 2014	Sidste termin	ISIN-kode
Fastforrentede statsobligationslån						
<i>Stående lån</i>						
2 pct. stående lån 2014	59.500	-	59.500	-	15. nov. 2014	DK0009911833
4 pct. stående lån 2015	84.696	-	2.586	82.110	15. nov. 2015	DK0009921439
2,5 pct. stående lån 2016	36.270	18.050	-	54.320	15. nov. 2016	DK0009922759
4 pct. stående lån 2017	52.870	-	-	52.870	15. nov. 2017	DK0009921942
4 pct. stående lån 2019	88.050	11.625	-	99.675	15. nov. 2019	DK0009922403
3 pct. stående lån 2021	92.495	-	-	92.495	15. nov. 2021	DK0009922676
1,5 pct. stående lån 2023	59.810	8.035	-	67.845	15. nov. 2023	DK0009923054
7 pct. stående lån 2024	24.431	-	-	24.431	10. nov. 2024	DK0009918138
1,75 pct. stående lån 2025	-	41.090	-	41.090	15. nov. 2025	DK0009923138
4,5 pct. stående lån 2039	117.765	5.000	-	122.765	15. nov. 2039	DK0009922320
<i>Inflationsindekserede stående lån</i>						
0,1 pct. indekseret lån 2023 ²	23.251	12.280	-	35.531	15. nov. 2023	DK0009922916
<i>Serielån</i>						
4 pct. serielån 2017	19	-	5	14	15. jun. 2017 ²	DK0009902728
<i>Uamortisable</i>						
5 pct. Dansk-Islandsk Fond 1918	1	-	-	1	Uamortisabelt	•
Fastforrentede statsobligationslån i alt	639.158	96.080	62.090	673.148		
Skatkammerbeviser						
Skatkammerbevis 2014 I	21.040	3.900	24.940	-	3. mar. 2014	DK0009814865
Skatkammerbevis 2014 II	11.260	15.900	27.160	-	2. jun. 2014	DK0009814949
Skatkammerbevis 2014 III	-	18.160	18.160	-	1. sep. 2014	DK0009815086
Skatkammerbevis 2014 IV	-	14.840	14.840	-	1. dec. 2014	DK0009815169
Skatkammerbevis 2015 I	-	17.480	-	17.480	2. mar. 2015	DK0009815243
Skatkammerbevis 2015 II	-	12.320	-	12.320	1. jun. 2015	DK0009815326
Skatkammerbeviser i alt	32.300	82.600	85.100	29.800		
Fiskeribankobligationer i alt						
8 pct. Fiskeribankobligation 2014	5	-	5	-	1. maj 2014	DK0009603573
6 pct. Fiskeribankobligation 2016	8	-	3	4	1. maj 2016	DK0009604035
7 pct. Fiskeribankobligation 2016	13	-	5	8	1. maj 2016	DK0009603656
5 pct. Fiskeribankobligation 2019	306	-	51	255	1. nov. 2019	DK0009604621
5 pct. Fiskeribankobligation 2025	262	-	22	240	1. nov. 2025	DK0009604894
Fiskeribankobligationer	594	-	86	507		
Indenlandske statspapirer i alt	672.051	178.680	147.276	703.455		
Swap fra kroner til euro	-1.490	-	-1.490	-		
Swap fra kroner til dollar	-6.364	-	-1.148	-5.215		
Indenlandsk gæld i alt	664.198	178.680	144.638	698.240		

1. Udstedelser i indeksobligationen er opgjort inkl. den løbende indeksoptkrivning. Udestående i indeksobligationen ultimo året er opgjort til indekseret nominel værdi.

2. Kan indfries af staten med tre måneders varsel.

Udenlandske statslån, ultimo 2014

Bilagstabel 6.2

ISIN-kode/lånenr. ¹	Pålydende rente, pct.	Titel	Sidste termin	Udestående beløb, mio. kr. ²
Lån				
XS0784646829	0,625	2012/15 dollarlån	22. maj 2015	10.712,5
1563	0,625	2012/15 swap fra dollar		-10.712,5
•	0,148	2012/15 swap til euro		10.176,8
XS0546424077	1,75	2010/15 eurolån	5. okt. 2015	11.165,4
XS0605536613	2,75	2011/16 eurolån	16. mar. 2016	9.304,5
XS0921252465	0,375	2013/16 dollarlån	25. apr. 2016	9.182,1
1641	0,375	2013/16 swap fra dollar		-9.182,1
•	0,006	2013/16 swap til euro		8.555,9
XS0642551773	3,125	2011/16 svensk kronelån	12. jul. 2016	2.160,4
1485	3,125	2011/16 swap fra svenske kroner		-2.160,4
•	var.	2011/16 swap til euro		2.237,3
XS1046173529	0,875	2014/17 dollarlån	20. mar. 2017	9.182,1
1741		2014/17 swap fra dollar		-9.182,1
•	0,417	2014/17 swap til euro		8.054,1
Lån i alt				49.494,0
Commercial Paper				
ECP-programmet ³				2.545,3
USCP-programmet i dollar ³				1.168,1
CP-udestående i alt				3.713,4
Gæld i euro i alt				53.207,3

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

2. Det udestående beløb er pr. 31. december 2014 omregnet til kroner efter følgende kurser pr. 30. december 2014:
euro = 744,36, svenske kroner = 78,56 og dollar = 612,14.

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.

Udenlandske statslån, ultimo 2014

Bilagstabel 6.2

ISIN-kode/lånenr. ¹	Pålydende rente, pct.	Titel	Sidste termin	Udestående beløb, mio. kr. ²
Valutaswaps i dollar				
20001	4,164	2004/16 swap fra kroner	30. jun. 2016	37,8
20002	4,164	2004/16 swap fra kroner	30. jun. 2016	37,9
20003	4,355	2005/17 swap fra kroner	28. jan. 2017	60,5
20004	4,4875	2005/17 swap fra kroner	10. feb. 2017	102,1
20005	4,497	2005/17 swap fra kroner	11. aug. 2017	117,6
20006	4,66	2005/17 swap fra kroner	20. okt. 2017	117,6
20007	4,7925	2005/17 swap fra kroner	15. dec. 2017	125,4
20008	4,855	2006/17 swap fra kroner	16. nov. 2017	130,9
20009	5,06	2006/18 swap fra kroner	12. apr. 2018	146,3
20012	5,27	2006/18 swap fra kroner	28. aug. 2018	251,7
20013	4,755	2006/18 swap fra kroner	10. nov. 2018	251,7
20014	4,73875	2007/19 swap fra kroner	10. jan. 2019	283,2
20015	4,671	2007/19 swap fra kroner	26. mar. 2019	283,2
20016	5,1225	2007/19 swap fra kroner	15. jun. 2019	297,5
20017	5,164	2007/19 swap fra kroner	5. sep. 2019	330,6
20018	5,3875	2007/19 swap fra kroner	14. nov. 2019	330,6
20020	5,315	2008/20 swap fra kroner	29. jan. 2020	363,6
20021	3,745	2008/20 swap fra kroner	25. mar. 2020	362,3
20022	3,78	2008/20 swap fra kroner	5. maj 2020	362,3
20023	4,18	2008/20 swap fra kroner	22. jul. 2020	428,5
20024	4,144	2008/20 swap fra kroner	14. okt. 2020	428,5
20028	2,539	2009/21 swap fra kroner	23. jan. 2021	464,2
20029	3,585	2009/21 swap fra kroner	17. mar. 2021	464,2
Gæld i dollar i alt				5.778,3
Udenlandsk gæld i alt				58.985,7

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

2. Det udestående beløb er pr. 31. december 2014 omregnet til kroner efter følgende kurser pr. 30. december 2014:
euro = 744,36, svenske kroner = 78,56 og dollar = 612,14.

Statens porteføljerenteswaps, ultimo 2014

Bilagstabel 7

Udløbsår	Kronerenteswaps	Eurorenteswaps	
	Nettoeksponering i mio. kr.	Nettoeksponering, mio. euro	Nettoeksponering, mio. kr. ¹
2015	1.800	1.500	11.165
2016	10.600	475	3.536
2017	-	175	1.303
2018	-	-	-
2019	-50	500	3.722
2020		-	-
2021	-	-6	-45
Renteswaps i alt	12.350	2.644	19.680

Anm.: Nettoeksponeringen er opgjort som forskellen i hovedstol ml. renteswaps, hvor staten modtager en fast rente, og renteswaps, hvor staten betaler en fast rente. Alle krone-renteswaps er indgået med variable rentebetalinger baseret på Cíbor-renter. Alle euro-renteswaps er indgået med variable rentebetalinger baseret på Euríbor-renter.

1. Omregnet til kroner efter kursen 30. december 2014: euro = 744,36

Rating af den danske statsgæld i indenlandsk valuta

Bilagstabel 8.1

	Moody's	Fitch Ratings	Standard & Poor's
1986, juli	Aa		
1986, august	Aa1		
1986, november	Aaa		
1992, juli			AAA
1995, oktober		AAA	
Aktuel rating	Aaa	AAA	AAA

Anm.: Moody's Investors Service, Fitch Ratings og Standard & Poor's benytter følgende betegnelser:

Moody's: Aaa, Aa, A, Baa, Ba, B, Caa, Ca og C.

For kategorierne Aa til Caa benyttes 1, 2 eller 3 til at angive lidt bedre eller lidt dårligere status indenfor kategorien.

Fitch Ratings: AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C, RD, og D.

For kategorierne AA til B benyttes + eller - til at angive lidt bedre eller lidt dårligere status inden for kategorien.

Standard & Poor's: AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C og D.

For kategorierne AA til CCC benyttes + eller - til at angive lidt bedre eller lidt dårligere status inden for kategorien.

Rating af den danske statsgæld i fremmed valuta

Bilagstabel 8.2

	Moody's	Fitch Ratings	Standard & Poor's
1967, september	Aa		
1981, marts			AAA
1983, januar			AA+
1986, august	Aa1		
1987, marts			AA
1991, oktober			AA+
1994, august		AA+	
1999, august	Aaa		
2001, februar			AAA
2003, november		AAA	
Aktuel rating	Aaa	AAA	AAA

Anm.: Se anmærkning til bilagstabel 8.1.

Genudlån og statsgarantier administreret af Nationalbanken, 2010-14

Bilagstabel 9

Mio. kr.	2010	2011	2012	2013	2014
Genudlån					
DR (Danmarks Radio)	3.578	3.578	3.522	3.322	3.241
Danmarks Skibskredit A/S	10.209	9.573	8.863	7.304	6.748
EKF (Eksport Kredit Fonden)	2.918	5.297	10.453	14.839	16.670
Energinet.dk	5.475	6.475	11.875	12.572	16.319
Femern A/S	500	500	800	1.100	1.550
A/S Femern Landanlæg	-	100	200	400	500
Finansiell Stabilitet A/S	24.545	13.902	13.532	12.862	5.328
Metroselskabet	-	1.750	2.940	5.240	7.090
Nordsøfonden	344	344	-	-	-
Statens Serum Institut	300	387	387	387	387
A/S Storebælt	13.940	13.115	13.365	13.765	15.711
Sund og Bælt Holding A/S	350	350	350	450	400
Udviklingsselskabet By og Havn	9.000	10.050	11.575	11.775	11.775
A/S Øresund	7.012	7.362	8.712	9.762	10.262
Irland	-	-	1.492	2.984	2.977
Island	1.789	3.568	1.485	1.485	-
I alt	79.960	76.351	89.551	98.247	98.959
Garantier					
DR (Danmarks Radio)	916	896	876	856	836
DSB	7.964	7.117	5.889	6.223	5.404
Femern A/S	0	-1	-	-	-
A/S Femern Landanlæg	85	-	-	-	-
A/S Storebælt	14.785	14.403	12.993	11.249	8.905
Sund og Bælt Holding A/S	42	47	31	23	21
A/S Øresund	3.552	3.561	2.556	1.630	515
Øresundsbro Konsortiet	20.223	17.753	18.183	16.425	15.905
I alt	47.566	43.775	40.528	36.406	31.586

Anm.: Opgørelsen af garantier er inklusive garanterede swaps.

