



Danmarks
Nationalbank

Statens låntagning
og gæld



STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD 2008

Tryk: Schultz Grafisk A/S

ISSN: 0902-6681

1398-3873 (online)

Danmarks Nationalbank

Havnegade 5

1093 København K

Telefon: 33 63 63 63

Telefax: 33 63 71 15

www.statsgaeld.dk

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

Henvendelser om statens låntagning og gæld kan sendes til Statsgældsforvaltningen i Danmarks Nationalbank på e-mail: governmentdebt@nationalbanken.dk.

Signaturforklaring

- Nul

0 Mindre end en halv af den anvendte enhed

- Tal kan efter sagens natur ikke forekomme

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

Redaktionen er afsluttet 31. januar 2009.

Indhold

HOVEDPUNKTER FOR STATSGÆLDSPOLITIKKEN	7
---	---

HOVEDPRINCIPPER

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

BERETNINGSKAPITLER

2. UDVIKLINGEN PÅ DE FINANSIELLE MARKEDER	
2.1 Likviditetskrisen	25
2.2 Kreditkrisen	29
2.3 Statspapirmarkedet	30
3. LÅNTAGNING I 2008	
3.1 Renteudvikling	33
3.2 Indenlandsk låntagning	35
3.3 Opkøb	38
3.4 Udenlandsk låntagning	39
3.5 Statens konto	41
3.6 Ejerandele i danske statspapirer	42
3.7 Evaluering af statens transaktioner	42
4. STRATEGI 2009	
4.1 Udstedelsesstrategien de kommende år	45
4.2 Udstedelsesstrategi i 2009	48
5. STATENS GÆLD OG RENTEUDGIFTER	
5.1 Statsgælden er faldet markant de seneste år	51
5.2 Faldende statsgæld har medført lavere renteudgifter	53
5.3 Øvrige opgørelser af offentlig gæld	54

6.	UDSTEDELSE OG HANDEL MED STATSPAPIRER	
6.1	Primary dealer-ordning i danske statspapirer	57
6.2	Udstedelse og opkøb af indenlandske statspapirer i 2008	60
6.3	Market making i 2008	63
6.4	Omsætning i danske statspapirer	66
7.	FORVALTNING AF MIDLERNE I STATENS FONDE	
7.1	Den Sociale Pensionsfond	69
7.2	Højteknologifonden og Forebyggelsesfonden	71
8.	GENUDLÅN OG STATSLIGE LÅNEGARANTIER	
8.1	Formål og rammer	73
8.2	Genudlån	75
8.3	Lånegarantier	77
8.4	Udvikling i genudlån og statslige lånegarantier	78
9.	RISIKOSTYRING I 2009	
9.1	Renterisiko	79
9.2	Valutakursrisiko	83
9.3	Kreditrisiko	83
9.4	Operationel risiko	89

SPECIALKAPITLER

10.	STATSGÆLDSFORVALTNINGERS ROLLE I LYSET AF DEN FINANSIELLE KRISE	
10.1	Krisens betydning for statsgældsforvaltnings rolle	93
10.2	Implikationer for statspapirmarkedet	96
10.3	Ændringer i den danske statsgældsforvaltnings rolle	98
11.	KONSOLIDERET RISIKOSTYRING I STATEN	
11.1	ALM som risikostyringsprincip	103
11.2	Styring af Statsgældsforvaltningens risici i Danmark	105
11.3	Styring af finansielle risici i den offentlige sektor	108
11.4	Statslig ALM i andre lande	109
11.5	Samstyring af risiko mellem staten og Nationalbanken	110

BILAG

	INFORMATION OM STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD	115
	PRINCIPPER FOR STYRING AF KREDITRISIKO PÅ STATENS SWAPS	117

VILKÅR FOR STATENS OG DEN SOCIALE PENSIONS FONDS VÆRDIPAPIRUDLÅNSORDNINGER	119
BILAGSTABELLER	
1. Statsgælden, ultimo 1998-2008	124
2. Renter og afdrag på statens gæld pr. 31. december 2008	126
3. Statens DAU-, netto- og bruttokassesaldo, 1998-2008	128
4. Statens lånoptagelse, 2008	130
5. Statens valutaswaptransaktioner, 2008	132
6. Statslån pr. 31. december 2008	133
7. Statens renteswaps pr. 31. december 2008	139
8. Rating af den danske statsgæld	140
9. Rating af udvalgte landes statsgæld, januar 2009	141
 ORDLISTE OVER FINANSIELLE BEGREBER	 143

Hovedpunkter for statsgældspolitikken

Den internationale finansielle krise har været det gennemgående tema i 2008. På en række områder har krisen påvirket statsgældsområdet. Hovedpunkterne i *Statens låntagning og gæld* er:

- Udsigt til stor global stigning i udbuddet af statslige og statsgaranterede udstedelser som følge af lavere økonomisk vækst og finansielle hjælpepakker
- Danmark er qua den lave statsgæld i en gunstig position sammenlignet med andre lande
- De danske finansielle hjælpepakker finansieres ved træk på statens konto frem for at øge udstedelsen af statsobligationer
- I lyset af den finansielle krise er sigtepunktet for statens udenlandske låntagning øget for at sikre en tilstrækkelig valutareserve
- Krisen har understreget vigtigheden af at have et velfungerende statspapirmarkedet, idet det letter adgangen til kapitalmarkedet og medvirker til at sikre finansiell stabilitet.

STATSGÆLDSPOLITIKKEN I LYSET AF DEN FINANSIELLE KRISE

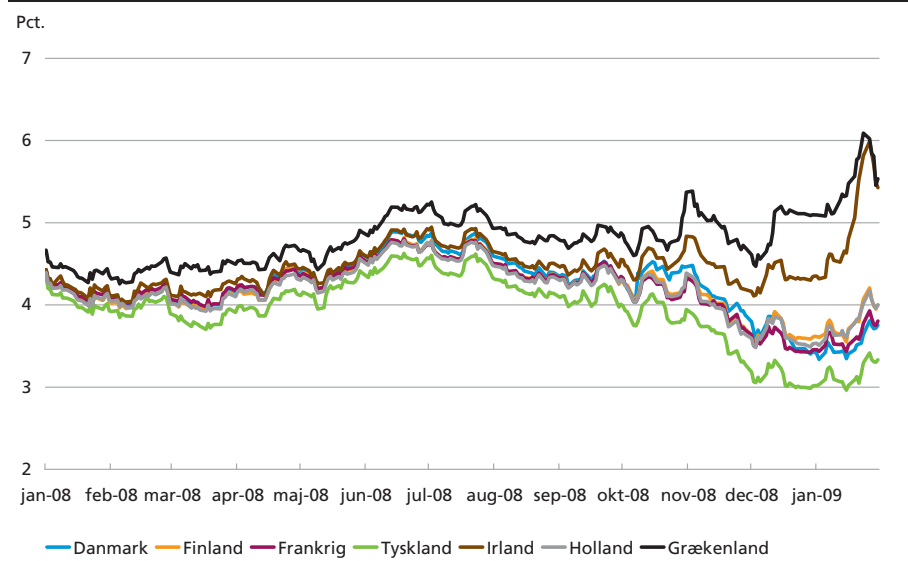
Uroen på de internationale finansielle markeder fortsatte i 2008. Store tab i den finansielle sektor gav anledning til usikkerhed om sundhedstilstanden i den finansielle sektor. Det førte til, at der opstod knaphed på likviditet i de finansielle institutter.

I september eskalerede den finansielle uro og blev til en finansiell krise. De internationale pengemarkeder frøs fast, og bankerne blev meget tilbageholdende i deres kreditgivning. Efterfølgende indførte de offentlige myndigheder i de fleste lande finansielle hjælpepakker. Hensigten var at kickstarte kreditgivningen fra de finansielle institutter for at undgå en kreditklemme.

Udviklingen på de internationale kapitalmarkeder har haft stor betydning for statspapirmarkedet. Den stigende usikkerhed og en voksende risikoaversion blandt investorerne har ført til større efterspørgsel efter sikre aktiver, herunder statspapirer. Det gav i slutningen af året anledning til kraftige fald i statspapirrenterne for hovedparten af landene i euroområdet, jf. figur 1.

10-ÅRIGE STATSPAPIRRENTER

Figur 1



For nogle lande i euroområdet har investorerne større risikoaversion imidlertid medført, at de 10-årige renter steg betydeligt i slutningen af året. Det skal bl.a. ses i lyset af bekymring om udviklingen i disse landes offentlige finanser, hvilket i nogle tilfælde også har ført til lavere kreditvurderinger fra ratingbureauer.

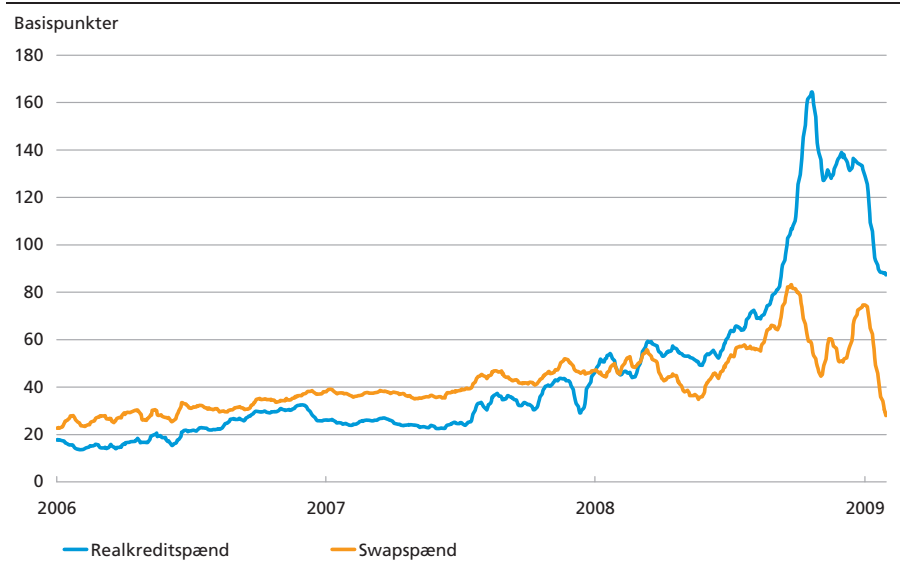
Udviklingen har endvidere været drevet af, at der er udsigt til en massiv stigning i udbuddet af statspapirer og statsgaranterede udstedelser. Det har medvirket til, at investorerne er blevet mere selektive. På den baggrund har flere statsgældsforvaltninger betalt en udstedelsespræmie for at tiltrække investorer. Derudover har flere lande anvendt en mere fleksibel udstedelsesstrategi, hvor der udstedes i statspapirer uden for den primære lånevifte samt anvendt nye låneprogrammer.

EN LAV STATSGÆLD GIVER DANMARK EN GUNSTIG POSITION

I Danmark har den finansielle krise haft væsentlig indflydelse på statsgældspolitikken. Den lave statsgæld og beslutningen om fortsat at udstede statspapirer betyder, at Danmark er i en gunstig position sammenlignet med flere andre lande. Den finansielle krise har vist, at omkostningerne ved at genetablere et statspapirmarked er højere end tidligere antaget. Udstedelse af danske statspapirer i en periode med lave låne-

5-ÅRIGT DANSK SWAP- OG REALKREDITSPÆND

Figur 2



behov har medvirket til, at danske og internationale investorer fortsat efterspørger danske statspapirer. Det har sikret, at udstedelsen af danske statspapirer under den finansielle krise har kunnet foretages uden væsentlige meromkostninger.

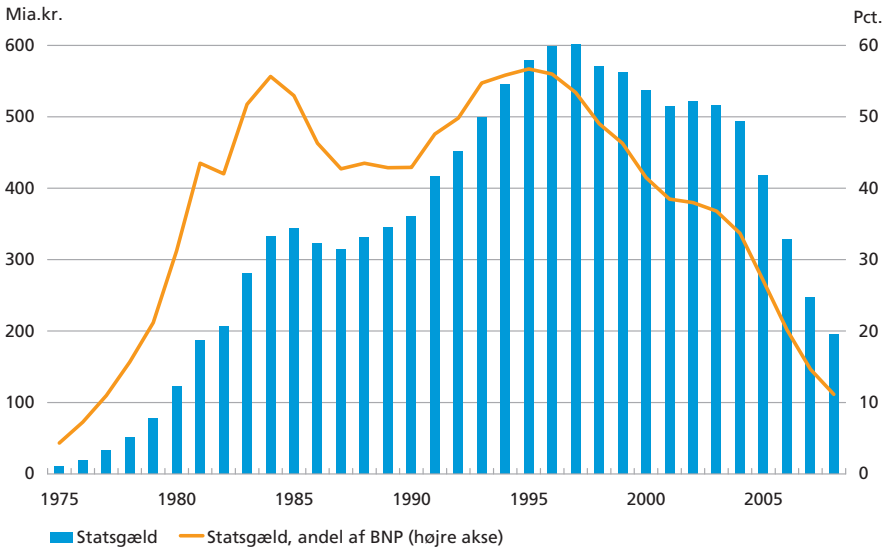
Samtidig har den finansielle krise vist, at statspapirer har en speciel rolle i det finansielle system. Statspapirer benyttes som primær prisreference for den øvrige del af obligationsmarkedet og for afledte finansielle instrumenter og bidrager derved til prisdannelsen på hele det finansielle marked. Det skyldes, at kreditrisikoen på statspapirer er lav og likviditeten høj sammenlignet med andre instrumenter. I perioden med finansiell uro er det statslige rentespænd til renteswaps og realkreditobligationer steget markant, jf. figur 2. Uden statsobligationer ville det være svært at vurdere prisudviklingen på de enkelte markeder. Statspapirer har en unik egenskab som stabil prisreference over en længere periode.

FORTSAT REDUKTION AF STATSGÆLDEN I 2008

I 2008 var statens overskud 52 mia.kr., hvilket svarer til 3 pct. af BNP. Statsgælden er nedbragt kraftigt i de senere år og udgjorde 195 mia.kr. ved udgangen af 2008, svarende til 11 pct. af BNP, jf. figur 3. Målt pr. indbygger er statsgælden nedbragt fra ca. 115.000 kr. i 1997 til ca. 35.000 kr. i 2008.

STATSGÆLDEN

Figur 3

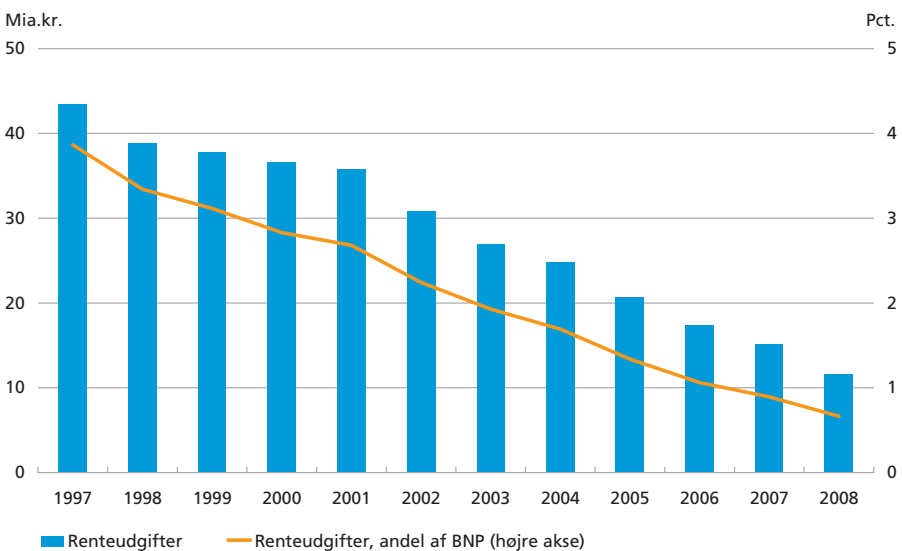


Faldet i statsgælden og lavere markedsrenter har medført, at statens årlige renteudgifter siden 1997 er faldet fra 44 mia.kr. til 12 mia.kr. i 2008, jf. figur 4.

Staten havde et lavt lånebehov i 2008, hvilket gav plads til fleksibilitet i udstedelsespolitikken. På baggrund af den finansielle krise var låntagningen begrænset i de første tre kvartaler. I fjerde kvartal blev en ny 30-årig obligation åbnet som følge af stor efterspørgsel fra pensionssektoren.

STATENS RENTEUDGIFTER

Figur 4



STATSGÆLDEN		Tabel 1
Mia.kr.		Ultimo 2008
Indenlandsk gæld		430
Udenlandsk gæld		133
Statslige fonde		-108
Statens konto i Danmarks Nationalbank		-260
Statsgælden		195
Statslige genudlån		-51
Statsgælden korrigeret for genudlån		144

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

I lyset af den finansielle uro har der været øget fokus på statens udenlandske låntagning. På den baggrund blev der optaget tre udenlandske lån med sluteksponering i euro. Endvidere blev der i 4. kvartal optaget kortfristet udenlandsk låntagning via statens Commercial Paper-programmer.

De ekstraordinære udstedelser betød, at staten ved udgangen af 2008 havde et højt beredskab af likvide midler på statens konto i Danmarks Nationalbank, jf. tabel 1.

Forsikrings- og pensionssektoren har øget ejerandelen af danske statspapirer i 2008, hvilket primært skyldes, at sektoren købte hovedparten af den 30-årige statsobligation. Udlandet har fastholdt deres beholdning af indenlandske statsobligationer på ca. 125 mia.kr. Den udenlandske efterspørgsel efter indenlandske statspapirer understøtter efterspørgslen efter danske kroner og bidrager til lavere renteomkostninger på statsgælden. Både den indenlandske og udenlandske gæld er tildelt den højeste kreditvurdering AAA hos ratingbureauerne Fitch Ratings, Moody's og Standard & Poor's.

FLEKSIBILITET I UDSTEDSESSTRATEGIEN FOR 2009

I 2009 forventes der at være balance på statens finanser, jf. *Budgetoversigt 4*, december 2008. Den finansielle og økonomiske udvikling medfører, at skønnet for statens indenlandske lånebehov i 2009 er mere usikkert end normalt. I 2009 forventes indenlandske udstedelser for 40 mia.kr., hvoraf hovedparten foretages i det nyåbnede 10-årige låneviftepapir, jf. boks 1.

Statens udenlandske gæld er optaget af hensyn til valutareserven. Som udgangspunkt optager staten udenlandske lån, svarende til afdraget på den udenlandske gæld. I lyset af den finansielle uro er det vurderet hensigtsmæssigt at øge statens bidrag til valutareserven.

UDSTEDELSESTRATEGI I 2009	Boks 1
<ul style="list-style-type: none">• Indenlandske udstedelser for ca. 40 mia.kr.• 4 pct. stående lån 2019 opbygges mod det endelige mål for udestående på omkring 50 mia.kr.• Der udstedes fortsat i 4 pct. stående lån 2010• Udestående i 4,5 pct. stående lån 2039 opbygges til et udestående på omkring 90 mia.kr.• Der kan udstedes i de øvrige stående lån• Statens udenlandske låntagning sker som udgangspunkt via optagelse af udenlandske lån med sluteksponering i euro• Der kan købes op i alle statspapirer, dog som udgangspunkt ikke primære låneviftetapirer.	

En lav statsgæld og et højt indestående på statens konto i Danmarks Nationalbank stiller Danmark i en gunstig position sammenlignet med andre lande, da det giver større fleksibilitet i udstedelsespolitikken. Fx vil staten finansiere de finansielle hjælpepakker ved træk på statens konto frem for at øge udstedelsen af statsobligationer.

Hovedprincipper

KAPITEL 1

Hovedprincipper for forvaltningen af statens gæld

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

Målsætningerne 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. Den finansielle krise har medført, at hensynet om at understøtte det indenlandske kapitalmarked og sikre staten adgang til kapitalmarkerne på længere sigt har fået en mere fremtrædende rolle i statsgældspolitikken.

STATSGÆLDSFORVALTNINGENS OPGAVER

1.1

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

- Udstedelse af statspapirer til at dække statens finansieringsbehov.
- Forvaltning af aktiverne i de tre statslige fonde¹, der indgår i statsgælden.
- Opgørelse af statens finansieringsbehov på baggrund af Finansministeriets prognose for statens budget og salg af statspapirer, som sikrer, at der ikke er overtræk på statens konto i Danmarks Nationalbank.²
- Styring af risikoen på statsgældsporteføljen. Risikoen på statens finansielle aktiver og passiver styres samlet.
- Administration af en række selskabers adgang til genudlån og statsgarantier.
- Afvikling og bogføring af transaktioner.
- Etablering af rammer, som sikrer et velfungerende statspapirmarked, fx ved at have aftaler med primary dealere i danske statspapirer om market making.

¹ Den Sociale Pensionsfond, Forebyggelsesfonden og Højteknologifonden.

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

- Information til investorer om statsgældspolitikken og om finansielle og økonomiske forhold.
- Rådgivning til Finansministeriet i spørgsmål vedrørende statens øvrige finansielle risici, fx renterisici i relation til finansieringen af almene boliger.
- Deltagelse i internationalt samarbejde på statsgældsområdet, bl.a. i OECD's Working Party on Government Debt Management og i EU's statsgældsgruppe.
- Rådgivning til andre statsgældsforvaltninger.

MÅLSÆTNING OG STRATEGI

1.2

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

Den finansielle krise har medført, at hensynet om at understøtte det indenlandske kapitalmarked og sikre staten adgang til kapitalmarkerne på længere sigt har fået en mere fremtrædende rolle i statsgældspolitikken, jf. kapitel 10.

Strategien for forvaltningen af statens gæld bliver fastlagt på kvartalsvise møder mellem Finansministeriet og Statsgældsforvaltningen på baggrund af et strategioplæg fra Statsgældsforvaltningen. På møderne giver Finansministeriet bemyndigelse til, at Statsgældsforvaltningen implementerer den aftalte strategi, herunder statens udstedelsesstrategi og risikostyring, jf. boks 1.1.

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

STRATEGI FOR UDSTEDELSER OG RISIKOSTYRING

Boks 1.1

Strategien for udstedelser vedrører statens udstedelsesomfang samt valg af låneinstrumenter og indeholder fx et sigtepunkt for udstedelsesomfanget i statspapirer for det kommende år. Strategien fastlægges bl.a. ud fra markedsforhold og statens forventede lånebehov.

Strategien for risikostyringen vedrører styringen af renterisikoen på den samlede statsgældsportefølje. Årets strategi fastlægges bl.a. på baggrund af kvantitative analyser af renterisikoen i Statsgældsforvaltningens CaR-model.

For at understøtte åbenhed og troværdighed omkring statsgælds- politikken offentliggøres statsgældsstrategien umiddelbart efter stats- gældsmøderne i juni og december. Strategierne evalueres løbende for at opnå den bedst mulige opfyldelse af målsætningerne, og sikre, at den danske statsgældspolitik lever op til internationale standarder formuleret af bl.a. IMF, Verdensbanken og OECD.

PORTEFØLJER UNDER STATSGÆLDSFORVALTNINGEN

1.3

Statsgælden udgøres af indenlandsk og udenlandsk gæld, aktiverne i tre statslige fonde og indeståendet på statens konto i Danmarks Nationalbank:

- Den indenlandske gæld er eksponeret i kroner.
- Den udenlandske gæld er eksponeret i valuta. Hovedparten af den udenlandske gæld er optaget af hensyn til valutareserven og er eksponeret i euro.
- Aktiverne i de tre statslige fonde, der administreres af Statsgældsforvaltningen, er placeret i danske statspapirer og andre børsnoterede obligationer.
- Indeståendet på statens konto i Danmarks Nationalbank forrentes med diskontoen.

Ultimo 2008 udgjorde statsgælden 195 mia.kr., svarende til 11 pct. af BNP, jf. tabel 1.3.1. De statslige genudlån udgør et aktiv i statsgældsporteføljen, men indgår ikke i definitionen af statsgælden. Statsgælden inklusive genudlån udgjorde 144 mia.kr., svarende til 8 pct. af BNP ultimo 2008.

Risikoen på statens aktiver og passiver styres efter et Asset Liability Management princip. Hermed styres risikoen på porteføljens aktiver og passiver samlet, jf. kapitel 11.

STATSGÆLDEN	Tabel 1.3.1
Mia.kr.	Ultimo 2008
Indenlandsk gæld	430
Udenlandsk gæld	133
Statslige fonde	-108
Statens konto i Danmarks Nationalbank	-260
Statsgælden	195
Statslige genudlån	-51
Statsgælden korrigeret for genudlån	144

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

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

NORM FOR INDENLANDSK OG UDENLANDSK LÅNTAGNING

1.4

Regeringen og Danmarks Nationalbank har aftalt en norm for fordelingen og omfanget af statens indenlandske og udenlandske låntagning. Normen består af en indenlandsk og en udenlandsk norm, som tilsammen understøtter adskillelsen af finans- og pengepolitikken. Formuleringen af normen fremgår af "*Aftale om arbejdsfordelingen på statsgældsområdet mellem Danmarks Nationalbank og Finansministeriet*",¹ 13. november 2006.

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

I 2008 medførte den særlige situation på de finansielle markeder, at statens indenlandske låntagning, primært som følge af udstedelser i 4,5 pct. stående lån 2039, lå betydeligt over det indenlandske lånebehov, jf. kapitel 3.

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

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

Ifølge EU-traktatens artikel 101, der forbyder monetær finansiering, må statens konto i Danmarks Nationalbank ikke overtrækkes. Statens låntagning tilrettelægges, så der altid er et passende indestående på statens konto til at opfange udsving i statens ind- og udbetalinger.

¹ Aftalen kan findes på www.statsgaeld.dk under Om statsgæld.

LOV OM BEMYNDIGELSE TIL OPTAGELSE AF STATSLÅN

Boks 1.2

Ifølge grundloven kan statslån kun optages ifølge lov. Lovgrundlaget for statens låntagning findes i "*Lov om bemyndigelse til optagelse af statslån*"¹ af 1993, der bemyndiger finansministeren til at optage lån på vegne af staten inden for et maksimum på 950 mia.kr. Beløbet udgør en øvre grænse for statens indenlandske og udenlandske gæld. Desuden er finansministeren bemyndiget til i den løbende gældsforvaltning at indgå swaftaler og andre finansielle transaktioner. Statens udgifter i forbindelse med låntagningen samt renteudgifter og kurstab ved udstedelse og opkøb optages på de årlige finanslove.

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

ORGANISERING AF STATSGÆLDSFORVALTNINGEN I DANMARK**1.5**

Finansministeren er ved lov bemyndiget til at optage statslån og har det overordnede og politiske ansvar for statens låntagning og gæld, herunder relationerne til Folketinget, jf. boks 1.2. Den daglige forvaltning af statsgælden varetages af Statsgældsforvaltningen på vegne af Finansministeriet. Det sker i overensstemmelse med statsgældsstrategien, der er aftalt med Finansministeriet.

Arbejdsdelingen mellem Statsgældsforvaltningen og Finansministeriet er formuleret i "*Aftale om arbejdsdelingen på statsgældsområdet mellem Danmarks Nationalbank og Finansministeriet*"¹, 13. november 2006. Rammerne for forvaltningen af aktiverne i DSP er fastlagt i "*Reglement vedrørende bestyrelsen af Den Sociale Pensionsfond*"². Statsgældsforvaltningens arbejdsopgaver i relation til forvaltningen af aktiverne i de to øvrige statslige fonde og administrationen af genudlån og statsgarantier er fastlagt i særskilte aftaler.

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

Den interne organisering i Statsgældsforvaltningen afspejler internationale standarder og anbefalinger. Statsgældsforvaltningen er opdelt i front-, middle- og back office, som varetager hver deres funktioner. Funktionsadskillelse og forretningsgange mindsker de operationelle risici og sikrer entydig ansvarsopdeling, hvilket understøtter muligheden for intern kontrol. En veldefineret opdeling af ansvarsområder sikrer endvidere, at opgaver relateret til forvaltning af statsgælden løses uafhængigt af andre opgaver i Danmarks Nationalbank.

¹ Aftalen kan findes på www.statsgaeld.dk under Om statsgæld.

² Reglementet kan findes på www.statsgaeld.dk under Statens fonde.

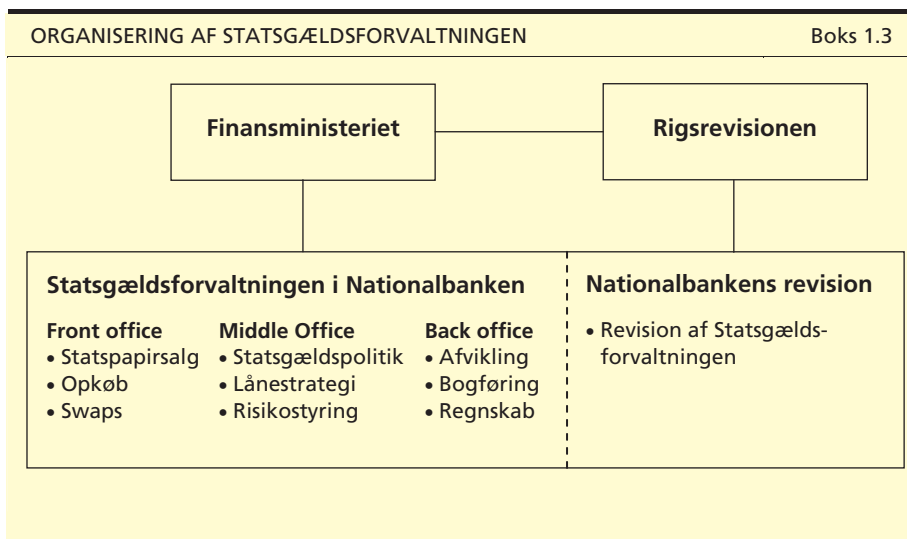
Middle office formulerer de principielle overvejelser om statsgældspolitikken og udarbejder oplæg til lånestrategier og risikostyring til de kvartalsvise statsgældsmøder. Under hensyntagen til aktuelle markedsforhold fastsætter middle office endvidere månedlige retningslinjer for front office med hensyn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

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

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

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

Organiseringen af Statsgældsforvaltningen er opsummeret i boks 1.3.



INFORMATION OM STATSGÆLDEN**1.6**

Det er et vigtigt led i statsgældspolitikken at give markedsdeltagere og offentligheden adgang til information om statens lånestrategier, lånebehov mv. samt mere generel information om rammerne for forvaltningen af statens gæld. Statsgældsforvaltningen har som mål at kommunikere klart og entydigt om strategien for statsgældspolitikken til markedsdeltagerne. Den finansielle og økonomiske usikkerhed betyder, at der kan opstå situationer, der kræver større grad af fleksibilitet. Det stiller højere krav om klar og entydig kommunikation.

Statsgældsforvaltningen anvender DN-nyheder, der er Danmarks Nationalbanks nyhedsservice, som den primære metode til udsendelse af meddelelser vedrørende statsgæld. DN-nyheder sikrer samtidig videredistribution til en række nyhedsbureauer.

Information om statsgæld og Statsgældsforvaltningen findes på Statsgældsforvaltningens websted, www.statsgaeld.dk. Herudover offentliggøres løbende en bred vifte af informationer via andre kilder, jf. boks 1.4.

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

KILDER TIL INFORMATION OM STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD

Boks 1.4

- Danmarks Nationalbanks nyhedsformidling (DN-nyheder)
- Statsgældsforvaltningens websted, www.statsgaeld.dk¹
- Den årlige publikation *Statens låntagning og gæld*
- Den halvårslige strategimeddelelse, *Statsgældspolitikken*
- Finansministeriets budgetoversigter, www.fm.dk
- Danske og internationale handelsplatforme og nyhedsformidlere, fx Bloomberg, ICAP/BrokerTec, MTS, NASDAQ OMX, Reuters, Ritzau mv.
- Eventuelle spørgsmål eller henvendelser kan rettes til e-mail: governmentdebt@nationalbanken.dk.

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

Beretningskapitler

KAPITEL 2

Udviklingen på de finansielle markeder

Udviklingen på de internationale kapitalmarkeder har haft afgørende betydning for statspapirmarkedet i 2008. Uroen på de finansielle markeder begyndte i august 2007, hvor der opstod usikkerhed om låntageres betalingsevne på dele af markedet for amerikanske boliglån (subprime). En bred kreds af investorer blev ramt af tab på strukturerede produkter, der indeholdt subprimelån. På baggrund af usikkerheden omkring hvilke banker, der var eksponeret over for risikoen for tab, blev det vanskeligere og dyrere at hente likviditet på pengemarkederne.

Henover sommeren 2008 blev forholdene på kapitalmarkederne stabiliseret, men der var stadig stor usikkerhed på markederne. Efter Lehman Brothers' konkurs i september 2008 eskalerede den finansielle uro og blev til en finansiell krise. Pengemarkedet frøs fast, og bankerne blev meget tilbageholdende i deres kreditgivning.

Usikkerheden på de finansielle markeder og en voksende risikoaversi- on blandt investorer medførte stigende efterspørgsel efter sikre aktiver, herunder statsobligationer. Det gav anledning til kraftige fald i statspa- pirrenterne, specielt i slutningen af året.

LIKVIDITETSKRISEN

2.1

Uroen på de finansielle markeder begyndte i august 2007, hvor der opstod usikkerhed om kvaliteten af lånene på dele af det amerikanske boligmarked (subprime). Markedet for subprime boliglån i USA var et stort, men afgrænset, finansielt marked. Subprimelån indgik imidlertid i strukturerede finansielle produkter, hvilket betød, at risikoen for tab på subprimelånene var spredt på en bred kreds af investorer, jf. boks 2.1. Det var positivt ud fra et finansielt diversifikationssynspunkt, men det bevirkede også, at markedsdeltagerne ikke havde fuldt overblik over hvem, der var eksponeret mod subprime boliglån.

Samtidig opstod der bekymring for kreditværdigheden blandt store amerikanske finansielle virksomheder, og flere ratingbureauer placerede dem på "negativt outlook". Det fik markedet for Commercial Paper med sikkerhed i aktiver til at falde kraftigt i USA, som følge af at pengemarkedsfonde kun kan handle med aktiver med den højeste kreditvurdering (AAA), jf. figur 2.1.1.

STRUKTUREREDE PRODUKTER

Boks 2.1

Brugen af strukturerede produkter var stigende i perioden op til sommeren 2007.¹ Strukturerede produkter var populære, bl.a. fordi banker kunne reducere deres kapitalkrav ved køb af et struktureret produkt, der bundtede risikofyldte aktiver sammen. Gennem diversifikation var den samlede risiko mindre end risikoen på produktets enkelte elementer. Det betød, at det strukturerede produkt havde en højere kreditværdighed end de enkelte elementer. Efterfølgende er det blevet tydeligt, at risikoen i de strukturerede produkter blev undervurderet af ratingbureauerne og investorerne.

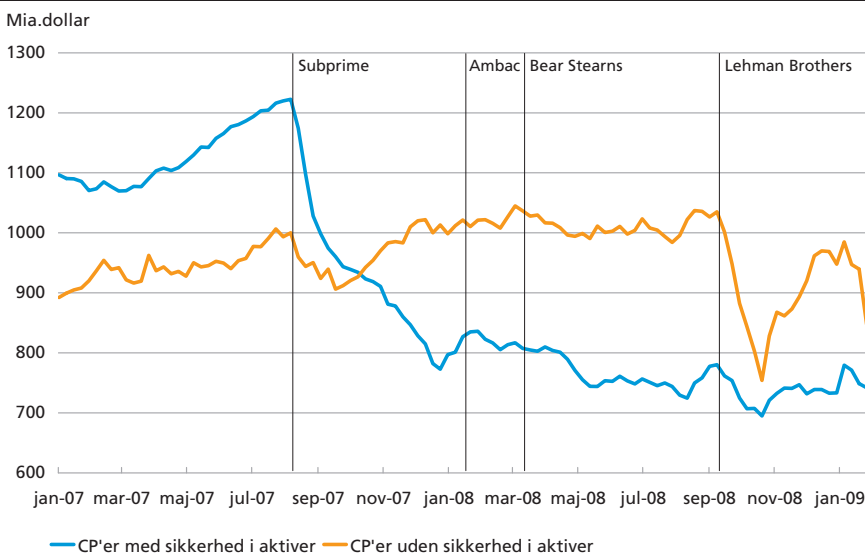
Typisk var de strukturerede produkter kreditvurderet på marginen. For subprime boliglån betød det, at de blev inddelt i klasser med forskellig kreditprioritet, og de enkelte klasser blev herefter solgt separat. Inddelingen af prioritetsklasser var ofte foretaget i samarbejde med et ratingbureau, hvorved hver enkelt klasse netop opnåede en bestemt kreditværdighed. Det betød, at selv små negative ændringer i de underliggende aktiver ville udløse en nedgradering af det strukturerede produkt. Derudover var produktet struktureret således, at klassen med højest prioritet fik den højeste kreditværdighed (AAA), dvs. den samme kreditværdighed som fx USA, Tyskland og Danmark.

¹ Kvartalsoversigt 2007 3. kvartal, Danmarks Nationalbank.

Pengemarkedsfonde var vigtige for det finansielle system, fordi de gav kortsigtet likviditet til virksomheder og finansielle institutioner. I de sidste par år var pengemarkedsfonde desuden centrale långivere af dag til dag likviditet til globale banker. I takt med at bankerne oplevede store tab, blev pengemarkedsfondene mindre villige til at foretage udlån.

UDESTÅENDE I COMMERCIAL PAPER, DOLLAR

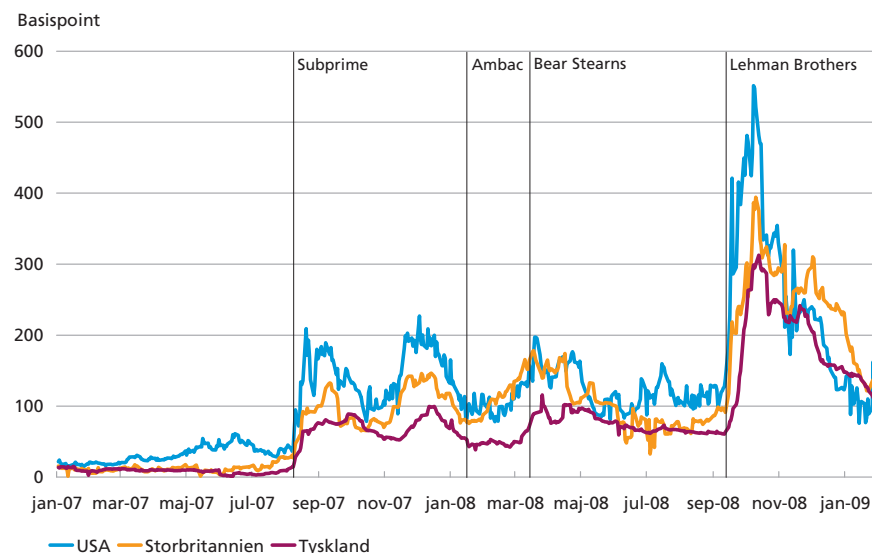
Figur 2.1.1



Kilde: Bloomberg.

PENGEMARKEDSSPÆND

Figur 2.1.2



Anm.: USA: 3-mdr. USD deposit i forhold til skatkammerbeviser. Storbritannien: 3-mdr. Libor i forhold til skatkammerbeviser. Tyskland: 3-mdr. Euribor i forhold til skatkammerbeviser.

Kilde: Bloomberg.

Det medvirkede til at øge låneomkostningerne for bankerne. Ligeledes blev investorerne mere tilbageholdende med at investere i pengemarkedsfonde, idet deres investeringer ikke i samme grad som tidligere ansås for sikre.

Usikkerheden om fordelingen og størrelsen af tab på subprimelån betød, at banker blev tilbageholdne med at stille likviditet til rådighed for andre banker. Det tredoblede spændet mellem usikrede og sikrede pengemarkedsrenter, jf. figur 2.1.2.

I begyndelsen af 2008 opstod der bekymring for nedgraderinger af kreditværdigheden for udstedere af credit default swaps, jf. boks 2.3.

CREDIT DEFAULT SWAPS¹

Boks 2.3

En credit default swap (CDS) kan opfattes som en forsikring, hvor køber er beskyttet mod en modparts fallit eller misligholdelse af betalingsforpligtelser på et referenceaktiv, fx obligationer udstedt af virksomheder eller realkreditinstitutter. Sælger af en CDS modtager en fast betaling (præmie) fra køberen. Beløbet modtages i hele kontraktens løbetid, eller frem til der sker en kredithændelse, hvor sælger skal godtgøre købers tab. Den årlige præmie kaldes CDS-spændet, som afhænger af kreditvurderingen af det underliggende referenceaktiv.

¹ Kvartalsoversigt 2007 3. kvartal, Danmarks Nationalbanks.

Det øgede usikkerheden blandt investorerne væsentligt, da der opstod tvivl om CDS-forsikringen ville være noget værd i tilfælde af en kredit-hændelse. Nedgradering af en af de store udstedere af credit-default-swaps (Ambac) udløste kraftige stigninger i forsikringer mod modparts-risiko, jf. figur 2.1.3.

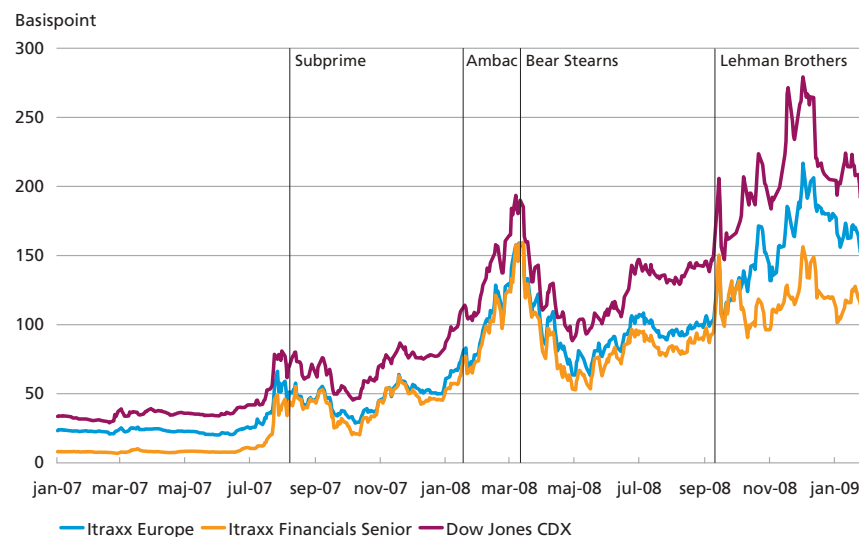
Øget volatilitet i forbindelse med Bear Stearns

I løbet af marts 2008 opstod der usikkerhed om Bear Stearns' tab på subprimelån. Det medvirkede til, at Bear Stearns fik likviditetsproblemer og ikke længere kunne sikre sig den nødvendige finansiering gennem pengemarkedet. De amerikanske myndigheder vurderede, at Bear Stearns' aktiviteter var for sammenkoblede med andre finansielle institutioner, og det derfor ville have negative implikationer for den finansielle stabilitet, hvis den gik konkurs. Derfor stillede Federal Reserve sammen med JPMorgan Chase & Co. i midten af marts likviditet til rådighed, og senere blev Bear Stearns overtaget af JPMorgan Chase & Co.

Kendetegnet for perioden frem til september 2008 var, at krisen overvejende var en likviditetskrise, og tab på pengemarkederne var undgået. Finanskrisen var begrænset til enkelte banker hovedsageligt i USA med enkelte afstikkere til Europa.

CDS-SPÆND

Figur 2.1.3



Anm.: Itraxx Europe, Itraxx Financials Senior og Dow Jones CDX er indeks over CDS-kontrakter på henholdsvis de mest likvide europæiske CDS-kontrakter med minimum BBB-/Baa3 rating, de mest likvide CDS-kontrakter på europæiske finansielle institutioner samt de mest likvide CDS-kontrakter på amerikanske virksomheder.

Kilde: Bloomberg.

KREDITKRISEN

2.2

I september 2008 eskalerede den finansielle uro og blev til en kreditkrise. Krisen blev udløst af yderligere tab i den finansielle sektor, primært relateret til boliglån. På den baggrund valgte de amerikanske myndigheder at overtage kontrollen med de amerikanske realkreditinstitutioner Fannie Mae og Freddie Mac for at begrænse negative konsekvenser på de finansielle markeder. Det satte fokus på andre banker og investeringsbanker, såsom Lehman Brothers, med høj eksponering mod nødlidende aktiver, herunder subprimelån.

I midten af september forsøgte de amerikanske myndigheder at redde Lehman Brothers på samme måde som den tidligere redning af Bear Stearns. Der var dog ingen, der var interesseret i at overtage Lehman Brothers uden en statsgaranti. De amerikanske myndigheder afstod fra at give en statsgaranti, og efterfølgende indgav Lehman Brothers sin konkursbegæring. Det rystede de finansielle markeder, der havde ventet en redning af den kriseramte investeringsbank.

De amerikanske myndigheder vurderede derimod, at forsikrings-selskabet AIG var meget integreret med andre finansielle institutioner, idet selskabet havde været særdeles aktiv i CDS-markedet. Som følge heraf var AIG part i et stort antal kontrakter, og det ville derfor få ødelæggende konsekvenser for det finansielle marked, hvis den gik konkurs. De amerikanske myndigheder valgte derfor at redde AIG ved at tilføre sammenlagt 85 mia.dollar mod at overtage 80 pct. af aktiekapitalen.

Lehman Brothers konkurs skabte en modvillighed i markedet mod at indgå kontrakter med andre af frygt for, at de ville gå konkurs. Konkursen havde således en kraftig negativ indvirkning på de finansielle markeder. Dermed steg priserne på CDS-kontrakter yderligere som følge af, at markedsdeltagere forsøgte at beskytte sig mod modpartsrisiko, jf. figur 2.1.3. Da Lehman Brothers engagementer viste sig at være mere forgrenede end først antaget, har der efterfølgende været en debat af, om en redning af Lehman Brothers kunne have medvirket til at begrænse den efterfølgende kreditkrise.

Efter Lehman Brothers konkurs måtte flere europæiske banker have akutte kapitalindsud som følge af store tab, jf. kapitel 10. I slutningen af september stod det klart, at der ikke kun var tale om en likviditetskrise, som centralbankerne kunne løse ved at stille yderligere likviditet til rådighed, men at der i stigende grad blev stillet spørgsmålstejn ved bankernes solvens. Den højere usikkerhed medførte, at spændet mellem usikrede og sikrede pengemarkedsrenter steg flere hundrede basispoint, jf. figur 2.1.2. Krisen havde ændret karakter, og der var nu tale om en kreditkrise.

STATSPAPIRMARKEDET

2.3

Den internationale finansielle krise havde i begyndelsen primært effekt på de amerikanske markeder, hvor statspapirrenterne faldt kraftigt fra august 2007 til marts 2008, jf. figur 2.3.1. Det skyldtes, at den store usikkerhed fik investorerne til at søge mod sikre aktiver (flight-to-quality), herunder statsobligationer. I forlængelse af den eskalerende krise i september blev det klart, at krisen ville få reeløkonomiske konsekvenser. På baggrund af svagere økonomiske udsigter og pengepolitiske lempelser faldt de korte amerikanske statsrenter til nul i slutningen af 2008.

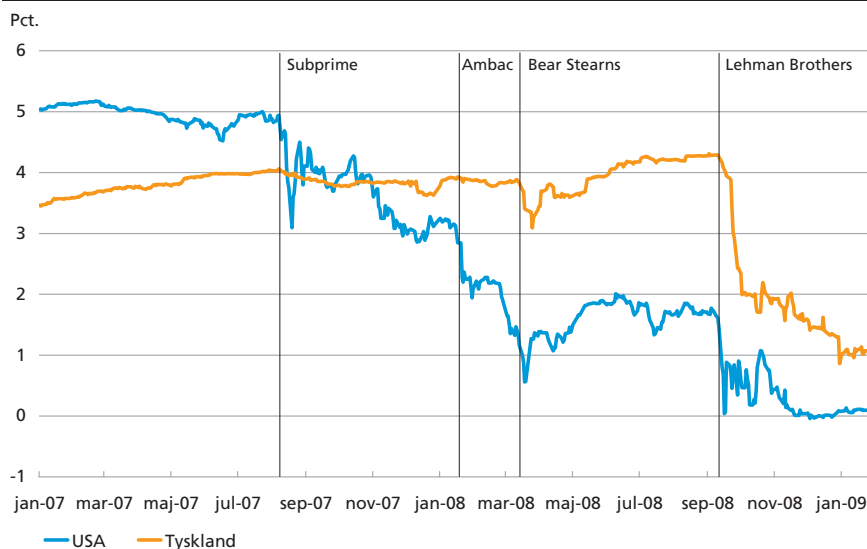
De korte europæiske statsrenter var kun i mindre grad påvirket af den finansielle krise frem til september 2008. Efter Lehman Brothers' konkurs blev investorernes flight-to-quality forstærket, og de korte statsrenter faldt med flere procentpoint i Europa. Ligesom i USA faldt de korte statspapirrenter i flere lande til nul.

Indtil september 2008 var de lange statspapirrenter ikke i samme omfang påvirket af den finansielle uro. Det var først, da krisen blev til en kreditkrise, og der opstod frygt for en generel afmatning af verdensøkonomien samt lavere inflationsforventninger, at de 10-årige statsrenter faldt betydeligt i både USA og Europa, jf. figur 2.3.2.

De faldende renter førte til gunstige lånevilkår for hovedparten af statslige udstedere i starten af 2009. Imidlertid har den globale økonomiske krise ført til stigende statslige lånebehov, jf. kapitel 10. Der er

3-MDRS STATSRENTER

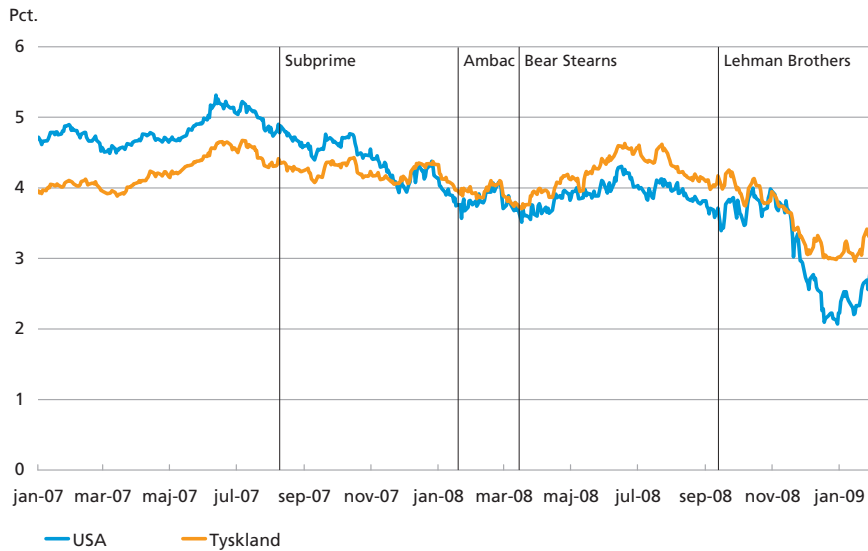
Figur 2.3.1



Anm.: USA: 3-mdr. skatkammerbeviser. Tyskland: 3-mdr. skatkammerbeviser.
Kilde: Bloomberg.

10-ÅRIGE STATSRENTER I USA OG TYSKLAND

Figur 2.3.2

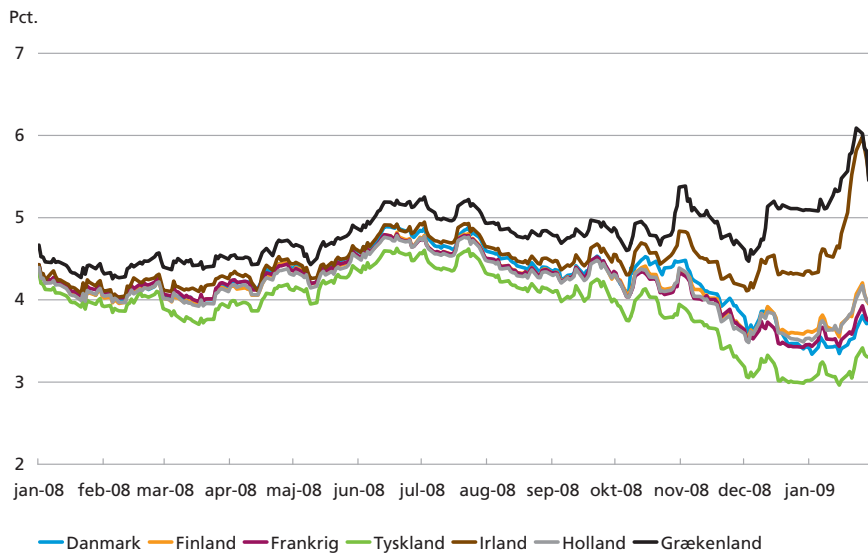


Anm.: Renter er korrigeret for løbetidsforskelle.
Kilde: Bloomberg.

risiko for, at den kraftige stigning i udbuddet af statsobligationer forværrer lånevilkårene for statslige udstedere. Derudover har investorerne revurderet prisen på kreditrisiko, hvilket har betydet, at lande med lave kreditværdighed har fået dårligere lånevilkår, jf. figur 2.3.3.

10-ÅRIGE STATSRENTER I FLERE EU-LANDE

Figur 2.3.3



Anm.: Renter er korrigeret for løbetidsforskelle.
Kilde: Bloomberg.

KAPITEL 3

Låntagning i 2008

I 2008 blev statens overskud 52 mia.kr., svarende til 3 pct. af BNP. Staten havde i 2008 et lavt lånebehov, hvilket gav plads til fleksibilitet i udstedelsespolitikken.

Det danske statspapirmarked var i 2008 præget af den internationale finansielle krise. På den baggrund var låntagningen begrænset i de første tre kvartaler, og den planlagte åbning af en ny 10-årig statsobligation blev udskudt til 2009. Fjerde kvartal var præget af nye statsgældspolitiske tiltag, herunder åbningen af 4,5 pct. stående lån 2039 som følge af stor efterspørgsel fra pensionssektoren. Manglende likviditet på valutawapmarkederne betød, at statens udenlandske afdrag blev finansieret med optag af udenlandske lån.

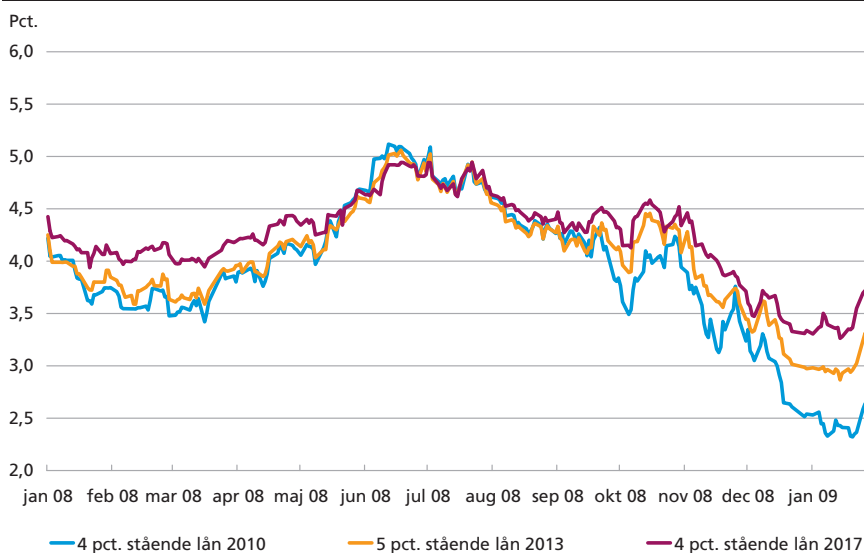
RENTEUDVIKLING

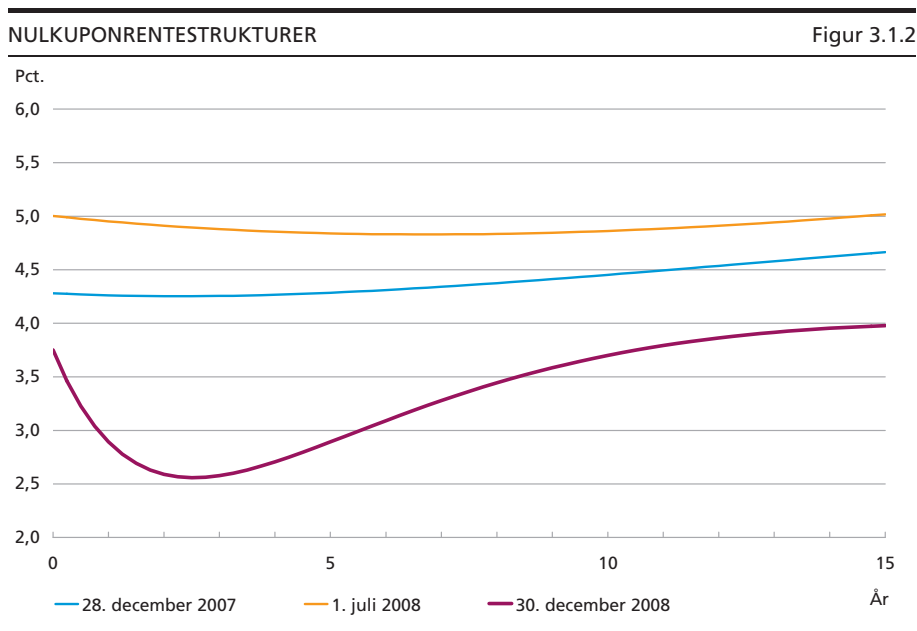
3.1

De internationale obligationsmarkeder var i 2008 væsentligt påvirket af den finansielle uro, hvilket også havde indflydelse på det danske marked for statsobligationer, jf. figur 3.1.1. I 1. kvartal var renteniveauet faldende, hvilket afspejlede udsigten til en svagere international

EFFEKTIVE RENTER PÅ BENCHMARKPAPIRER

Figur 3.1.1





økonomisk udvikling. Stigende råvare- og fødevarerpriser i 2. kvartal førte til inflationsfrygt og et stigende renteniveau. I 2. halvår betød forværrede økonomiske udsigter, aftagende inflationspres samt investorerers tilflugt i statspapirer, at renterne faldt til under niveauet fra begyndelsen af året.

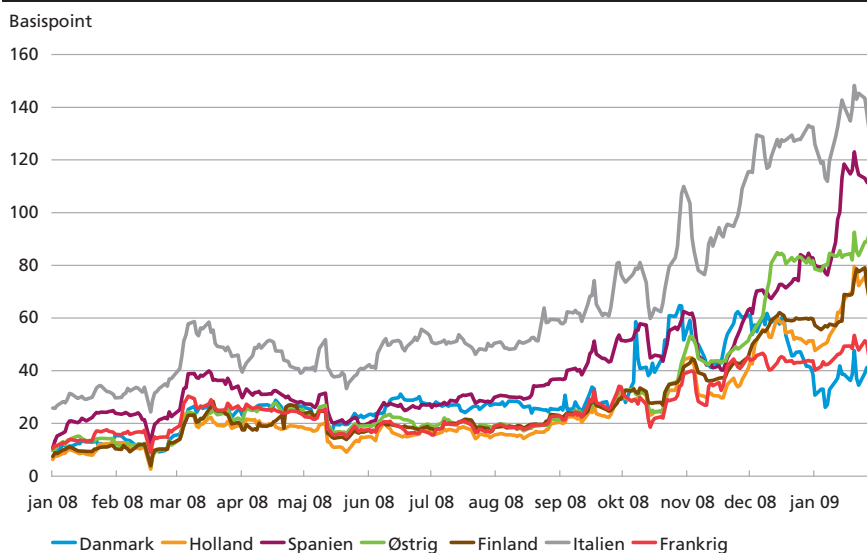
Hældningen på den danske rentekurve var i hovedparten af 2008 flad. I slutningen af året blev kurven inverteret ud til det 2-årige løbetidssegment, hvilket bl.a. afspejler et højt pengepolitisk spænd til euroområdet, jf. figur 3.1.2. Udsigt til svagere økonomisk vækst og forventninger til pengepolitiske rentenedsættelser medførte, at rentefaldet i 2. halvår var størst i det 2-årige løbetidssegment. Dermed blev rentekurven stejlere.

Rentspænd til Tyskland

Usikkerheden på de finansielle markeder førte til stigende volatilitet og tilflugt i de mest sikre aktivklasser. Usikkerheden medførte en generel stor efterspørgsel efter statspapirer. Efterspørgslen var særlig kraftig efter tyske statspapirer, der har en særlig status på grund af høj likviditet og høj kreditværdighed. I lighed med rentespænd i andre lande blev det danske rentespænd til Tyskland udvidet. Udvidelsen var størst i oktober, hvilket bl.a. skal ses i lyset af usikkerhed om de finansielle hjælpepakker til banksektoren og implikationerne for de offentlige finanser. I slutningen af året blev det danske 10-årige rentespænd indsnævret til et niveau under de fleste andre lande i euroområdet, jf. figur 3.1.3.

10-ÅRIGE RENTESPÆND TIL TYSKLAND

Figur 3.1.3



Anm.: Renter er korrigeret for løbetidsforskelle.
Kilde: Bloomberg.

INDENLANDSK LÅNTAGNING

3.2

I 2008 var statens overskud 52 mia.kr., hvilket svarer til 3 pct. af BNP. På baggrund af et lavt lånebehov i 2008 var den overordnede strategi at fokusere udstedelserne i det indenlandske 10-årige løbetidssegment. Afvikling af skatkammerbevisprogrammet var et led i denne strategi, jf. boks 3.1.

STRATEGI FOR 2008¹

Boks 3.1

Udstedelser og likviditet

- Udstedelser i statsobligationer på omkring 30 mia.kr.²
- Skatkammerbevisprogrammet udfases
- Et sigtepunkt for udestående i 4 pct. stående lån 2017 på omkring 50 mia.kr. i 2008
- Der åbnes medio 2008 et nyt 10-årigt papir med udløb i 2019. Papiret opbygges til et endeligt udestående på omkring 50 mia.kr. over to år
- Der udstedes fortsat i 4 pct. stående lån 2010
- I tilfælde af usædvanlige markedsforhold kan der udstedes for mindre beløb i de øvrige stående lån
- Der kan købes op i alle statspapirer, dog ikke primære udstedelsespapirer.

Risikostyring

Renterisikoen styres i 2008 inden for et varighedsbånd på 3,25 år ± 0,5 år.

¹ Statsgældspolitikken 2008, 18. december 2007.

² Nedjusteret til 20 mia.kr. i august, jf. Budgetoversigt 3, august 2008.

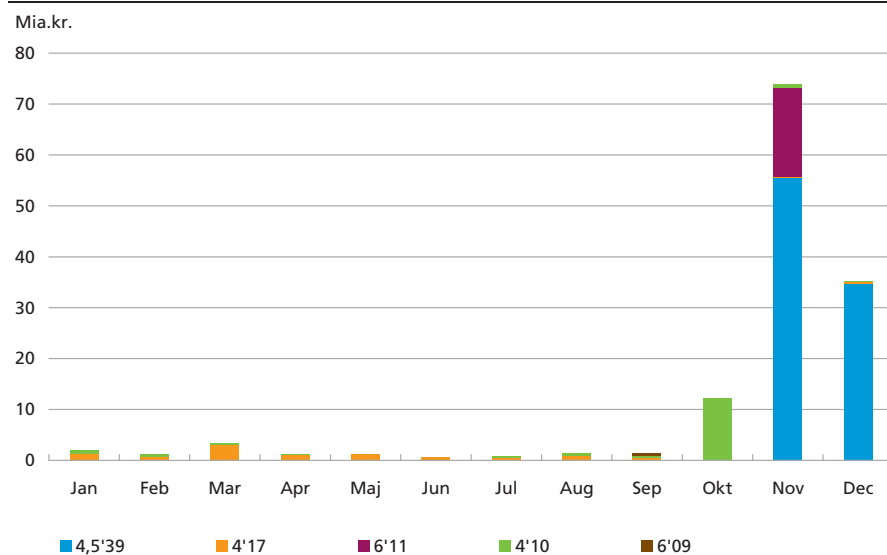
SALG AF STATSOBLIGATIONER TIL MARKEDET I 2008		Tabel 3.2.1
Mio.kr.	Årets salg til kursværdi	Nominelt udestående mængde, ultimo 2008
Staten:		
6 pct. stående lån 2009	439	43.610
4 pct. stående lån 2010	15.624	51.180
4 pct. stående lån 2017	10.703	52.570
4,5 pct. stående lån 2039	90.322	87.600
DSP:		
6 pct. stående lån 2011	17.416	60.500
Udstedelse i alt	134.504	

Salg af indenlandske statsobligationer

Det forventede udstedelsesbehov i 2008 var 30 mia.kr. Lånebehovet blev senere nedjusteret til 20 mia.kr., jf. *Budgetoversigt 3*, august 2008. I 2008 blev der imidlertid solgt statsobligationer for 135 mia.kr. til kursværdi, jf. tabel 3.2.1. Det ekstraordinært høje salg skyldes en række statsgældspolitiske tiltag i 4. kvartal, hvor hovedparten af årets udstedelser fandt sted, jf. figur 3.2.1.

Det var hensigten, at der i løbet af 2008 skulle åbnes en ny 10-årig statsobligation med udløb i 2019. Statsgældsforvaltningen vurderede ud fra tilkendegivelser fra primary dealerne, at investorinteressen efter et 10-årigt statspapir var begrænset. Det lave lånebehov kombineret med et højt indestående på statens konto gav fleksibilitet i forhold til strategien, og åbningen af papiret blev derfor udskudt til begyndelsen af 2009.

SALG AF STATSOBLIGATIONER TIL MARKEDET I 2008 Figur 3.2.1



På baggrund af tilkendegivelser om stor investorinteresse fra forsikrings- og pensionssektoren blev der 11. november åbnet en ny 30-årig statsobligation med kupon på 4,5 pct. og udløb 15. november 2039.

Danske pensionselskaber har lange nominelle forpligtelser i kroner og har derfor en naturlig interesse i lange udstedelser i kroner. Tidligere har pensionselskaber placeret aktiver i lange udenlandske obligationer og anvendt derivatprodukter til risikoafdækningen. Den finansielle uro medførte en større efterspørgsel efter et langt dansk statspapir.

Det lange statspapir er med til at understøtte det indenlandske kapitalmarked og letter statens adgang til kapitalmarkederne på længere sigt, da pensionselskabernes forpligtelser i kroner giver en strukturel efterspørgsel efter danske statsobligationer. Dertil kommer, at den 30-årige udstedelse på kort sigt har bidraget til at understøtte efterspørgslen efter kroner, i den udstrækning pensionselskaber solgte ud af andre europæiske obligationer for at købe det danske statspapir.

Ved åbningsauktionen blev der tildelt papirer for nominelt 29 mia.kr., mens der samlet var bud for 43 mia.kr. Markedsdeltagere indikerede fortsat stor efterspørgsel efter papiret. Derfor blev hovedparten af det efterfølgende salg foretaget via auktioner, jf. tabel 3.2.2.

Målet for det samlede udestående i papiret blev ved åbningen udmeldt til omkring 60 mia.kr. Ved udgangen af november var papiret opbygget til den udmeldte størrelse. På baggrund af fortsat høj efterspørgsel blev det besluttet at hæve sigtepunktet for udeståendet til omkring 90 mia.kr. Ultimo 2008 var det samlede udestående 88 mia.kr. Den 30-årige statsobligation blev prisfastsat med et rentespænd til Tyskland på niveau med sammenlignelige europæiske lande.

UDSTEDELSE I 4,5 PCT. STÅENDE LÅN 2039 I 2008					Tabel 3.2.2	
Dato	Nominelværdi, mio.kr.	Metode	Rente, pct.	Rentespænd til Tyskland, bp	Bid-to-cover	
11. november	29.180	Auktion	4,62	32	1,5	
13. november	30	Tap	4,53	20		
18. november	10.440	Auktion	4,46	29	5,3	
19. november	7.000	Auktion	4,51	29	4,3	
20. november	5.000	Tap	4,42	32		
21. november	4.455	Tap	4,35	32		
28. november	5.205	Tap	4,04	33		
2. december	26.100	Auktion	3,89	32	1,1	
2. december	40	Tap	3,89	32		
3. december	150	Tap	3,69	28		
I alt	87.600					

EJERFORDELING AF 4,5 PCT. STÅENDE LÅN 2039		Tabel 3.2.3
Pct.		Ultimo 2008
Forsikring og pension		89,3
Udland		4,0
Finansielle institutter (MFler)		0,9
Øvrige		5,8

Kilde: Danmarks Nationalbank, Værdipapirstatistik.

Det var primært forsikrings- og pensionssektoren, der købte det 30-årige papir, og ved udgangen af året havde F&P-sektoren en ejerandel på 90 pct., jf. tabel 3.2.3.

Skatkammerbevisprogrammet

Skatkammerbevisprogrammet er nedskaleret over de seneste 3 år, og udstedelserne ophørte i slutningen af 2008. I løbet af året blev der udstedt skatkammerbeviser for 13 mia.kr. til kursværdi, mens der var forfald for 33 mia.kr. Nettofinansieringsbidraget fra skatkammerbevisprogrammet var således -20 mia.kr. i 2008.

I september var der fra markedsdeltagerne tilkendegivelser om mangel på dollarlikviditet og sikre korte pengemarkedsinstrumenter til brug for sikkerhedsstillelse i forbindelse med låntagning i Federal Reserve. På den baggrund blev der afholdt en ekstraordinær auktion over SKBV 2008-II. Ved auktionen blev der solgt for 300 mio.kr. Den begrænsede udstedelse skal ses i lyset af, at der efter offentliggørelsen, men inden afholdelsen af den ekstraordinære skatkammerbevisauktion, blev etableret en swaftale i samarbejde med Federal Reserve. Swaftalen gav danske banker mulighed for at låne dollar direkte gennem Danmarks Nationalbank.

Ekstraordinære udstedelser

Som følge af den tiltagende finansielle uro og for at imødekomme en specifik efterspørgsel i markedet blev der i september ekstraordinært udstedt nominelt 430 mio.kr. i 6 pct. stående lån 2009 samt nominelt 12 mia.kr. i 4 pct. stående lån 2010 i oktober. Af samme årsag blev der i november solgt nominelt 16,5 mia.kr. i 6 pct. stående lån 2011 fra Den Sociale Pensionsfonds portefølje.

OPKØB

3.3

Opkøb af statspapirer fra markedet foretages primært som følge af placeringsbehov fra de statslige fonde og for at udjævne den indenlandske afdragsprofil.

STATENS OPKØB OG FONDENES NETTOOPKØB I 2008						Tabel 3.3.1
Mio.kr., kursværdi	Staten	DSP	Finansieringsfonden	Forebyggelsesfonden	Højteknologifonden	I alt opkøbt fra markedet
4 pct. stående lån 2008.....	5.435	-2.523	-	-111	629	3.431
Udløb i 2008 i alt	5.435	-2.523	-	-111	629	3.431
6 pct. stående lån 2009.....	19.199	-18.549	-676	25	-1	-1
6 pct. stående lån 2011	-	-977 ¹	-97	26	1.132	85
5 pct. stående lån 2013	-	993	-565	26	493	947
4 pct. stående lån 2015.....	303	2.701	-99	24	1057	3.987
4 pct. serielån 2017.....	1	-	-	-	-	1
7 pct. stående lån 2024	-	7.177	-	-	-	7.177
Udløb efter 2008	19.503	-8.654	-1.437	102	2.681	12.195
Statspapirer i alt.....	24.937	-11.177	-1.437	-9	3.311	15.626

Anm.: Negativt fortegn betyder nettosalg.

¹ Salg af 6 pct. stående lån 2011 for 17.416 mio.kr. til kursværdi fra DSPs portefølje til markedet er ikke inkluderet.

I marts 2008 medførte likviditetskrisen, at en markedsdeltager henvendte sig til Statsgældsforvaltningen for at afhænde en større position i 7 pct. stående lån 2024. Statsgældsforvaltningen besluttede at opkøbe papirerne, idet de alternativt ville være solgt i markedet, og dermed have haft væsentlig indflydelse på prisfastsættelsen af danske statspapirer.

Staten og de statslige fonde opkøbte i 2008 samlet for 12 mia.kr. fra markedet til kursværdi i indenlandske statspapirer med udløb efter 2008, jf. tabel 3.3.1.

UDENLANDSK LÅNTAGNING

3.4

Staten optager udenlandske lån af hensyn til valutareserven. Den udenlandske norm indebærer, at staten som udgangspunkt optager udenlandske lån svarende til de udenlandske afdrag. Dermed fastholdes statens bidrag til valutareserven. I 2008 blev der optaget udenlandske lån (eksklusive CP'er) for 23 mia.kr. Det svarede stort set til afdraget på den udenlandske gæld på 22 mia.kr.

I de seneste år har strategien for den udenlandske låntagning været at indgå valutaswaps mellem kroner og euro, jf. *Statens låntagning og gæld 2007*. Den finansielle krise har imidlertid betydet, at likviditeten i valutaswapmarkedet var utilstrækkelig til at gennemføre denne strategi i 2008. På den baggrund blev strategien ændret i september, hvorved udenlandske forfald i stedet blev finansieret gennem udstedelse af udenlandske lån med sluteksponering i euro. I den forbindelse blev statens EMTN-program opdateret.

UDENLANDSKE LÅN EKSKLUSIVE CP I 2008				Tabel 3.4.1
Mia.kr.	Salg	Handelsdag	Udløb	Spænd til 6-mdr. euribor
3-årigt dollarlån	8,2	7. okt.	15. nov. 2011	-78 basispoint
Ekstra dollarudstedelse	5,9	19. nov.	15. nov. 2011	-38 basispoint
3-årigt eurolån	9,3	20. nov.	28. nov. 2011	-15 basispoint
I alt	23,4			

I oktober udstedte staten et 3-årigt syndikeret dollarlån på 1,5 mia.dollar (8,2 mia.kr.), der efterfølgende blev swappet til euro, jf. tabel 3.4.1. Lånet blev udstedt i dollar kombineret med valutaswaps som følge af væsentlige besparelser i forhold til direkte udstedelse i euro. Statens sluteksponering er en fast 3-årig eurorente på 3,46 pct.

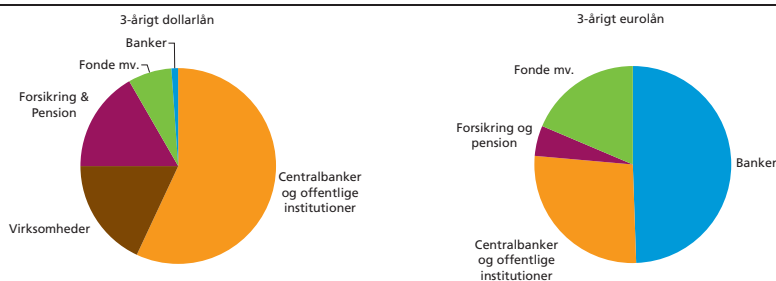
Efterfølgende blev der ved en såkaldt private placement transaktion til én investor udstedt for 1 mia.dollar (5,9 mia.kr.) ekstra i det eksisterende dollarlån med en variabel rente, svarende til 6-måneders euribor minus 38 basispoint. I november udstedte staten et syndikeret 3-årigt eurolån på 1,25 mia.euro (9,3 mia.kr.) med en fast rente på 3,20 pct.

Optagelsen af flere udenlandske lån i 2008 afspejler ændrede markedsf forhold. Størrelser på syndikerede lån er generelt blevet mindre som følge af den finansielle uro. Derudover var antallet af investorer væsentligt mindre end ved tidligere års udstedelser. Det var imidlertid stadig muligt at opnå en rimelig spredning af investortyper på de udenlandske udstedelser, dog domineret af banker og centralbanker, jf. figur 3.4.1.

CP-programmerne

Staten har to Commercial Paper-programmer (CP-programmer) til kortfristet låntagning på de internationale pengemarkeder. De to programmer er rettet mod henholdsvis det europæiske marked (ECP-programmet) og det amerikanske marked (USCP-programmet). Under USCP-programmet kan der kun udstedes i dollar, mens det under ECP-programmet er muligt at udstede i flere valutaer, herunder dollar og

INVESTORFORDELING PÅ USD-LÅN OG EURO-LÅN OPTAGET I 2008, PCT. Figur 3.4.1



euro. USCP-programmet har et maksimalt udestående på 6 mia.dollar, mens det maksimale udestående i ECP-programmet i november blev hævet fra 6 mia.dollar til 12 mia.dollar.

Formålet med CP-programmerne er at have et likviditetsberedskab til hurtig tilpasning af niveauet for valutareserven eller statens konto. I forbindelse med indgåelse af CP'er i dollar indgår staten samtidig valutaterminsforretninger til euro med Danmarks Nationalbank.

Fra oktober blev statens to CP-programmer anvendt i den udenlandske låntagning af hensyn til valutareserven. Udstedelsen foregik primært under ECP-programmet, hvor interessen fra investorerne var størst. Markedsvædien af det samlede udestående under statens to CP-programmer var ultimo 2008 på 56 mia.kr.

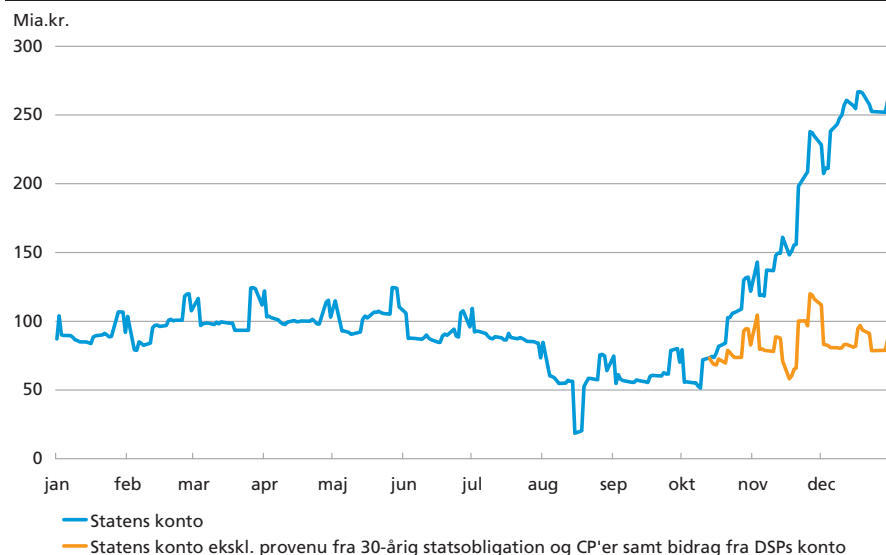
STATENS KONTO

3.5

Staten holder likvide midler på en konto i Danmarks Nationalbank. I de senere år er indestændet på statens konto vokset, hvilket afspejler, at statens udstedelser har oversteget lånebehovet. Det skal ses i lyset af Statsgældsforvaltningens strategi om at fastholde et likvidt statspapirmarked i en periode med lave statslige lånebehov. Indestående på statens konto steg markant i slutningen af 2008, jf. figur 3.5.1. Det skyldes primært udstedelser i den 30-årige statsobligation samt udenlandsk låntagning. Derudover blev DSPs køb af rentetilpasningsobligationer for 26 mia.kr. først afregnet primo 2009.

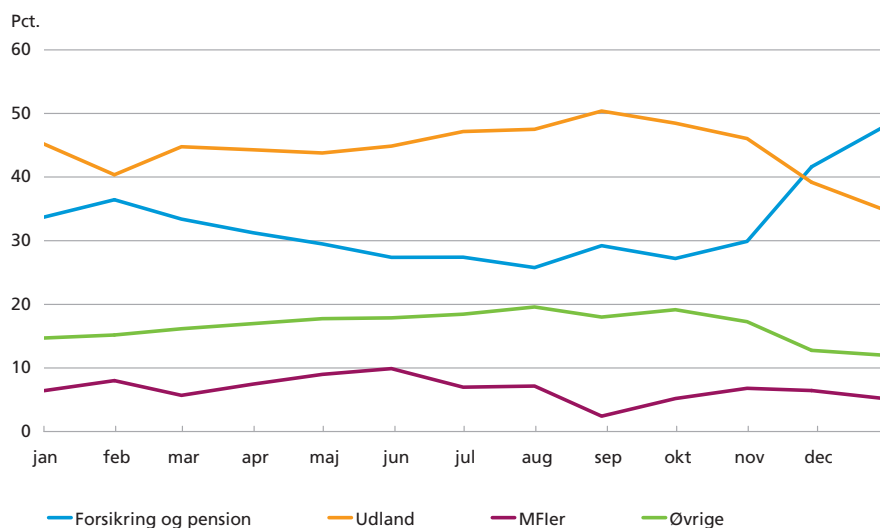
STATENS KONTO 2008

Figur 3.5.1



EJERANDELE I INDENLANDSKE STATSPAPIRER 2008

Figur 3.6.1



Anm.: Korrigeret for de statslige fondes beholdninger af statsobligationer.
Kilde: Danmarks Nationalbank, Værdipapirstatistik.

EJERANDELE I DANSKE STATSPAPIRER

3.6

I slutningen af 2008 faldt udlandets ejerandel af indenlandske statspapirer, jf. figur 3.6.1. Det skyldes primært, at skatkammerbevisprogrammet blev udfaset og en ny 30-årig statsobligation blev åbnet. Udenlandske investorer havde en høj ejerandel af skatkammerbeviser, og 4,5 pct. stående lån 2039 blev primært aftaget af den danske pensionssektor, jf. tabel 3.2.3. På den baggrund steg pensionssektorens ejerandel i slutningen af året til ca. 50 pct. Udlandet har dog fastholdt deres absolutte beholdning af indenlandske statsobligationer i 2008 på ca. 125 mia.kr.

EVALUERING AF STATENS TRANSAKTIONER

3.7

I 2006 blev en systematisk ramme for kvantitativ evaluering af statens transaktioner indført, jf. *Statens låntagning og gæld 2006*. Formålet er at vurdere timingen af statens transaktioner inden for året. Transaktionerne sammenlignes med en reference, hvor transaktionerne i hver måned spredes jævnt ud på alle handelsdage i måneden.

Når de faktiske transaktioner sammenlignes med referencen, er det muligt at vurdere om staten har udstedt og opkøbt på hensigtsmæssige dage. Evalueringen for 2008 viser, at værdien af de gennemførte trans-

EVALUERING AF UDSTEDELSER OG OPKØB ¹			Tabel 3.7.1
Mio.kr	Mængde	Gennemsnitligt spænd til benchmark (basispoint)	Værdi af spændet
Tapudstedelser	10.165	-5,1	27,8
Opkøb.....	11.444	4,7	31,9
Ombytningsauktion, udstedelser	4.582	6,1	-6,0
Ombytningsauktion, opkøb.....	4.156	4,5	
I alt			53,7

¹ Eksklusive 4,5 pct. stående lån 2039 samt de ekstraordinære udstedelser, jf. afsnit 3.2.

aktioner sammenlignet med referencen har været 54 mio.kr., jf. tabel 3.7.1. Evalueringen omfatter ikke udstedelse i den 30-årige statsobligation eller de ekstraordinære udstedelser i 4. kvartal, jf. afsnit 3.2.

KAPITEL 4

Strategi 2009

I 2009 forventes indenlandske udstedelser for 40 mia.kr., hvoraf hovedparten foretages i det 10-årige låneviftepapir, 4 pct. stående lån 2019, der blev åbnet i januar. Papiret opbygges over en 2-årig periode mod det endelige mål for udestående på omkring 50 mia.kr.

Statens udenlandske gæld er optaget af hensyn til valutareserven. Som udgangspunkt optager staten udenlandske lån, svarende til afdraget på den udenlandske gæld. Som led i statens udenlandske låntagning blev der i januar 2009 optaget et syndikeret 3-årigt lån på 3 mia.dollar (16 mia.kr.), der efterfølgende blev swappet til euro. I lyset af den finansielle uro øges statens bidrag til valutareserven.

Statsgældsforvaltningen lægger vægt på, at kommunikationen om statens låntagning er entydig og transparent. Den fortsatte finansielle og økonomiske usikkerhed betyder imidlertid, at der kan opstå situationer, som kræver fleksibilitet i udstedelsespolitikken.

UDSTEDELSESTRATEGIEN DE KOMMENDE ÅR

4.1

De seneste år er statsgælden nedbragt væsentligt fra 600 mia.kr. ved udgangen af 1997 til 195 mia.kr. ved udgangen af 2008, svarende til et fald fra 53 pct. af BNP til 11 pct. af BNP.

Gældsnedbringelsen afspejler statslige overskud stort set hvert år siden 1997. Særligt i de seneste fire år har en række forhold trukket i positiv retning, bl.a. en stærk konjunktursituation og høje indtægter fra energiudvinding i Nordsøen, jf. figur 4.1.1.

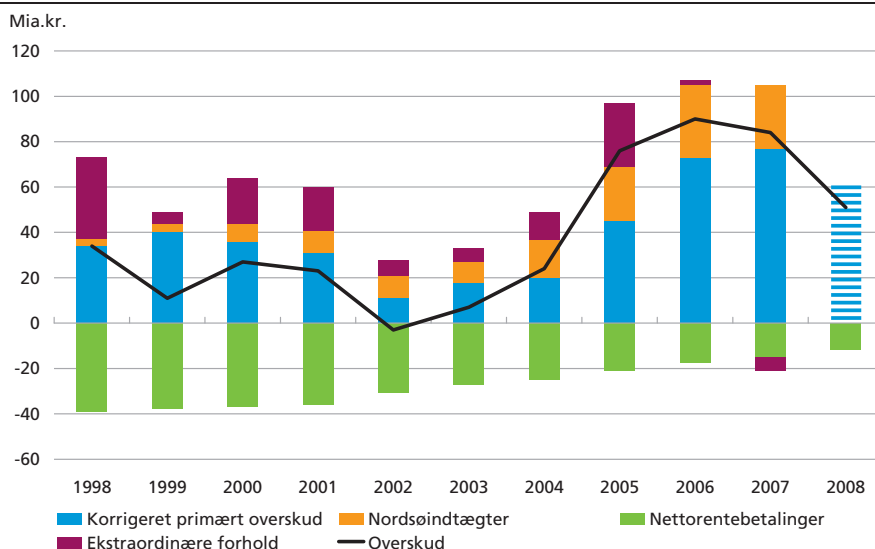
I 2009 forventes balance på statens finanser, og i 2010 er der udsigt til et mindre underskud, jf. *Budgetoversigt 4*, december 2008. Udviklingen på de offentlige finanser skal ses i sammenhæng med vigende konjunkturer samt lavere forventede indtægter fra pensionsafkastskat og energiudvinding fra Nordsøen. I takt med normaliseringen af konjunkturerne ventes der omtrent balance på statens budget frem mod 2015, jf. *Danmarks Konvergensprogram 2008*, december 2008.

Fortsat fokus på udstedelser i det 10-årige løbetidssegment

Strategien for statsgældspolitikken har i de senere år været fokuseret på opbygning af likvide papirer i det 10-årige løbetidssegment. Koncentra-

DEKOMPONERING AF STATENS OVERSKUD

Figur 4.1.1



Anm.: Overskud opgjort som statens nettokassesaldo. I det korrigerede overskud er fraregnet Nordsøindtægter, ekstraordinære forhold og nettorentbetalinger. For 2008 er alene overskud og nettorentbetalinger opgjort.

Kilde: *Budgetoversigt 4*, december 2008 og *Statsregnskabet*.

tionen af udstedelserne har i en periode med store statslige overskud og lave lånebehov bidraget til at sikre fortsat likviditet i de primære låneviftepapirer.

Det er hensigten, at hovedparten af statens indenlandske udstedelser de kommende år fortsat koncentrerer sig i 10-årige statsobligationer. Udstedelsesstrategien er at åbne et nyt 10-årigt statspapir ca. hvert andet år, der opbygges til et endeligt udestående på omkring 50 mia.kr., jf. *Statens låntagning og gæld 2007*. Valget af det 10-årige løbetidssegment afspejler, at det internationalt anses som det vigtigste. Endvidere har markedsdeltagere udtrykt et ønske om et likvidt 10-årigt punkt på statskurven.

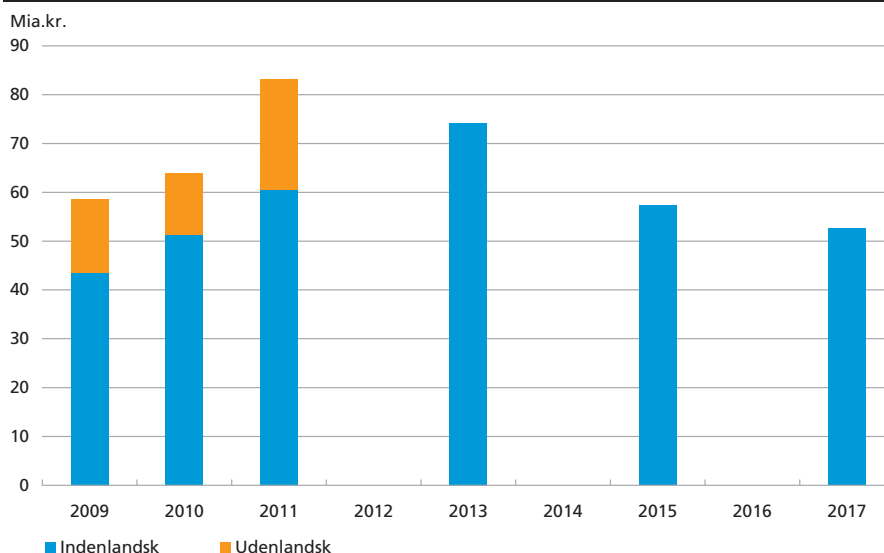
Mulighed for opbygning af kortere statspapirer

En svagere udvikling på statens finanser end ventet kan medføre, at udstedelsesstrategien med opbygning af 10-årige obligationsserier skal tilpasses et større lånebehov. Såfremt lånebehovet har et tilstrækkeligt omfang, er det hensigten at opbygge et kortere papir, der er rettet mod at udfylde "huller" i statens afdragsprofil. Eksempelvis kan der udstedes statspapirer med forfald i 2012, 2014 eller 2016, jf. figur 4.1.2.

Opbygning af kortere statspapirer kan bidrage til at udjævne statens afdragsprofil og dermed understøtte en stabil udstedelsespolitik og

STATENS FORFALDSPROFIL 2009-2017

Figur 4.1.2



Anm. Afdragsprofil ultimo 2008 eksklusive valutaswaps. Derudover er der indenlandske forfald på 24 mia.kr. i 2024 og 88 mia.kr. i 2039. Endvidere er der optaget et udenlandsk lån på 16 mia.kr. i januar 2009 med forfald i 2012 samt indenlandske forfald i 2019 som følge af det nye 10-årige papir.

nedbringe statens refinansieringsrisiko. Endvidere bidrager udstedelser i et kortere papir til likviditet og en effektiv prisdannelse i den korte ende af rentekurven. Den finansielle turbulens har tydeliggjort betydningen af et sikkert kort aktiv for de finansielle markeder, jf. kapitel 10.

30-årige obligationer som instrument i pensionskassers risikostyring

Statsgældsforvaltningen åbnede i 2008 en 30-årig statsobligation, jf. kapitel 3. Dermed fik specielt pensionskasser mulighed for at afdække deres langsigtede forpligtigelser i kroner med et indenlandsk statspapir.

Efterspørgslen i 2008 har vist, at der er stor interesse for et langt dansk statspapir i markedet. I takt med at papiret løbetidsforkortes kan der med tiden gives mulighed for at ombytte papiret til et nyt 30-årigt papir. Dermed vil papiret fortsat kunne anvendes i pensionskassernes risikostyring. Ombytningerne vil blive foretaget i det omfang, de kan gennemføres til fair markedspriser ud fra en samlet statsgældspolitisk vurdering.

Statens konto

Indestående på statens konto er, primært som følge af provenuet fra de 30-årige udstedelser, steget markant. Et højt indestående på statens konto stiller den danske stat i en gunstig position, da det giver større fleksibilitet i udstedelsespolitikken. Fx vil staten finansiere Kreditpakken til dan-

ske penge- og realkreditinstitutter ved træk på statens konto frem for at øge udstedelsen af statsobligationer. Kreditpakken er nærmere beskrevet i kapitel 10.

UDSTEDELSESTRATEGI I 2009

4.2

Statsgældsforvaltningen lægger vægt på, at kommunikationen om statens låntagning er entydig og transparent. Som følge af en fortsat høj usikkerhed på de finansielle markeder kan der i 2009 imidlertid opstå situationer, som kræver fleksibilitet i udstedelsesstrategien. Den fremlagte strategi for 2009 skal derfor ses i lyset af de usikre finansielle markedsforhold.

Indenlandsk låntagning

Den finansielle og økonomiske udvikling medfører, at skønnet for statens indenlandske lånebehov i 2009 er mere usikkert end normalt. Det skyldes blandt andet, at Danmark har stærke automatiske stabilisatorer, jf. *IMF Country Report*, december 2008. Under en afmatning vil højere arbejdsløshed øge udgifterne til arbejdsløshedsunderstøttelse og konstanthjælp, og skatte- og afgiftsprovenuet vil falde. Endvidere er en betydelig del af de offentlige indtægtsposter meget følsomme over for ændringer i olieprisen og bevægelser på de finansielle markeder.

I 2009 forventes indenlandske udstedelser for 40 mia.kr. De primære låneviftepapirer i 2009 udgøres af papirer i det 2-, 10- og 30-årige løbetidssegment, jf. tabel 4.2.1. Derudover kan der udstedes for mindre beløb i de øvrige stående lån. Sigtepunkterne for de primære låneviftepapirer i 2009 er:

- Hovedparten af de indenlandske udstedelser dækkes ved salg i det nye 10-årige låneviftepapir, 4 pct. stående lån 2019, der blev åbnet 20. januar 2009. Obligationen opbygges over en 2-årig periode mod det endelige mål for udestående på omkring 50 mia.kr.
- Fortsat udstedelse i 4 pct. stående lån 2010.
- Udestående i 4,5 pct. stående lån 2039 opbygges til et udestående på omkring 90 mia.kr.

PRIMÆRE LÅNEVIFTEPAPIRER, 2009

Tabel 4.2.1

Lån	Løbetidssegment	Termin/Udløb
4 pct. stående lån 2010	2 år	15. november
4 pct. stående lån 2019	10 år	15. november
4,5 pct. stående lån 2039	30 år	15. november

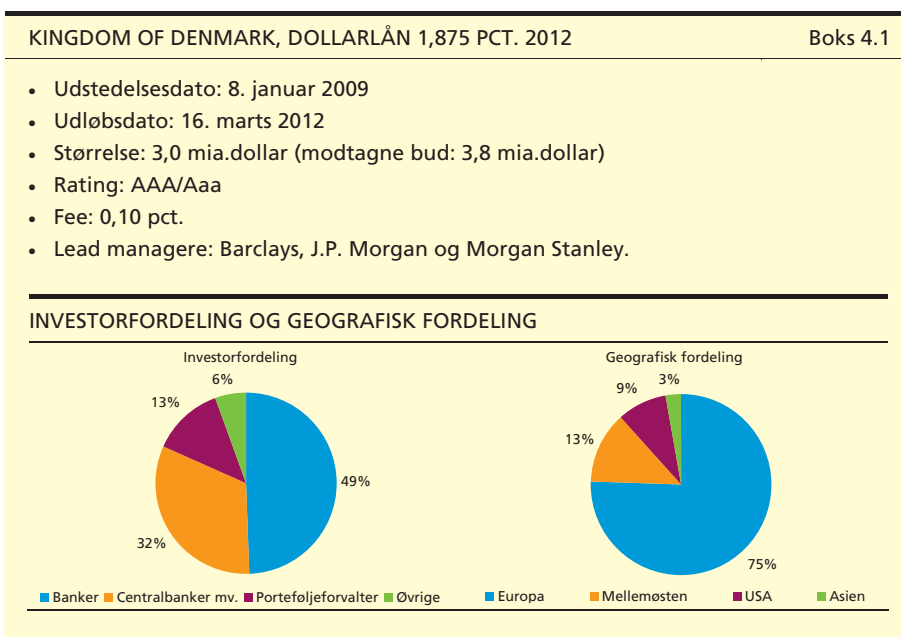
Udenlandsk låntagning

Statens udenlandske gæld er optaget af hensyn til valutareserven. Udgangspunktet for optagelsen af udenlandske lån i 2009 var ca. 20 mia.kr., svarende til afdraget på den udenlandske gæld, jf. *Statsgældspolitikken 2009*, december 2008. I lyset af den finansielle uro er det vurderet hensigtsmæssigt at øge statens bidrag til valutareserven. På den baggrund har Statsgældsforvaltningen forhøjet sigtepunktet for den udenlandske låntagning i 2009.

Den udenlandske låntagning i 2009 foretages som udgangspunkt via optagelse af udenlandske lån med sluteksponering i euro. Når staten udsteder udenlandske lån, sammenlignes låneomkostningerne bl.a. med tilsvarende tyske udstedelser og udstedelser fra en "peer"-gruppe af andre højtratede stater, fx Finland, Holland og Østrig. Udstedelse i en anden valuta end euro kombineret med valutaswaps til euro kan gennemføres, hvis markedsforholdene gør det væsentligt mere attraktivt end udstedelse direkte i euro.

Der udstedes endvidere i statens to udenlandske Commercial Paper-programmer for at sikre staten adgang til kort udenlandsk låntagning. Hvis likviditeten i valutaswapmarkedet mellem kroner og euro forbedres, vil der også kunne anvendes valutaswaps som led i statens udenlandske låntagning.

Staten optog 8. januar 2009 et syndikeret 3-årigt lån på 3 mia.dollar (16 mia.kr.), der efterfølgende blev swappet til euro, jf. boks 4.1. Slut-



STRATEGI FOR UDSTEDELSER OG LIKVIDITET I 2009	Boks 4.2
<ul style="list-style-type: none"> • Indenlandske udstedelser for ca. 40 mia.kr. • 4 pct. stående lån 2019 opbygges mod det endelige mål for udestående på omkring 50 mia.kr. • Der udstedes fortsat i 4 pct. stående lån 2010 • Udestående i 4,5 pct. stående lån 2039 opbygges til et udestående på omkring 90 mia.kr. • Der kan udstedes i de øvrige stående lån • Statens udenlandske låntagning sker som udgangspunkt via optagelse af udenlandske lån med sluteksponering i euro • Der kan købes op i alle statspapirer, dog som udgangspunkt ikke primære låneviftepapirer. 	

eksponeringen for staten var en fast rente på 2,85 pct., hvilket var på niveau med den europæiske swapkurve og omkring niveauet for "peer"-gruppen. Der blev indhentet bud fra en bred gruppe af investorer.

Opkøb

Der kan købes op i alle statspapirer, dog som udgangspunkt ikke i primære låneviftepapirer. Fremadrettet vil Statsgældsforvaltningen fortsat anvende opkøb i det omfang, at de kan foretages til fair markedspriser, fx når der sammenlignes med niveauer for udstedelse i de primære låneviftepapirer. Statens opkøb kan understøtte opbygningen af det nye 10-årige låneviftepapir og bidrage til at koncentrere likviditeten, eksempelvis ved opkøb af 7 pct. stående lån 2024, der i 2008 overgik til market making på frivillig basis.

Den overordnede strategi for udstedelser og likviditet i 2009 er opsummeret i boks 4.2.

KAPITEL 5

Statens gæld og renteudgifter

I 2008 blev statsgælden nedbragt med 52 mia.kr. som følge af statens overskud. Statsgælden er i de seneste 10 år nedbragt markant og udgjorde 195 mia.kr. ved udgangen af 2008, svarende til 11 pct. af BNP. Gældsreduktionen har været særligt kraftig i de senere år.

Faldet i statsgælden og lavere markedsrenter har medført, at statens årlige renteudgifter siden 1997 er faldet fra 44 mia.kr. til 12 mia.kr. i 2008.

STATSGÆLDEN ER FALDET MARKANT DE SENESTE ÅR

5.1

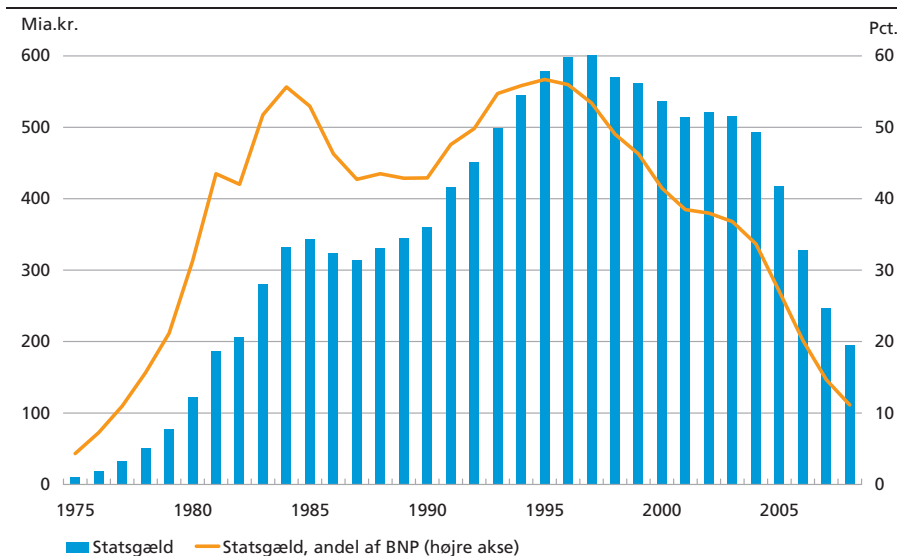
Statsgælden opgøres som den nominelle værdi af indenlandsk og udenlandsk gæld fratrukket statens indestående i Danmarks Nationalbank og aktiverne i tre statslige fonde.

De seneste år er statsgælden nedbragt markant fra 600 mia.kr. i 1997 til 195 mia.kr. i 2008, svarende til et fald fra 53 pct. af BNP til 11 pct. af BNP, jf. figur 5.1.1. Målt pr. indbygger svarer gælden ved udgangen af 2008 til ca. 35.000 kr. sammenlignet med ca. 115.000 kr. pr. indbygger i 1997.

Som følge af statens overskud i 2008 blev statsgælden nedbragt med 52 mia.kr. til 195 mia.kr., jf. tabel 5.1.1.

UDVIKLING I STATSGÆLDEN

Figur 5.1.1



STATSGÆLDEN OPGJORT TIL NOMINEL VÆRDI, 2006-08			Tabel 5.1.1
Mia.kr.	2006	2007	2008
Indenlandsk gæld	454,4	402,0	429,5
Udenlandsk gæld	79,8	68,6	133,1
Statens konto i Danmarks Nationalbank ¹	-71,0	-86,3	-259,6
Den Sociale Pensionsfond ²	-128,9	-126,9	-97,4
Højteknologifonden	-4,3	-6,2	-8,3
Finansieringsfonden	-1,4	-1,4	•
Forebyggelsesfonden	•	-2,7	-2,5
Statsgæld til nominel værdi	328,6	247,1	194,7
Udestående genudlån	-34,0	-37,6	-50,5
Statsgæld korrigeret for genudlån	294,7	209,5	144,2

Anm.: For 2008 er statens konto opgjort i henhold til Danmarks Nationalbanks månedsbalance.

Kilde: *Statsregnskab* 2006 og 2007. 2008 er foreløbige tal fra statens bogføring.

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

² Værdien af Den Sociale Pensionsfonds obligationsbeholdning inklusive beholdningen af realkreditobligationer med valør primo januar 2009 udgjorde 124 mia.kr.

Markedsværdien af statsgælden var 227 mia.kr. ved udgangen af 2008, jf. tabel 5.1.2. Opgørelsen til markedsværdi afhænger primært af markedrenterne. I en situation med faldende markedrenter, som i 2008, vil statsgælden til markedsværdi falde mindre end statsgælden til nominel værdi som følge af højere kursværdi på de udestående obligationer. Opgørelser til markedsværdi bliver især relevante, hvis der i større omfang opbygges aktivporteføljer, købes op inden udløb eller anvendes derivater i forvaltningen af statens gæld.

STATSGÆLDEN OPGJORT TIL MARKEDSVÆRDI, 2006-08			Tabel 5.1.2
Mia.kr.	2006	2007	2008
Indenlandsk gæld	480,2	416,4	473,9
Udenlandsk gæld	78,5	68,6	132,4
Statens konto i Danmarks Nationalbank ¹	-71,0	-86,3	-259,6
Den Sociale Pensionsfond ²	-139,2	-133,5	-107,7
Højteknologifonden	-4,5	-6,4	-8,9
Finansieringsfonden	-1,5	-1,5	•
Forebyggelsesfonden	•	-2,8	-2,7
Statsgæld til markedsværdi	342,5	254,5	227,4
Udestående genudlån	-36,0	-38,8	-55,2
Statsgæld korrigeret for genudlån	306,5	215,7	172,2

Anm.: Markedsværdien er beregnet på baggrund af de officielle børskurser ultimo året. Instrumenter, hvor der ikke findes børskurser, fx swaps, er værdiansat til markedsværdi efter de gældende markedrenter. For 2008 er statens konto opgjort i henhold til Danmarks Nationalbanks månedsbalance.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

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

² Markedsværdien af Den Sociale Pensionsfonds obligationsbeholdning inklusive beholdningen af realkreditobligationer med valør primo januar 2009 udgjorde 134 mia.kr.

RENTEUDGIFTER FOR STATSGÆLDEN, 2006-08		Tabel 5.2.1		
Mia.kr.	2006	2007	2008	
<i>Renteudgifter vedr.</i>				
Indenlandsk gæld	23,0	21,0	19,1	
Udenlandsk gæld	2,3	2,6	2,9	
<i>Renteindtægter vedr.</i>				
Statens konto i Nationalbanken	-1,2	-2,3	-4,2	
Den Sociale Pensionsfond	-6,6	-5,8	-5,8	
Højteknologifonden	-0,1	-0,2	-0,3	
Finansieringsfonden	0,0	-0,1	0,0	
Forebyggelsesfonden	•	-0,1	-0,1	
Statsgældens renteudgifter	17,4	15,2	11,6	
Renteindtægter vedr. genudlån	-1,2	-1,6	-1,8	
Statsgældens renteudgifter korrigeret for genudlån	16,2	13,6	9,8	

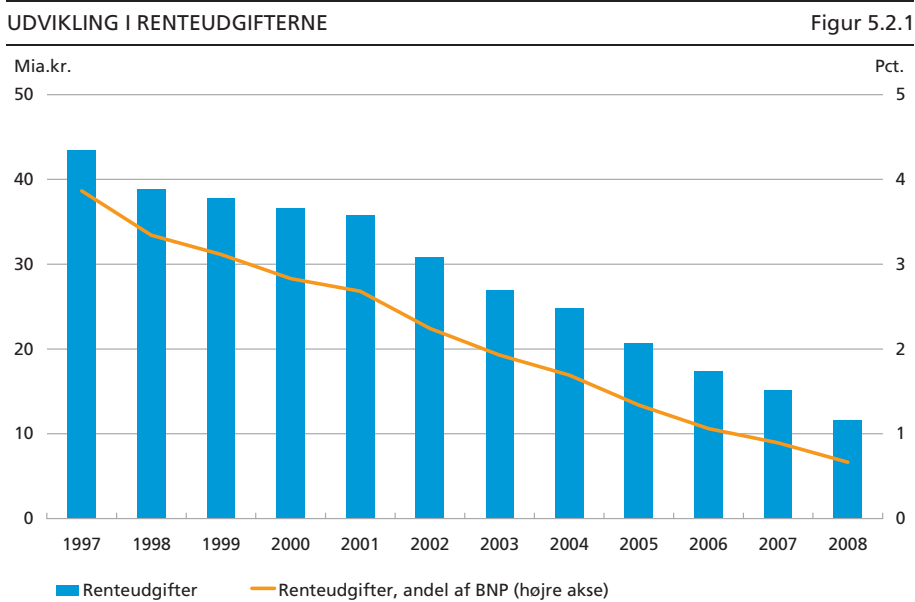
Anm.: Plus angiver en renteudgift, og minus en renteindtægt.

Kilde: *Statsregnskab* 2006 og 2007. 2008 er foreløbige tal fra statens bogføring.

FALDENDE STATSGÆLD HAR MEDFØRT LAVERE RENTEUDGIFTER 5.2

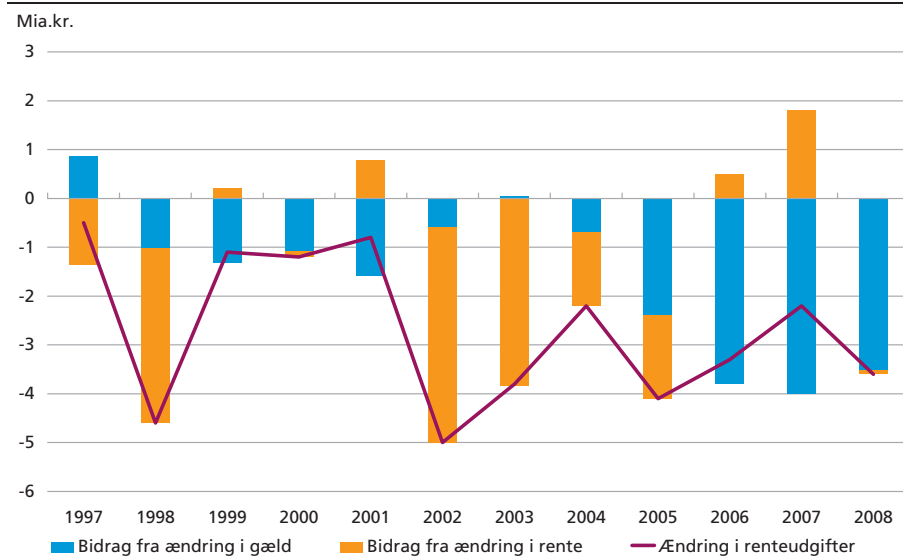
I 2008 var renteudgifterne på statens gæld 11,6 mia.kr., hvilket er et fald på 3,6 mia.kr. i forhold til 2007, jf. tabel 5.2.1.

Den markante gældsreduktion siden 1997 og lavere markedsrenter har medført, at statens renteudgifter i samme periode er faldet fra 43,5 mia.kr. til 11,6 mia.kr., svarende til et fald fra 3,9 pct. af BNP til 0,7 pct. af BNP, jf. figur 5.2.1.



DEKOMPONERING AF ÅRLIG ÆNDRING I RENTEUDGIFTERNE

Figur 5.2.2



Anm.: Dekomponeringen er foretaget ved at beregne renteudgifterne for et uændret renteniveau. Forskellen mellem disse beregnede renteudgifter og de faktiske renteudgifter udgør bidraget fra ændring i gæld. Bidrag fra ændring i rente beregnes herefter residualt.

En dekomponering af udviklingen i renteudgifterne viser, at efter en periode, hvor faldet i renteudgifterne overvejende var drevet af rentefald, er reduktionen i renteudgifterne de seneste år sket som følge af den faldende statsgæld, jf. figur 5.2.2.

ØVRIGE OPGØRELSER AF OFFENTLIG GÆLD

5.3

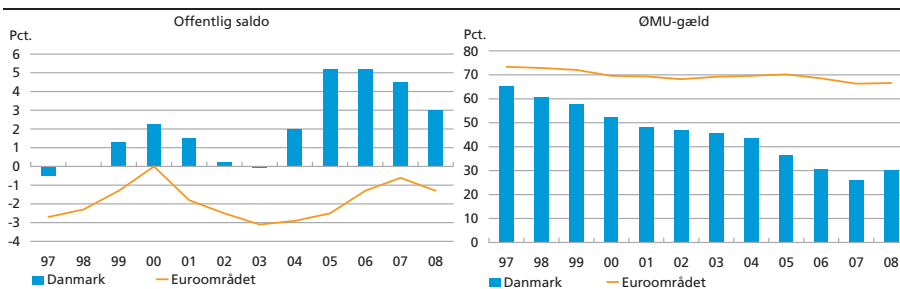
ØMU-gælden steg i 2008 på trods af offentligt overskud

Udviklingen i EU-medlemslandenes budgetsituation overvåges af EU-Kommissionen og Ecofin-Rådet med henblik på at vurdere, om budgetdisciplinen overholdes. Overvågningen sker med udgangspunkt i kriterierne angivet i EU-traktaten og stabilitets- og vækstpagten. Det offentlige underskud må som hovedregel ikke overstige 3 pct. af BNP, og ØMU-gælden må som hovedregel ikke overstige 60 pct. af BNP.

ØMU-gælden er et bruttogældsbegreb, der alene omfatter en konsolideret størrelse af de væsentlige gældsposter for offentlig forvaltning og service, jf. boks 5.1. På trods af et overskud på de offentlige finanser i 2008 på 3 pct. af BNP steg ØMU-gælden i 2008, jf. figur 5.3.1. Det skyldes, at opbygningen af statens konto, primært som følge af udstedelser af 30-årige statsobligationer, og en omlægning af Den Sociale Pensionsfonds midler fra statsobligationer til realkreditobligationer ikke modregnes i ØMU-gælden.

OFFENTLIG SALDO OG ØMU-GÆLD I PCT. AF BNP

Figur 5.3.1



Anm.: For 2008 er anvendt skøn fra *Budgetoversigt 4*, december 2008 (Danmark) og EU-kommissionens efterårsprognose, 2008 (Euroområdet).

Kilde: Danmarks Statistik, Finansministeriet og EU-kommissionen.

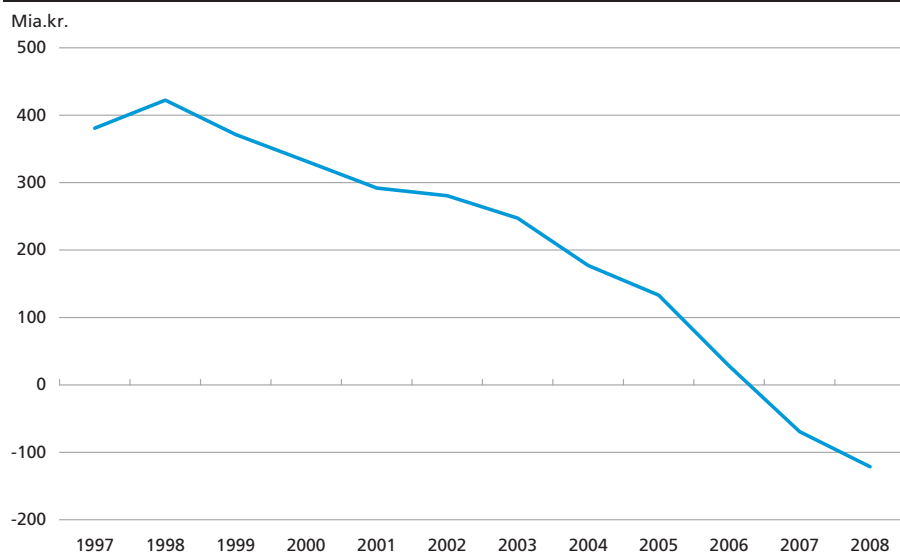
ØMU-gælden forventes at udgøre ca. 530 mia.kr. ultimo 2008, svarende til ca. 30 pct. af BNP. Den gennemsnitlige ØMU-gæld i euroområdet forventes at være ca. 70 pct. af BNP.

Den offentlige nettogæld

Den offentlige nettogæld blev ved udgangen af 2007 vendt til et nettotilgodehavende, jf. figur 5.3.2. Ved udgangen af 2008 forventes nettotilgodehavendet at være steget yderligere som følge af overskuddet på de offentlige finanser. Den offentlige nettogæld anvendes i Finansministeriets analyser af de offentlige finansers holdbarhed, jf. *Danmarks Konvergensprogram*, december 2008.

OFFENTLIG NETTOGÆLD

Figur 5.3.2



Anm.: Observationer er ultimo året. For 2008 er anvendt skøn fra *Budgetoversigt 4*, december 2008.

Kilde: Danmarks Statistik og Finansministeriet.

GÆLDSBEGREBER

Boks 5.1

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

ØMU-gæld: Opgørelsen af ØMU-gælden sker i henhold til EU-traktaten. ØMU-gælden opgøres til nominel værdi og omfatter gæld hos stat, regioner, kommuner samt sociale kasser og fonde. Gælden opgøres brutto, men den offentlige sektor kan konsolidere gælden med fordringer på sig selv. Det betyder, at beholdninger af statspapirer i de statslige fonde fratrækkes i gældsopgørelsen, hvorimod fx Den Sociale Pensionsfonds beholdning af realkredit- og indeksobligationer samt indestående på statens konto i Danmarks Nationalbank ikke fratrækkes.

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

KAPITEL 6

Udstedelse og handel med statspapirer

I 2008 medførte den finansielle krise, at likviditeten og omsætningen i det danske statspapirmarked faldt. På trods af krisen var der adgang til handlebare priser i danske statspapirer, og spændet mellem bud- og udbudspriser var på niveau med eller mindre end i andre sammenlignelige lande.

Primary dealerne foretager en årlig evaluering af infrastrukturen i markedet og beslutter hvilke(n) handelsplatform(e), der skal foretages market making på det følgende år. I 2009 har primary dealerne valgt at fortsætte med at foretage market making på MTSDenmark.

To af statens internationale primary dealere trak sig fra markedet i 2008. Antallet af primary dealere blev dermed reduceret til ni. Med henblik på at øge deltagelsen på det danske marked har Statsgældsforvaltningen fokus på at gøre adgangen til markedet så enkel som muligt.

PRIMARY DEALER-ORDNING I DANSKE STATSPAPIRER

6.1

Statsgældsforvaltningen har en målsætning om at understøtte et vel-fungerende indenlandsk kapitalmarked. Det sikres bl.a. ved at etablere rammer, som understøtter en gennemsigtig og effektiv prisdannelse i markedet for danske statspapirer.

Statsgældsforvaltningen har indgået primary dealer-aftaler med en række banker. Aftaler indgås med markedsdeltagere, der ønsker at indgå i et længerevarende samarbejde om at handle og videresælge danske statsobligationer til en bredere investorkreds. Ved indgåelse af en primary dealer-aftale får bankerne adgang til at være modpart i statens udstedelses- og opkøbstransaktioner. Primary dealernes centrale forpligtelse er at sørge for effektiv market making, dvs. de skal løbende stille bud- og udbudspriser inden for maksimale spænd og for minimumsbeløb, jf. boks 6.1.

En bred gruppe af primary dealere skærper interessen for danske statspapirer og understøtter konkurrencen ved statens udstedelser og opkøb. Øget konkurrence bidrager til at sikre lave låneomkostninger for staten og styrker likviditeten i statspapirmarkedet.

PRIMARY DEALER-AFTALE	Boks 6.1
<p>Statsgældsforvaltningen har primary dealer-aftaler i statsobligationer. Primary dealernes rettigheder og forpligtelser er specificeret i primary dealer-aftalen, som er tilgængelig på Statsgældsforvaltningens websted, www.statsgaeld.dk. Som udgangspunkt indeholder primary dealer-aftalen de samme elementer som tilsvarende kontrakter i andre EU-lande.</p> <p>Primary dealernes væsentligste rettigheder omfatter retten til at:</p> <ul style="list-style-type: none"> • anvende titlen primary dealer i danske statsobligationer • være modpart i statens udstedelses- og opkøbstransaktioner • benytte statens og Den Sociale Pensionsfonds værdipapirudlansordninger. <p>Primary dealernes væsentligste forpligtelser omfatter:</p> <ul style="list-style-type: none"> • løbende prisstillelse i minimum 5 timer dagligt mellem kl. 9.00 og 16.30 i statsobligationer af typen stående lån inden for fastlagte maksimale spænd og for minimumsbeløb • at være aktiv modpart i statens udstedelser og opkøbstransaktioner • at arbejde for udbredelse af kendskabet til danske statspapirer • at understøtte et velfungerende marked for danske statspapirer. 	

Market maker-ordningen i danske statsobligationer medfører, at både udsteder og markedsdeltagere via elektroniske handelsplatforme har adgang til informationer om det øjeblikkelige prisbillede. Denne forhandelsinformation øger gennemsigtigheden i statspapirmarkedet ved at give markedsdeltagerne mulighed for at observere markedsudviklingen og foretage transaktioner til på forhånd kendte priser og mængder.

Dertil kommer, at en effektiv prisdannelse i statspapirer også kan bidrage til omsætteligheden i andre dele af det finansielle marked. På baggrund af priser i statspapirer med forskellig løbetid er det muligt at estimere en statslig rentekurve, der kan anvendes i værdifastsættelsen af andre værdipapirer eller finansielle instrumenter, jf. kapitel 10.

Primary dealer-gruppen

De første primary dealer-aftaler blev indgået i 2003. Primary dealer-gruppen bestod dengang af syv internationale og syv regionale banker. Det var denne kreds af banker, som stod for at udarbejde organisationen af den nuværende market maker-ordning i danske statspapirer. Efterfølgende har bl.a. den faldende statsgæld og den seneste tids konsolidering i den finansielle sektor været medvirkende til, at én regional og fire internationale banker har trukket sig fra ordningen. Ved indgangen til 2009 omfattede ordningen 9 af de oprindelige 14 banker jf. tabel 6.1.1.

PRIMARY DEALERE OG MARKET TAKERE, JANUAR 2009

Tabel 6.1.1

Primary dealere	Market takere
Barclays Bank	Arbejdernes Landsbank
Danske Bank	BNP Paribas
Fionia Bank	Citigroup
JP Morgan	Deutsche Bank
Morgan Stanley	Dresdner Bank
Nordea	DZ Bank
Nykredit Bank	Fortis
SE-Banken	Jyske Bank
Sydbank	Merrill Lynch
	Royal Bank of Scotland
	Svenska Handelsbanken

Med henblik på at øge deltagelsen på det danske marked har Statsgældsforvaltningen fokus på at gøre adgangen til marked maker-ordningen så enkel som muligt. Markedsdeltagere kan blive primary dealere, forudsat at de kan opfylde kravene i primary dealer-kontrakten. Hidtil har Statsgældsforvaltningen ikke afvist banker, som har ønsket at være primary dealer.

Ud over primary dealerne har market takere også mulighed for at handle i interdealer-markedet for danske statspapirer. En market taker kan handle på priser stillet af primary dealere, men har ikke selv mulighed for at stille priser. Ved årsskiftet var 11 banker tilknyttet som market takere.

Indretning af markedsinfrastruktur

Primary dealerne evaluerer årligt infrastrukturen i marked maker-ordningen for danske statsobligationer i forbindelse med efterårets møde i primary dealer-gruppen. Ved mødet tages konkret stilling til, hvilke(n) platform(e) primary dealerne ønsker at foretage market making på i det kommende år. Det seneste møde i november 2008 gav følgende konklusioner:

- I øjeblikket er det danske interdealer-marked hverken stort eller likvidt nok til at kunne bære market making på mere end én handelsplatform ad gangen. Primary dealerne vurderede ydermere, at de forventede omkostninger forbundet med en udvidelse af antallet af platforme vil overstige eventuelle gevinster herved.
- Primary dealerne var tilfredse med, hvordan market maker-ordningen havde fungeret på MTSDenmark i 2008.
- På baggrund af ovenstående besluttede primary dealerne fortsat at foretage market making på MTSDenmark i 2009.

Flere valgmuligheder for clearing og afvikling

På interdealer-markedet for danske statspapirer afvikles handleerne via en automatiseret afviklingsfacilitet baseret på en central clearingsinstruktion og straight-through-processing (STP). STP indebærer, at handelssystemet ved indgåelse af en handel automatisk sender meddelelser til de(n) relevante central(er). Denne opsætning sikrer et lavt niveau for operationelle risici relateret til afvikling. Markedsdeltagerne kan vælge mellem flere forskellige clearingscentraler til afvikling af deres ordrer, hvilket er i overensstemmelse med anbefalingerne fra Giovaninni-gruppen. I øjeblikket kan deltagerne benytte VP Securities Services, Euroclear og Clearstream som deres clearingscentral til afvikling af handler indgået på interdealer-markedet for danske statspapirer.

Primary dealerne kan låne statspapirer

Primary dealer-aftalen giver adgang til statens og Den Sociale Pensionsfonds værdipapirudlånsordninger. Udlånsordningerne understøtter likviditeten i det sekundære marked, da primary dealerne kan låne statsobligationer i tilfælde af knaphed i markedet. Det gør det lettere for primary dealerne at foretage market making, og samtidig mindskes risikoen for skæv prisdannelse. Værdipapirudlån sker mod sikkerhedsstillelse i andre danske statspapirer. Vilkkårene for anvendelse af ordningen findes i bilagsdelen bagerst i publikationen.

Den finansielle krise medførte, at bankerne reducerede deres balance i 2008, herunder også obligationsbeholdningen, hvilket førte til øget anvendelse af udlånsordningerne. Det samlede værdipapirudlån steg 35 pct. i 2008 i forhold til året før, jf. tabel 6.1.2.

UDSTEDELSE OG OPKØB AF INDENLANDSKE STATSPAPIRER I 2008 6.2

Udstedelse af statsobligationer

Ved åbning af nye statsobligationer afholdes en auktion, hvor det tilstræbes at opnå et tilstrækkeligt udestående, så der efterfølgende kan

VÆRDIPAPIRUDLÅN, 2006 - 2008			Tabel 6.1.2
Mia.kr.	2006	2007	2008 ¹
Staten	83,9	34,2	25,0
DSP	49,8	89,8	142,5
Værdipapirudlån i alt	133,7	124,0	167,6

¹ Den gennemsnitlige løbetid for udlånene vægtes efter markedsværdi har været nogenlunde konstant omkring 1,7 dage i perioden.

foretages løbende pristillelse. Herefter udstedes primært ved løbende tapsalg. Ved tapsalg spredes udstedelserne over hele året, og salget foregår til markedspriser i det elektroniske handelssystem.

På grund af de særlige forhold i 2008 var der behov for at supplere den traditionelle udstedelsesmetode. For det første medførte efterspørgslen efter den nye 30-årige statsobligation, at der inden for kort tid skulle udstedes en større mængde, hvilket foretages mere effektivt ved brug af auktioner frem for tapsalg.

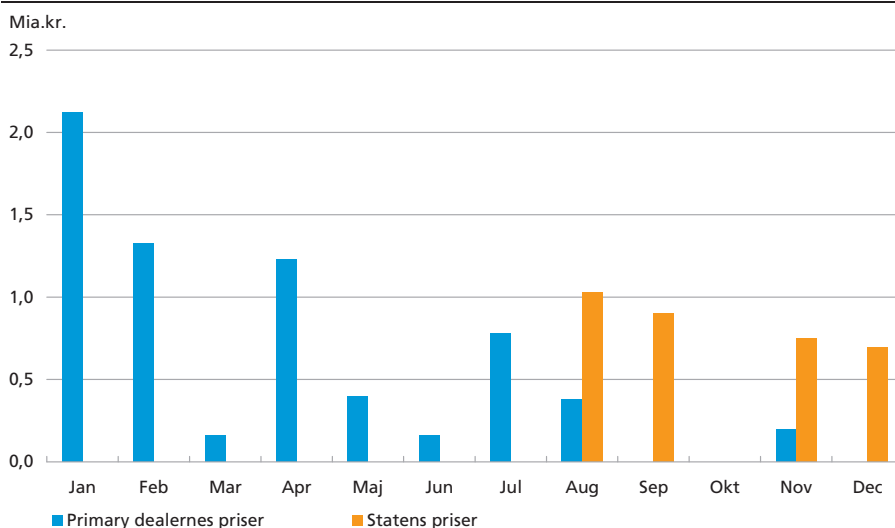
For det andet var der perioder i 2008, hvor likviditeten i interdealermarkedet var lav, hvilket gjorde det vanskeligt at gennemføre tapudstedelser. For at imødegå dette fik staten, efter aftale med primary dealerne, mulighed for i en periode at stille envejspriser i handelssystemet. Faciliteten indebærer, at statens køb og salg af statspapirer kan initieres ved, at markedsdeltagere handler på priser stillet af Statsgældsforvaltningen. Statens købs- og salgpriser lægges ind mellem de eksisterende bud- og udbudspriser.

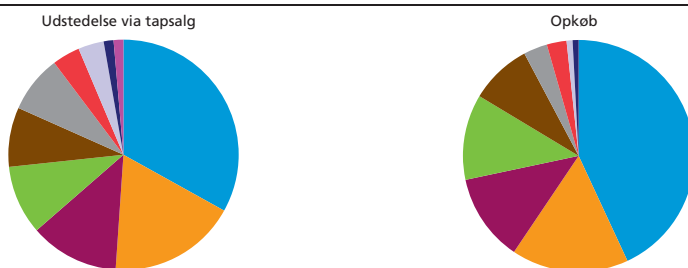
I august anvendte Statsgældsforvaltningen faciliteten for første gang. I de efterfølgende måneder, hvor bud- og udbudspændene var ekstraordinært høje, solgte staten primært ved, at markedsdeltagere handlede på priser stillet af staten, jf. figur 6.2.1.

I forhold til de seneste år var statens udstedelse via tapsalg koncentreret på lidt færre primary dealere, hvilket til dels skyldes, at antallet af primary dealere blev reduceret fra 11 til 9 i løbet af året. I 2008 aftog tre

OPDELING AF STATENS TAPSALG, 2008

Figur 6.2.1



UDSTEDELSE VIA TAPSALG OG OPKØB FORDELT PÅ PRIMARY DEALER, 2008 Figur 6.2.2

Anm.: Primary dealere er anonymiseret.
Kilde: MTSDenmark.

banker godt 60 pct. af det samlede tapsalg, jf. figur 6.2.2, hvilket var en lille stigning i koncentrationen i forhold til 2007.

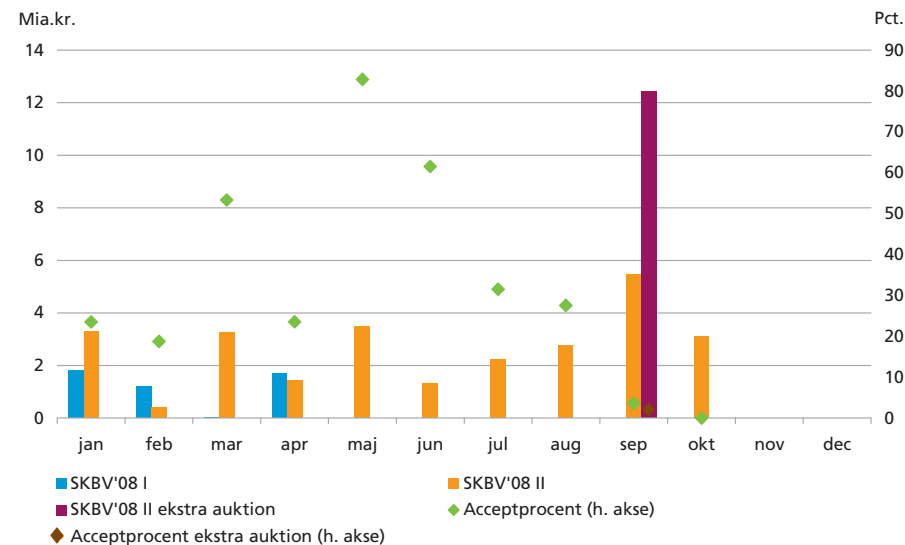
Udstedelserne i det nye 30-årige papir udgjorde ca. 80 pct. af de samlede udstedelser i 2008. Sammenlignet med andre danske statsobligationer var udstedelsen af det nye 30-årige papir i højere grad koncentreret på enkelte modparter. Det skyldes, at investorinteressen hovedsageligt var funderet i den indenlandske pensionssektor, som primært benyttede de indenlandske primary dealere ved auktionerne.

Opkøb af statsobligationer

Opkøb anvendes i forbindelse med køb af statspapirer til de statslige fonde samt for at udjævne afdragsprofilen på statens gæld. Derudover kan Statsgældsforvaltningen understøtte likviditeten i statspapirmarkedet ved at tilbyde at foretage opkøb af mindre likvide papirer. Det er nyttigt med flere instrumenter til gennemførelse af opkøb, da fleksibiliteten i statens opkøb herved øges. Staten foretager opkøb fra primary dealerne via tre faciliteter:

- *Tapopkøb* foretages til markedspriser i det sekundære marked
- *Opkøbsauktioner* anvendes ved køb af en større mængde statsobligationer på én gang
- *Ombytningsauktioner* gør det muligt for Statsgældsforvaltningen at opkøbe statsobligationer og samtidig udstede i de primære låneviftepapirer.

I forhold til tidligere år var opkøbene i 2008 koncentreret på færre markedsdeltagere. En af primary dealerne var modpart ved 40 pct. af de gennemførte opkøb, jf. figur 6.2.2.

BUDMÆNGDE OG ACCEPTPROCENT I SKATKAMMERBEVISAUKTIONER, 2008 Figur 6.2.3

Kilde: Danmarks Nationalbank og MTSDenmark.

Skatkammerbevisprogrammet blev lukket i 2008

Siden 2006 er skatkammerbevisprogrammet gradvist blevet reduceret og programmet blev endeligt udfaset i 2008. Den sidste skatkammerbevisauktion blev afholdt i slutningen af oktober med valør i november.

I de fleste andre sammenlignelige lande er der set en øget efterspørgsel efter skatkammerbeviser som følge af den finansielle uro. Det var ikke gældende i Danmark, hvor efterspørgslen ved de fleste auktioner var relativ lav, og den gennemsnitlige acceptprocent var 30 pct., svarende til niveauet året før, jf. figur 6.2.3.

MARKET MAKING I 2008

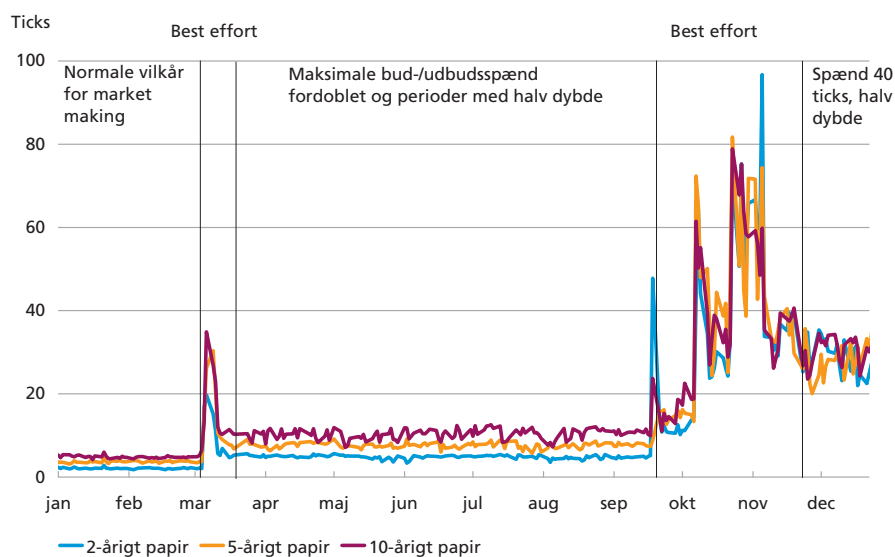
6.3

Den internationale finansielle krise gjorde det sværere for primary dealerne at foretage market making. Nedgangen i bankernes balance reducerede deres evne til at påtage sig risiko. Samtidig var volatiliteten i perioder markant forhøjet og likviditeten lav, hvilket var særlig udpræget i 4. kvartal.

Af hensyn til likviditeten og ikke mindst investorinteressen har primary dealerne og staten en fælles interesse i at sikre fortsat prisstillelse på det

BUD-/UDBUDSSPÆND I DE 2-, 5- OG 10-ÅRIGE BENCHMARKPAPIRER, 2008

Figur 6.3.1



Anm.: Bud- og udbudsspænd er angivet som gennemsnit over dagens bedste bud- og udbudspris. Normale vilkår for market making er: 2-årig benchmark: spænd maks. 3 ticks og dybde min. 80 mio.kr., 5-årig benchmark: spænd maks. 5 ticks og dybde min. 40 mio.kr., 10-årig benchmark: spænd maks. 7 ticks og dybde min. 50 mio.kr.

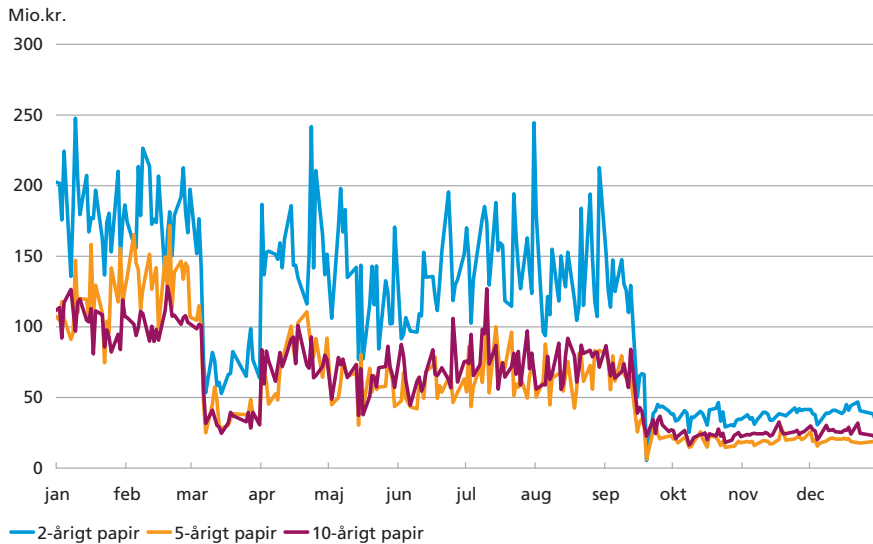
Kilde: MTSDenmark.

danske interdealer-marked. I perioder, hvor markedsforholdene er vanskelige, understøttes pristillelsen ved, at kravene til market making midlertidigt justeres. I 2008 foretog Statsgældsforvaltningen i samråd med primary dealerne tilpasninger, hvilket fx blev afspejlet i periodevise udvidelser af spændet mellem bud- og udbudspriser i de 2-, 5- og 10-årige benchmarkpapirer, jf. figur 6.3.1. Spændet mellem bedste bud- og udbudspris er omkostningen ved at købe en statsobligation og samtidig sælge papiret. Jo mindre spænd, desto større er effektiviteten på markedet. Ved normalisering af markedsforholdene vil Statsgældsforvaltningen i samarbejde med primary dealerne løbende justere kravene til market making.

Tilpasningerne forplantede sig også i dybden i markedet. Markedsdybden er udtryk for, hvor stor en mængde det er muligt at handle til den bedste pris, og dermed hvor stor en mængde danske statspapirer, der kan omsættes uden at påvirke prisen. Ved udgangen af 2008 var den gennemsnitlige dybde i de respektive benchmarkpapirer blevet reduceret til ca. 30 mio.kr., hvilket var mindre end en tredjedel af niveauet i begyndelsen af 2008, jf. figur 6.3.2.

DYBDEN I 2-, 5- OG 10-ÅRIGE BENCHMARKPAPIR, 2008

Figur 6.3.2

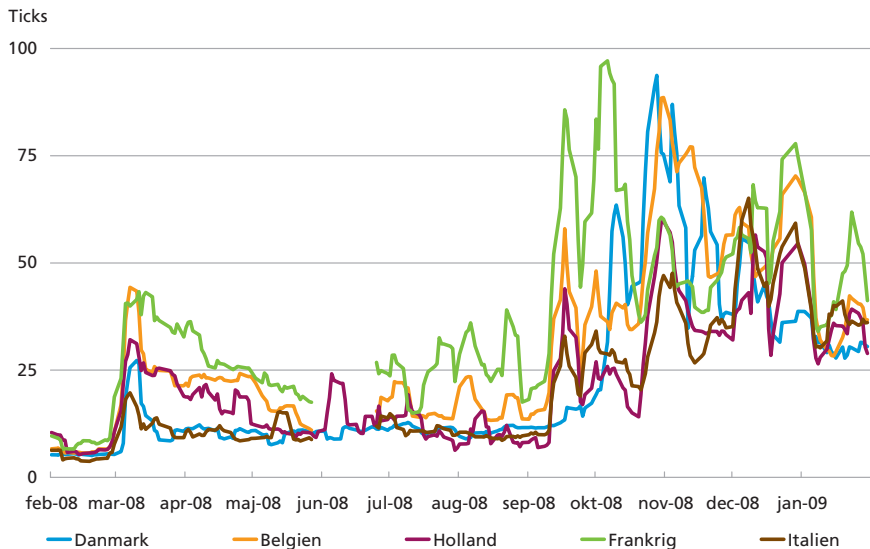


Anm.: Dybden beregnes som et dagligt gennemsnit af den mængde, der er indlagt på den bedste bud- og udbudspris.
Kilde: MTSDenmark.

Udviklingen i spændet mellem bedste bud-/udbudspris var på niveau eller bedre end på andre lignende statspapirmarkeder i Europa, jf. figur 6.3.3.

BUD-/UDBUDSPÆND I 10-ÅRIG BENCHMARK STATSOBLIGATION PÅ UDVALGTE STATSPAPIRMARKEDER

Figur 6.3.3



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

OMSÆTNING I DANSKE STATSPAPIRER

6.4

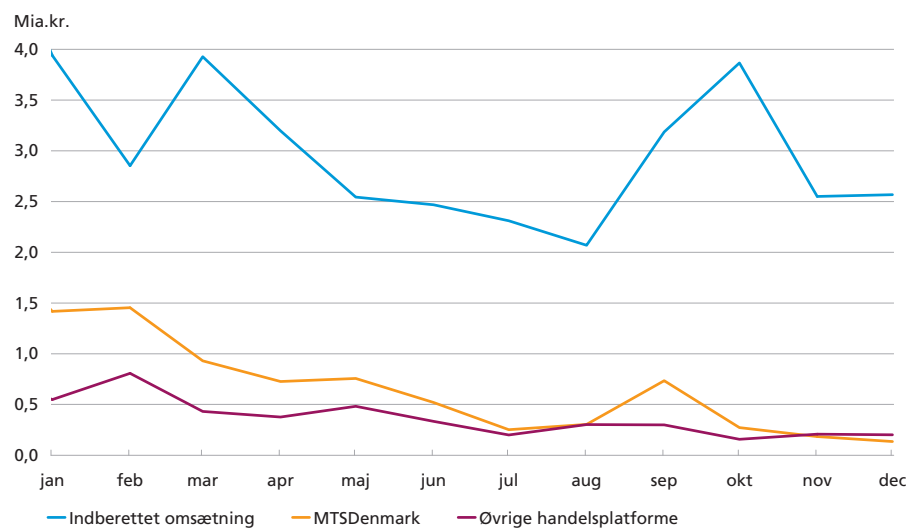
Market maker-ordningerne er baseret på, at primary dealerne kan fungere som bindeled mellem udsteder og slutinvestor. Ved at stille handlebare priser giver primary dealerne investorerne et klart prisbillede, hvilket understøtter efterspørgslen efter danske statspapirer. I perioder med øget uro og udvidede spænd bliver kvaliteten af prisbilledet dårligere, hvilket var en medvirkende årsag til, at omsætningen på MTSDenmark og de elektroniske handelsplatforme faldt i 2008, jf. figur 6.4.1.

I perioder, hvor de elektroniske handelsplatforme er præget af begrænset likviditet, flytter handlen typisk til OTC-markedet, herunder telefonmarkedet. Under normale markedsforhold anvendes telefonhandel som hovedregel kun, når investorer ønsker at gennemføre en handel med stor volumen.

I interdealer-markedet på MTSDenmark var den gennemsnitlige daglige omsætning i 2008 godt 0,5 mia.kr., svarende til en tredjedel af niveauet for 2007. Omsætningen var koncentreret i de primære låneviftepapirer 4'10 og 4'17, der udgjorde godt halvdelen af omsætningen, jf. figur 6.4.2. Omsætningen var nogenlunde ligeligt fordelt blandt primary dealerne i danske statspapirer.

OMSÆTNING I DANSKE STATSPAPIRER, 2008

Figur 6.4.1

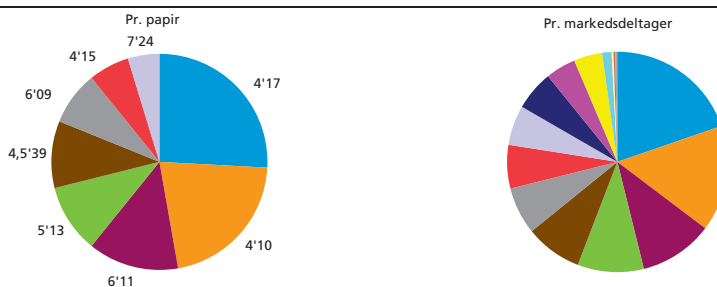


Anm.: Indberettet omsætning indeholder omsætningstal for alle handler, som er indberettet på enten NASDAQ OMX eller OTC markedet. Omsætning på MTSDenmark er inklusive udstedelser via tapsalg. Øvrige elektroniske handelsplatforme omfatter Bondvision, ICAP/BrokerTec, NASDAQ OMX og Tradeweb.

Kilde: Bondvision, ICAP/BrokerTec, MTSDenmark, NASDAQ OMX og Tradeweb.

OMSÆTNING I STATSOBLIGATIONER PÅ MTSDENMARK, 2008

Figur 6.4.2



Anm.: Primary dealerne og markedet takere er anonymiseret.
Kilde: MTSDenmark.

Øvrig handel med danske statsobligationer

På interdealer-markedet omsættes danske statspapirer bl.a. på MTSDenmark og ICAP/BrokerTec. Udover interdealer-markedet foregår handlen med danske statspapirer også på elektroniske handelsplatforme som fx BloombergBondtrader, BondVision og TradeWeb. Disse platforme er kendetegnet ved at fokusere på videreformidling mellem banker og slutinvestorer. Derudover omsættes danske statspapirer i et betydeligt omfang på elektroniske single dealer-platforme¹. Endelig har Statsgældsforvaltningen en prisstillerordning rettet mod detailmarkedet på NASDAQ OMX.

Prisstillerordning rettet mod detailmarkedet

Statsgældsforvaltningen har en prisstillelsesordning på NASDAQ OMX med seks banker. De er forpligtet til at stille bud- og udbudspriser inden for fastlagte spænd og for faste beløb i 90 pct. af tidsrummet 9.00 til 16.30. I lyset af den finansielle krise blev kravene til prisstillelsen løbende justeret i lighed med tiltagene på interdealer-markedet.

Medlemmerne af obligationsdelmarkedet har adgang til at handle direkte med prisstillerne eller selv indlægge egne ordrer i systemet. Derudover har andre investorer via deres bankforbindelse også mulighed for at indlægge egne ordrer direkte i handelssystemet.

Prisstillerordningen medfører, at investorerne har løbende adgang til at se handlebare priser i systemet. Kombineret med muligheden for selv at kunne indlægge ordrer i systemet giver det bl.a. mindre investorer mulighed for at få afviklet en handel i et gennemsigtigt marked.

¹ Single dealer-platforme oprettes som handelssystemer mellem banker og deres kunder.

KAPITEL 7

Forvaltning af midlerne i statens fonde

Statsgældsforvaltningen administrerer på vegne af Finansministeriet midlerne i Den Sociale Pensionsfond (DSP), Højteknologifonden og Forebyggelsesfonden. Fondenes aktiver indgår i opgørelsen af statens gæld og forvaltes sammen med statens øvrige finansielle aktiver og passiver under statsgældsområdet. Finansieringsfonden blev afviklet i forbindelse med aftalen om finansloven for 2008.

Faldet i statsgælden de senere år har gjort det sværere for fondene at investere i statsobligationer uden at påvirke markedspriserne. På den baggrund blev det besluttet, at DSP i højere grad ville bruge muligheden for at investere i andre børsnoterede obligationer end statsobligationer. I 2008 blev DSPs reglement ændret, så DSPs aktiver ikke længere primært skal investeres i statspapirer.

DSP investerede 27 mia.kr. i rentetilpasningsobligationer i december 2008. Købet afdækker statens renterisiko i forbindelse med den årlige refinansiering af almene boliger i december 2008.

DEN SOCIALE PENSIONS FOND

7.1

Den Sociale Pensionsfond (DSP) blev oprettet ved lov i 1970, hvor der blev indført et særligt folkepensionsbidrag. Midlerne blev henlagt til DSP og anbragt i obligationer. Med virkning fra 1. januar 1982 blev loven ændret, og indbetalingerne ophørte. Fonden blev videreført som en del af statens aktiver og indgår i opgørelsen af statsgælden. Risikoen på fondens aktiver vurderes separat, men indgår i den konsoliderede risikostyring af den samlede statsgæld. Forvaltningen af midlerne i DSP sker under hensyntagen til statsgældspolitikken, jf. boks 7.1.

DSP har i en årrække primært investeret i statsobligationer. I takt med faldet i statsgælden i de seneste år udgør DSPs beholdning en stigende andel af den udestående mængde statsobligationer. Det har gjort det sværere for DSP at investere i statsobligationer uden at påvirke markedspriserne. Derfor blev det i 2007 besluttet, at DSP i højere grad ville bruge muligheden for at investere i andre børsnoterede obligationer end statsobligationer. I 2008 blev DSPs reglement tilpasset, hvorved det ikke længere er et krav, at DSPs beholdning primært investeres i statsobligationer.

FORVALTNING AF MIDLERNE I DSP	Boks 7.1
<p>Den Sociale Pensionsfond (DSP) hører under Velfærdsministeriets og Finansministeriets ansvarsområder. Styrelsen af DSP varetages af et udvalg med repræsentanter fra Finansministeriet, Velfærdsministeriet og Statsgældsforvaltningen. Principperne for forvaltningen af DSPs midler er fastsat i et reglement¹. Med hensyn til placering af DSPs midler står der blandt andet:</p> <ul style="list-style-type: none"> • "Beløb der er overført til pensionsfondens konto, anbringes i børsnoterede obligationer, herunder indeksobligationer" • "Placeringen af fondens midler samstyes med statens øvrige finansielle aktiver og passiver under statsgældsområdet, herunder særligt den indenlandske statsgæld" • "Der tilstræbes en god forrentning under hensyntagen til de samlede statsfinansielle konsekvenser af fondens dispositioner." <p>Indtægterne fra DSPs obligationsbeholdning fratrukket pensionsafkastskat anvendes til finansiering af pensionsforbedringer eller henlægges i fonden. DSPs grundkapital kan anvendes til finansiering af pensionsforbedringer, hvis udgifterne til pensionsforbedringer overstiger DSPs indtægter. DSPs driftsbudget er en del af statsregnskabet. På finansloven fastsættes det beløb, der løbende overføres fra DSP til Velfærdsministeriet til dækning af pensionsforbedringer.</p>	

¹ Reglementet findes på Statsgældsforvaltningens websted, www.statsgaeld.dk.

DSP investerede 27 mia.kr. i 1-årige rentetilpasningsobligationer i december 2008. Købet afdækker statens renterisiko i forbindelse med den årlige refinansiering af almene boliger ved auktionerne i december 2008.

I 2008 udgjorde DSPs renteindtægter 5,8 mia.kr., jf. tabel 7.1.1. Der blev overført 9,8 mia.kr. fra DSP til Velfærdsministeriet og pensionsafkastskatten udgjorde 1,6 mia.kr.

DSPs INDTÆGTER OG UDGIFTER	Tabel 7.1.1
Mia.kr.	2008
<i>Indtægter</i>	
Renter mv. ¹	5,8
<i>Udgifter</i>	
Overførsel til Velfærdsministeriet	9,8
Pensionsafkastskat	1,6
Netto	-5,6

Kilde: Foreløbige tal for statens bogføring.

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

FONDENES AKTIVER, ULTIMO 2008				Tabel 7.1.2
Nominel værdi, mia.kr.	DSP	Højteknologifonden	Forebyggelsesfonden	Andel af samlet udestående (pct.)
6 pct. stående lån 2009	12,2	2,2	0,6	34
6 pct. stående lån 2011	21,6	2,0	0,6	40
5 pct. stående lån 2013	35,7	2,1	0,6	52
4 pct. stående lån 2015	9,0	2,1	0,6	21
7 pct. stående lån 2024	9,4	-	-	38
Statsobligationer i alt	87,8	8,3	2,5	
Realkreditobligationer mv. ¹	3,2	•	•	
Indeksobligationer ²	6,4	•	•	
Kontoindestående	27,3	0,1	0,1	
I alt	124,7	8,4	2,6	

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

² Indeksret værdi.

Ved udgangen af 2008 udgjorde DSPs aktiver 125 mia.kr., jf. tabel 7.1.2. Fordelingen af DSPs aktiver med et højt kontoindestående og en lav beholdning af realkreditobligationer afspejler, at DSPs køb af korte rentetilpasningsobligationer i december først afregnes primo januar 2009. Varigheden på DSPs portefølje ultimo 2008 var 4,0 år, jf. tabel 7.1.3.

HØJTEKNOLOGIFONDEN OG FOREBYGGELSESFONDEN

7.2

Højteknologifondens formål er at styrke vækst og beskæftigelse ved at understøtte Danmarks videre udvikling som højteknologisk samfund¹. I bemærkningerne til loven om Højteknologifonden fremgår, at der tilstræbes en opbygning af fondens grundkapital til mindst 16 mia.kr. inden 2012. På baggrund af finansloven for 2009 blev der indskudt 2 mia.kr. i 2009 i Højteknologifonden.

VARIGHED PÅ DSPs PORTEFØLJE, 2006-2008				Tabel 7.1.3
År	Ultimo 2006	Ultimo 2007	Ultimo 2008	
Statsobligationer	4,1	3,9	4,6	
Realkreditobligationer mv.	1,2	2,0	1,2	
Indeksobligationer	10,7	9,9	9,8	
Samlet portefølje	4,3	4,1	4,0	

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

¹ Lov nr. 1459, Lov om Højteknologifonden af 22. december 2004 (www.hoejteknologifonden.dk).

For Højteknologifonden sigtes der mod en ligelig fordeling af midlerne på korte, mellemlange og lange obligationer. Ved udgangen af 2008 udgjorde Højteknologifondens beholdning af obligationer 8 mia.kr. Fondens renteindtægter var 295 mio.kr. I 2008 overførte Højteknologifonden på baggrund af Finansloven 280 mio.kr. til Ministeriet for Videnskab, Teknologi og Udvikling.

Forebyggelsesfondens formål er at støtte projekter, der forebygger og forhindrer fysisk og psykisk nedslidning¹. Fondens beholdning af obligationer udgjorde 2,5 mia.kr. ultimo 2008. Fondens renteindtægter var 114 mio.kr. Der overføres årligt 350 mio.kr. fra fonden til Beskæftigelsesministeriet. Der er ikke planlagt yderligere opbygning af fondens midler. Investeringsstrategien for Forebyggelsesfonden fastlægges, så de fremtidige overførsler så vidt muligt modsvares af fondens renteindtægter og forfald på obligationer.

Midlerne i Højteknologifonden og Forebyggelsesfonden kan alene investeres i statsobligationer.

Afvikling af Finansieringsfonden

Finansieringsfonden til øgede tildelinger fra Danmarks Grundforskningsfond (Finansieringsfonden) blev oprettet med hjemmel i finansloven for 2005.² I forbindelse med finanslovsforhandlingerne for 2008 blev fonden afviklet, og fondens aktiver blev overført til Danmarks Grundforskningsfond.

¹ Lov nr. 87, Lov om Forebyggelsesfonden af 30. januar 2007 (www.forebyggelsesfonden.dk).

² www.dg.dk.

KAPITEL 8

Genudlån og statslige lånegarantier

Statsgældsforvaltningen administrerer genudlån og statslige lånegarantier til en række selskaber. Genudlån og statslige lånegarantier sikrer selskaberne gode lånevilkår som følge af statens høje kreditværdighed. Ved udgangen af 2008 udgjorde genudlån 51 mia.kr., heraf 10 mia.kr. til Danmarks Skibskredit A/S. Lånegarantierne udgjorde 56 mia.kr.

Retningslinjerne for låntagning i selskaber med adgang til statsgaranteret låntagning eller genudlån blev i 2008 revideret med henblik på at styrke selskabernes risikostyring. Der lægges vægt på, at risikoen på aktiver og passiver betragtes samlet. Endvidere blev der i 2008 givet mulighed for at optage genudlån på termin.

FORMÅL OG RAMMER

8.1

En række selskaber har adgang til at optage lån direkte hos staten (genudlån) eller optage lån med statsgaranti. Genudlån og statslige lånegarantier har baggrund i et politisk ønske om at understøtte finansieringen af bestemte projekter. Hovedparten udstedes til offentlige selskaber, som er engageret i store infrastrukturprojekter, hvis opgaver og rammer for låntagning er fastlagt ved lov eller aktstykke.

12 offentlige selskaber har adgang til at optage genudlån eller lån med statsgaranti, jf. tabel 8.1.1. Derudover har Danmarks Skibskredit A/S adgang til en særlig genudlånsordning.

SELSKABER MED ADGANG TIL GENUDLÅN ELLER STATSLIG LÅNEGARANTI Tabel 8.1.1

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

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

LISTE OVER ACCEPTABLE LÅNETYPER	Boks 8.1
<p>Listen over acceptable lånetyper bygger på følgende kriterier:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Låneformerne skal være kendte og brugte i markedet af anerkendte låntagere • Lånene skal være opbygget af simple elementer, som gør transaktionerne gennemskuelige • Der stilles minimumskrav til modparternes rating • Swaps kan kun indgås med modparter, hvormed der er indgået aftaler om sikkerhedsstillelse (CSA-aftaler) • Låneporteføljens valutakurseksponering skal som udgangspunkt begrænses til euro (eller svenske kroner i Øresundsbrons tilfælde) • Selskabet skal udarbejde og vedligeholde en finansieringsstrategi. Finansieringsstrategien skal indeholde virksomhedens regler for alle finansielle transaktioner. 	

Ved statslige genudlån optager selskabet lånet direkte hos staten. Statsgældsforvaltningen udarbejder en liste over tilgængelige genudlån (genudlånsviften), jf. afsnit 8.2. Ved et statsgaranteret lån garanterer staten for, at selskabets lån i det private marked betales tilbage, hvorved låneomkostningerne reduceres.

Retningslinjer for selskabernes låntagning

Statsgældsforvaltningen fastlægger de overordnede retningslinjer for låntagning i de selskaber, der har adgang til statsgaranteret låntagning eller genudlån. Hensigten er at sikre, at selskaberne ikke påtager sig finansielle risici, som staten ikke selv vil påtage sig.

Retningslinjerne for selskabernes låntagning er fastlagt i et aftalesæt bestående af to hovedelementer¹:

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

I 2008 blev listen over acceptable lånetyper revideret. De nye retningslinjerne tager udgangspunkt i, at selskaberne styrer risikoen på aktiver og passiver på konsolideret basis, jf. kapitel 11. Udover retningslinjer for selskabernes statsgaranterede låntagning og genudlån er der bl.a. tilføjet anbefalinger til styring af kreditrisiko på aktivplaceringer, låntagning i tilknyttede selskaber samt konsolidering af kreditrisiko på tværs af instrumenter. Det er selskabernes og bestyrelsernes ansvar at fastlægge en finansieringsstrategi, som indeholder virksomhedens regler for alle finansielle transaktioner i relation til låntagningen.

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

I 2008 blev der givet mulighed for at optage genudlån på termin. Hensigten er at give selskaberne mulighed for en mere enkel risikostyring. Tidligere har selskaberne udjævnet deres låntagning over året for at reducere risikoen for dårlige markedsforhold på enkeltdage. Da selskabernes forfald primært er koncentreret i slutningen året, har det givet anledning til perioder med betydelige aktivplaceringer i banker, hvorved selskabet har pådraget sig en kreditrisiko. Ved genudlån på termin udjævnes låntagningen ligeledes over året, men selskaberne undgår kreditrisiko på aktivplaceringer.

Genudlån på termin er baseret på papirer i genudlånsviften og ydes på basis af markedsrenter. Terminsperiodens længde er sat til mellem 1 og 12 måneder. En kombination af genudlån og terminssikring har i en årrække været mulig under genudlånsordningen til Danmarks Skibskredit A/S.

GENUDLÅN

8.2

Optagelse af genudlån

Genudlånsviften omfatter alle fastforrentede statsobligationer i danske kroner i løbetidssegmentet mellem 2 og 10 år samt syntetiske lån med udløb i 2012, 2014 og 2016, jf. tabel 8.2.1. Udover anvendelse af genudlånsviften kan der på baggrund af en begrundet henvendelse ydes andre typer af genudlån, herunder genudlån på termin.

Når et selskab henvender sig for at få genudlån, fastsætter Statsgældsforvaltningen kursen på lånet på baggrund af de aktuelle markedsforhold. Låneprovenuet udbetales fra statens konto. Det afledte finansieringsbehov dækkes ved de løbende udstedelser, hvilket bidrager til at understøtte likviditeten i statens primære låneviftepapirer. Statsgældsforvaltningen udsteder ikke specifikt med henblik på at afdække risikoen ved det enkelte genudlån. Genudlånene indgår i den konsoliderede risikostyring på statsgælden, jf. kapitel 9.

GENUDLÅNSVIFTE

Tabel 8.2.1

	Sidste termin
6 pct. stående lån 2011	15. november 2011
4 pct. syntetisk stående lån 2012.....	15. november 2012
5 pct. stående lån 2013	15. november 2013
4 pct. syntetisk stående lån 2014.....	15. november 2014
4 pct. stående lån 2015	15. november 2015
4 pct. syntetisk stående lån 2016.....	15. november 2016
4 pct. stående lån 2017	15. november 2017
4 pct. stående lån 2019	15. november 2019

GENUDLÅN TIL OFFENTLIGE SELSKABER		Tabel 8.2.2	
Mia.kr., nominel værdi	Genudlån i 2008	Beholdning ultimo 2008	
Afviklingselskabet	4,4	4,4	
Danmarks Radio.....	0,9	2,7	
Energinet.dk	2,6	5,0	
Metroselskabet I/S	-	-	
Nordsøfonden	0,1	0,1	
Statens Serum Institut	-	-	
A/S Storebælt	2,3	11,0	
Udviklingselskabet By og Havn I/S ¹	1,9	10,8	
A/S Øresund	0,7	6,7	
I alt	12,8	40,6	

¹ Arealudviklingselskabet I/S skiftede i 2008 navn til Udviklingselskabet By og Havn I/S.

Genudlån til offentlige selskaber i 2008

I 2008 blev der ydet genudlån til offentlige selskaber for 13 mia.kr., jf. tabel 8.2.2. Det samlede udestående genudlån til offentlige selskaber var 41 mia.kr. ved udgangen af 2008.

Der blev ydet tre syntetiske genudlån for i alt 1,4 mia.kr. De syntetiske lån blev optaget for at udjævne afdragsprofilen på selskabernes genudlån. Endvidere blev der i 2008 optaget genudlån på termin for 700 mio.kr.

Afviklingselskabet til sikring af finansiel stabilitet A/S (Afviklingselskabet) fik i 2008 adgang til at optage genudlån, jf. boks 8.2. Derudover planlægger Statens Serum Institut at optage genudlån for første gang i 2009.

AFVIKLINGSSELSKABET	Boks 8.2
<p>I henhold til <i>Aftale om sikring af finansiel stabilitet</i> blev Afviklingselskabet til sikring af finansiel stabilitet A/S etableret 13. oktober 2008. Det statsejede selskab har til formål at sikre, at simple kreditorer i de pengeinstitutter og filialer, der er omfattet af garantiordningen (Det Private Beredskab), får dækket deres krav.</p> <p>Afviklingselskabet vil indskyde kapital i et datterselskab i tilfælde af, at et pengeinstitut ikke opfylder lovens solvenskrav, og der ikke er mulighed for en privatsektorløsning. Et eventuelt finansieringsbehov dækkes gennem optagelse af statslige genudlån.</p> <p>Det Private Beredskab betaler en garantiprovision til Afviklingselskabet på 7,5 mia.kr. årligt i to år, dvs. i alt 15 mia.kr. Hertil kommer en selvrisko, som skal dække de første 10 mia.kr. af et statsligt tab som følge af ordningen. Overstiger det skønnede underskud inklusive forrentning af den indskudte kapital i Afviklingselskabet de 15 mia.kr., der indbetales i garantiprovision, plus de 10 mia.kr., der stilles i kaution, skal Det Private Beredskab dække yderligere underskud i Afviklingselskabet med indtil 10 mia.kr. Alt i alt indebærer ordningen, at den danske stat først er eksponeret over for tab, hvis de samlede tab overstiger 35 mia.kr.</p>	

Genudlån til Danmarks Skibskredit A/S

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

Danmarks Skibskredit A/S optog i 2008 genudlån for ca. 700 mio.dollar, svarende til 3,4 mia.kr. Beholdningen af genudlån til Danmarks Skibskredit A/S var 10 mia.kr. ved udgangen af 2008.

I 2008 blev genudlånsordningen til Danmarks Skibskredit A/S udvidet med muligheden for optagelse af annuitetslån som supplement til den eksisterende mulighed for serielån. Lån udformes som 12-årige lån med halvårslige betalinger i kroner eller dollar. Der kan ydes genudlån til Danmarks Skibskredit A/S frem til udgangen af 2015. Det maksimale optag af genudlån er 18 mia.kr.

Staten indgår valutaswaps mellem kroner og dollar i tilknytning til genudlånene i dollar, så staten ikke får nogen valutakurseksponering som følge af genudlånene. Prisen på lånet fastsættes på baggrund af statens lånevilkår. I 2008 har situationen på de finansielle markeder medført, at det har været sværere at indgå swaps fra kroner til dollar ved genudlån til Danmarks Skibskredit A/S. Endvidere er antallet af mulige modparter ved disse transaktioner blevet færre.

LÅNEGARANTIER

8.3

Ved udgangen af 2008 har de offentlige selskaber optaget gæld med statsgaranti for i alt 56 mia.kr., jf. tabel 8.3.1. Ud over statsgarantierne, administreret af Statsgældsforvaltningen, har staten stillet garanti for yderligere ca. 100 mia.kr., bl.a. i forbindelse med almene boliger, eksportkreditter og internationale institutioner, jf. *Statsregnskabet*.

STATSLIGE LÅNEGARANTIER		Tabel 8.3.1
Mia.kr.	Lånegarantier i 2008	Beholdning ultimo 2008
Danmarks Radio	-	2,1
DSB	1,8	9,2
A/S Storebælt	-	21,8
Sund & Bælt Holding A/S	0,0	0,0
A/S Øresund	-	3,3
Øresundsbro Konsortiet	1,8	20,1
I alt	3,6	56,4

Anm.: Statsgarantier administreret af Statsgældsforvaltningen.

UDVIKLING I GENUDLÅN OG STATSLIGE LÅNEGARANTIER

8.4

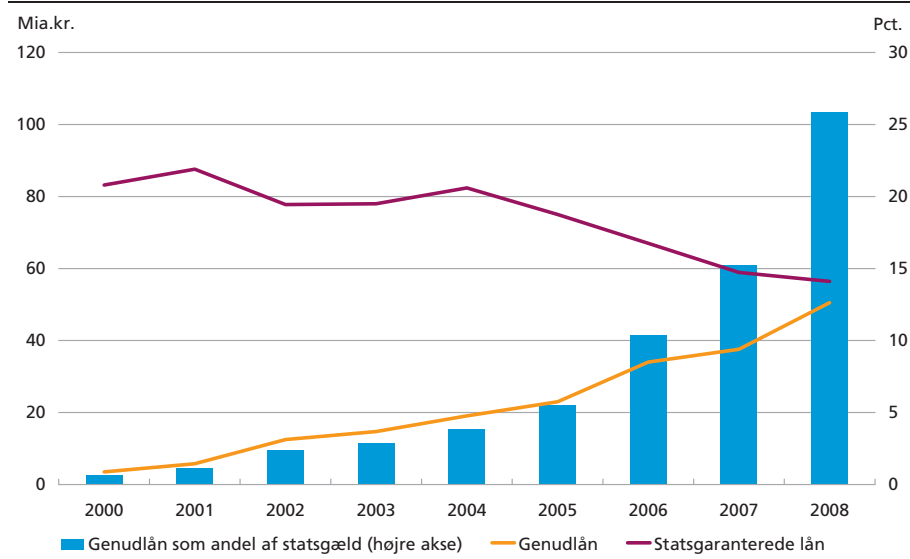
Staten har den samme eksponering over for et potentielt tab ved genudlån og ved statsgarantier, hvis et selskab misligholder sine lån. Genudlån og lånegarantier kan derfor overordnet set sidestilles, hvad angår risiko for staten, jf. *Statens låntagning og gæld 2004*, kapitel 9.

Siden 2000 har omfanget af statslige genudlån og lånegarantier været stabilt omkring 100 mia.kr. I de senere år har de statslige selskaber i højere grad finansieret deres gæld via statslige genudlån frem for låntagning i det private marked med statsgaranti, jf. figur 8.4.1. Udviklingen afspejler dels, at selskaberne har opnået en billig låntagning via genudlån, og dels at nye statslige selskaber kun har fået adgang til finansiering via genudlån.

En større anvendelse af genudlån frem for lånegarantier har i en periode med store overskud på statens finanser understøttet muligheden for at opbygge likvide statspapirserier. Ved at sikre likvide obligationsserier opnår staten en likviditetspræmie, som bidrager til at reducere statens og de statslige selskabers låneomkostninger. Faldet i statsgælden kombineret med det øgede omfang af genudlån har medført, at genudlånes andel af statsgælden er steget markant, jf. figur 8.4.1.

GENUDLÅN OG STATSLIGE LÅNEGARANTIER

Figur 8.4.1



KAPITEL 9

Risikostyring i 2009

Styringen af statens renterisiko i 2009 skal ses i lyset af de nye initiativer i låntagningen i slutningen af 2008, krisen på de finansielle markeder og større usikkerhed omkring statsfinanserne end normalt. Udgangspunktet for renterisikostyringen i 2009 er at indgå renteswaps for op til 20 mia.kr. Der skal dog tages højde for, at swapmarkederne i en længere periode ikke har været velfungerende.

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

Den finansielle krise og nedgraderinger af statens swapmodparter har i 2008 sat fokus på håndteringen af kreditrisikoen. Den løbende overvågning af kreditrisikoen er skærpet, og fx suppleres modparternes ratings med udviklingen i aktiekurser og CDS-spænd. I 2009 er det hensigten at indgå nye aftaler om sikkerhedsstillelse med henblik på at reducere statens krediteksponering yderligere.

RENTERISIKO

9.1

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

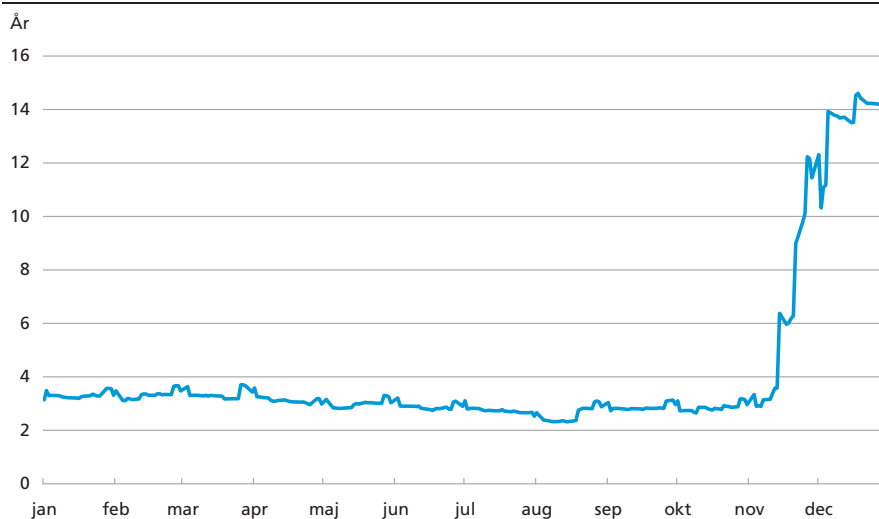
Renterisikostyring i 2008

I 2008 viste risikoanalysen, at det var muligt at reducere renterisikoen på statens gældsportefølje, uden at de forventede renteomkostninger ville stige væsentligt. Derfor blev sigtebandet for varigheden på statens gældsportefølje øget 0,25 år til 3,25 år \pm 0,5 år. Anvendelse af renteswaps i risikostyringen var betinget af en normalisering af swapmarkederne.

Tiltagende finansiell uro indebar, at forholdene på swapmarkedet blev forværret, og Statsgældsforvaltningen indgik derfor ikke renteswaps i 2008. Statens udstedelsesstrategi gav anledning til en gennemsnitlig varighed frem til midten af november på 3,0 år uden indgåelse af renteswaps, jf. figur 9.1.1.

VARIGHED 2008

Figur 9.1.1



I slutningen af året åbnede Statsgældsforvaltningen en 30-årig obligation på baggrund af tilkendegivelser om stor investorinteresse fra forsikrings- og pensionssektoren, jf. kapitel 3. Provenuet fra udstedelsen på ca. 90 mia.kr. blev placeret på statens konto i Danmarks Nationalbank. Det medførte en opbygning af statens bruttoporteføljer og et mismatch i varigheden på passiver og aktiver, hvorved varigheden på statsgældsporteføljen steg markant, jf. tabel 9.1.1.

Det blev i samråd med Finansministeriet besluttet, at Statsgældsforvaltningen ikke skulle modgå stigningen i varigheden, da omkostningerne ved indgåelse af renteswaps var ekstraordinært store. I slutningen af året lå det korte swapspænd 100-200 basispoint over det lange swapspænd, jf. figur 9.1.2.

Renterisikostyring i 2009

Styringen af statens renterisiko i 2009 skal ses i lyset af de nye initiativer i låntagningen i slutningen af 2008, krisen på de finansielle markeder og større usikkerhed omkring statsfinanserne end normalt. Udgangspunktet

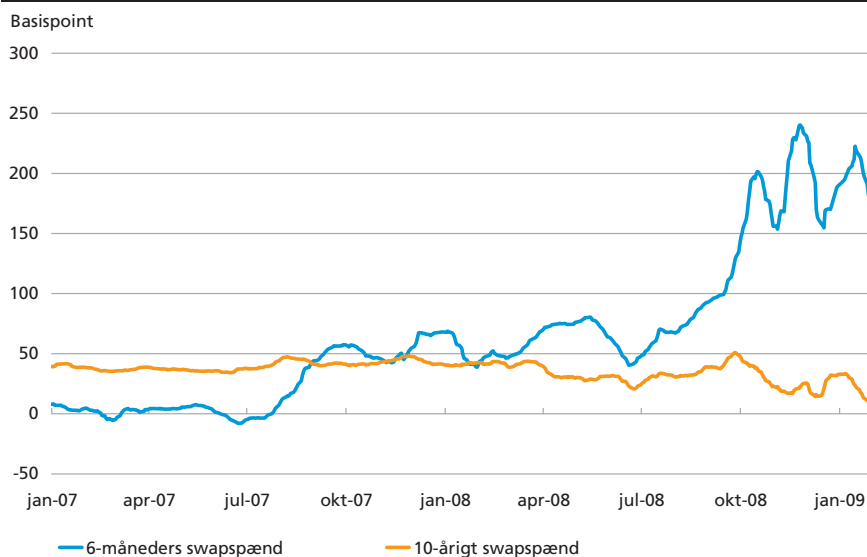
VARIGHED

Tabel 9.1.1

	Passiver	Aktiver	Statsgældsporteføljen
Ultimo 2007	3,2	3,0	3,3
Ultimo 2008	5,6	1,9	14,8

6-MÅNEDERS OG 10-ÅRIGT DANSK SWAPSPÆND

Figur 9.1.2

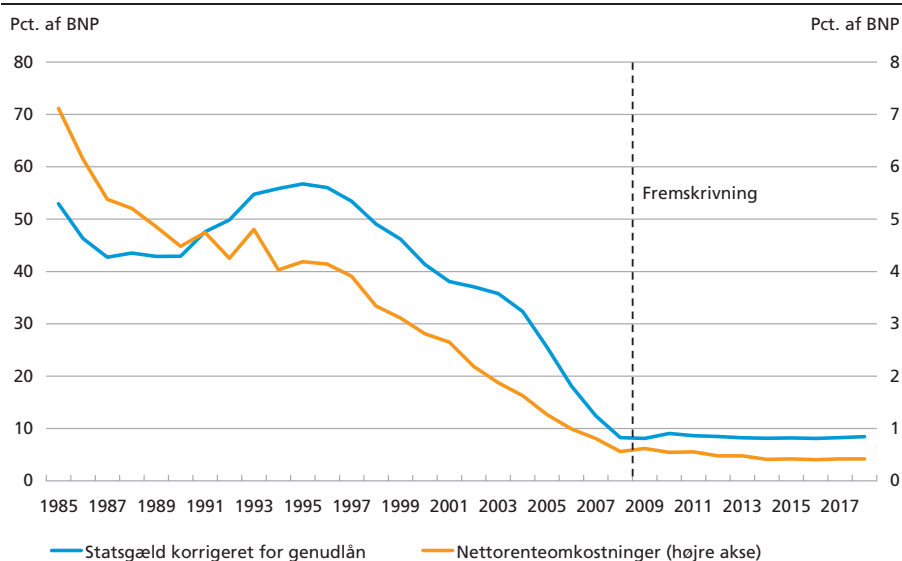


Anm.: Swapspændene er beregnet som 10-dages glidende gennemsnit.

for statens risikostyring er, at statens absolutte renterisiko er lav som følge af de senere års markante fald i statsgælden. På baggrund af Finansministeriets fremskrivning af de statslige finanser forventes lave renteomkostninger i de kommende år, jf. figur 9.1.3.

STATSGÆLDSPORTEFØLJEN OG NETTORENTEOMKOSTNINGER

Figur 9.1.3



Kilde: *Konvergensprogram 2008*, Finansministeriet og egne beregninger.

RENTEFIXING	Boks 9.1
<p>Rentefixingen er det kronebeløb, hvorpå der fastsættes ny, ukendt rente inden for ét år. Rentefixingen opgøres som rentefixingen på passiver fratrukket rentefixingen på aktiver.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Rentefixingen på passiver udgøres af årets udstedelse af statspapirer og beholdningen af renteswaps primo året • Rentefixingen på aktiver omfatter årets opkøb fra markedet, årets genudlån og det gennemsnitlige indestående på statens konto. <p>En stigning i renteniveauet på 1 procentpoint vil medføre en stigning i renteomkostningerne på ca. 1 pct. af rentefixingen.</p>	

Udgangspunktet for fastlæggelsen af statens renterisiko ved statsgældsmødet i december 2008 var et højt indestående på statens konto. Det betyder, at der fastsættes ny rente på flere aktiver end passiver i 2009, svarende til at rentefixingen på aktiverne er højere end rentefixingen på passiverne. Det giver samlet set anledning til en negativ rentefixing, jf. boks 9.1. En negativ rentefixing indebærer, at staten får større udsving i renteomkostningerne sammenlignet med en situation, hvor rentefixingen ligger tæt på nul. Ved indgåelse af renteswaps for op til 20 mia.kr. opnår staten en rentefixing, der er tættere på nul.

Analysen i Cost-at-Risk modellen

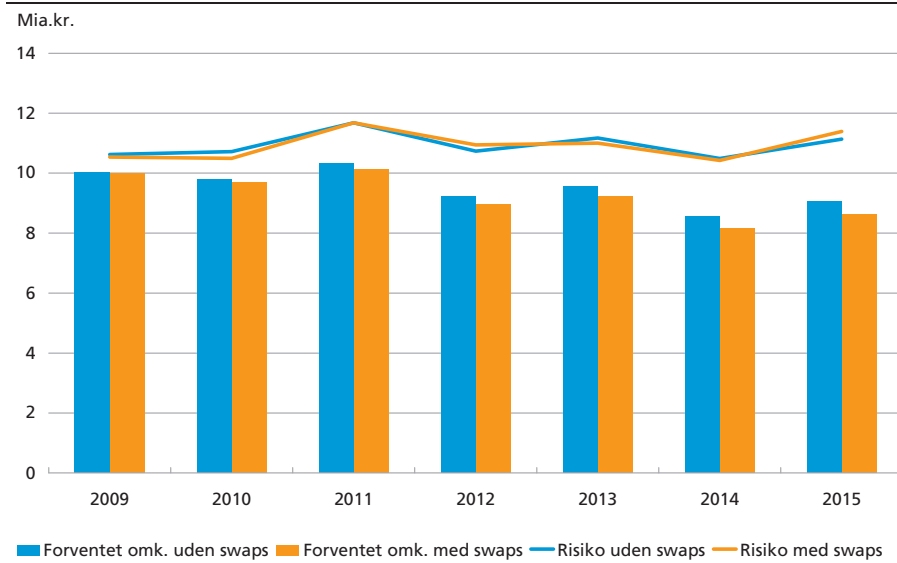
Varighed og rentefixing på statsgældsporteføljen er eksponeringsmål, der beskriver statens rentefølsomhed over for renteændringer. For at beregne statens renterisiko skal der tages hensyn til sandsynligheden for renteændringer.

Renterisikoen på den samlede gældsportefølje analyseres i Statsgældsforvaltningens Cost-at-Risk model (CaR). Sammenlignet med et forløb uden renteswaps viste beregningerne i CaR, at indgåelse af renteswaps for 20 mia.kr. reducerer den forventede renteomkostning med ca. 275 mio.kr. uden, at risikoen øges, jf. figur 9.1.4. Dermed understøtter CaR-beregningerne analysen af rentefixingen. Indgåelse af renteswaps bidrager til, at staten opnår et bedre match mellem aktiver og passiver, hvorved renterisikoen nedbringes.

En vigtig forudsætning bag resultaterne i CaR analysen er, at swapmarkederne normaliseres. Sker der ikke en normalisering af swapmarkederne, vil statens renterisiko primært være bestemt af statens udstedelsesstrategi og udviklingen i den statslige budgetsaldo.

OMKOSTNINGER OG RISIKO MED OG UDEN RENTESWAPS

Figur 9.1.4



VALUTAKURSRISIKO

9.2

Staten har udenlandsk gæld af hensyn til valutareserven. Valutakursrisiko er risikoen for, at statsgældens værdi i kroner stiger som følge af ændringer i valutakurserne. Valutakursrisikoen begrænses ved, at statens udenlandske gældsportefølje udelukkende er eksponeret i euro. På grund af den danske fastkurspolitik over for euro er valutakursrisikoen lav. Hertil kommer, at Danmarks Nationalbanks valutareserve altovervejende er eksponeret i euro, jf. kapitel 11.

Staten har i 2008 optaget lån og udstedt Commercial Papers i euro og dollar. Staten har indgået valutaswaps og terminsforretninger i forbindelse med den udenlandske låntagning i dollar, så staten udelukkende har valutakursrisiko over for euro.

Genudlån til Danmarks Skibskredit A/S ydes normalt i dollar, men valutakursrisikoen afdækkes ved indgåelse af valutaswaps fra kroner til dollar, hvor betalingsstrømmen modsvarer afdragene på genudlånet, jf. kapitel 8. Samlet set påtager staten sig derfor ikke valutakursrisiko ved ydelse af genudlån i dollar.

KREDITRISIKO

9.3

Kreditrisiko er risikoen for at lide et finansielt tab som følge af en modparts misligholdelse af sine betalingsforpligtelser. Staten er eksponeret over for kreditrisiko som følge af, at renteswaps og valutaswaps indgår i

STATENS STYRING AF KREDITRISIKO

Boks 9.2

Hovedpunkterne i statens principper for kreditrisikostyring er:

- Modparter skal have en høj kreditværdighed (rating)
- Som udgangspunkt indgås kun swaps med modparter, som har underskrevet en aftale om ensidig sikkerhedsstillelse
- Der benyttes alene standardiserede og simple rente- og valutawaps (plain vanilla)
- Der sikres spredning af swapomfanget på modparter
- Swaps kan ophæves, hvis modpartens rating falder under et bestemt niveau (rating triggers)
- Udviklingen i modparternes aktiekurser og CDS-spænd overvåges løbende.

En modpart skal som hovedregel minimum have en rating på Aa3/AA- fra mindst to anerkendte ratingbureauer. Ved at stille krav til modparters kreditværdighed holdes sandsynligheden for tab på et lavt niveau. Hvis en modpart misligholder sine betalingsforpligtelser, begrænses statens tab som følge af kravet om ensidig sikkerhedsstillelse (CSA-aftale). Ifølge statens CSA-aftaler er modparten forpligtet til at stille sikkerhed, hvis markedsværdien af swapporteføljen overstiger en tærskelværdi. Tærskelværdien angiver derfor den maksimale grænse for kreditrisiko på en modpart. Tærskelværdien afhænger af modpartens rating.

Alle statens aftaler med swapmodparter er baseret på den standardiserede ISDA Master Agreement, der blandt andet indeholder rating triggers. Rating triggers giver begge parter ret til at ophæve swaps, hvis den anden parts rating falder under et vist niveau (normalt A3/A-). Hvorvidt det kan betale sig for staten at ophæve swaps afhænger af den aktuelle krediteksponering, swappens restløbetid, omkostninger ved afvikling samt øvrige muligheder for at forhindre tab, fx øget sikkerhedsstillelse.

styringen af risikoen på statsgælden. Ved indgåelse af swaps er markedsværdien nul, men over tid kan markedsværdien udvikle sig i statens eller modpartens favør afhængigt af rente- og valutakursudviklingen. Udvikler markedsværdien sig i statens favør, opstår en krediteksponering over for modparten. Hvis modparten går konkurs eller misligholder kontrakten, risikerer staten at miste sit tilgodehavende. Rammerne for statens kreditstyring er kort beskrevet i boks 9.2. En mere detaljeret gennemgang findes i bilagsdelen bagerst i publikationen.

Overvågningen af statens krediteksponering er skærpet

Den finansielle uro i 2008 har sat fornyet fokus på håndteringen af statens kreditrisiko. Usikkerhed forbundet med vurdering af kreditværdigheden af statens swapmodparter er steget. Hastigheden, hvormed en bank kan gå fra at have en høj rating til at få en meget lav rating eller gå konkurs, er steget markant. Fx havde Lehman Brothers en rating på A+/A1 umiddelbart før, banken gik i betalingsstandsning.

Som konsekvens af urolige markedsforskeligheder er overvågningen af statens krediteksponering skærpet. Det indebærer bl.a., at ratingbureauernes

STATENS SWAPPORTEFØLJE, 2006-08, ULTIMO		Tabel 9.3.1		
	2006	2007 ¹	2008 ²	
Antal modparter	24	20	21	
Antal swaps	396	355	360	
	Hovedstol, mia.kr.			
Renteswaps, danske kroner	75,1	65,4	64,6	
Renteswaps, andre valutaer	61,6	57,2	70,0	
Valutaswaps DKK-EUR, EUR-DKK	14,2	13,3	11,3	
Valutaswaps DKK-USD ³	4,9	6,9	10,4	
Valutaswaps USD-EUR	-	-	13,2	
Valutaswaps, andre	1,8	-	0,0	
Strukturerede swaps	0,2	-	-	
Hovedstol, i alt	157,8	142,8	169,5	

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

² Eksklusive 1 swap overdraget fra Hypotekbanken, som udgjorde 35 mio.kr. ultimo 2008.

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

long-term rating suppleres med overvågning af udviklingen i modparternes aktiekurs og CDS-spænd¹. Ændringer i aktiekursen og CDS-spændene kan give en hurtig indikation af modparternes evne til at overholde sine betalingsforpligtigelser.

Modparter, der vurderes at være forbundet med højere grad af risiko, kommer under tættere opsyn på en såkaldt observationsliste. Kun under særlige omstændigheder indgås nye swaps med modparter på observationslisten.

Statens swapportefølge i 2008

Staten har i 2008 indgået 13 nye swaps med en samlet hovedstol på 30 mia.kr. Hovedparten er indgået i forbindelse med udenlandsk låntagning i dollar, der er blevet swappet til euro. Herudover er der indgået valutaswaps fra kroner til dollar for mindre beløb i forbindelse med genudlån til Danmarks Skibskredit A/S. Ultimo 2008 bestod swapporteføljen af 360 swaps fordelt på 21 modparter med en samlet hovedstol på 170 mia.kr., jf. tabel 9.3.1.

Markedsværdien af statens swaps ændrer sig i takt med ændringer i renter og valutakurser. Renteswaps er typisk brugt til omlægning fra lang til kort varighed, hvilket betyder, at staten primært betaler en variabel og modtager en fast rente. Markedsværdien af statens portefølje af renteswaps stiger dermed, når renterne falder. Markedsværdien af statens valutaswapportefølge påvirkes primært af kursen i dollar. I 2008

¹ En Credit Default Swap, CDS, er et finansielt instrument, der bl.a. anvendes til afdækning af kreditrisikoen på fx en virksomhed. Udviklingen i bankernes CDS-spænd afspejler derfor markedets vurdering af den pågældende banks sandsynlighed for at gå konkurs inden for den given periode.

SWAPPORTEFØLJENS MARKEDSVÆRDI (NETTO)		Tabel 9.3.2		
Mia.kr.	Ultimo 2006	Ultimo 2007 ¹	Ultimo 2008 ²	
Renteswaps	3,5	0,1	5,1	
Valutaswaps	0,2	0,4	- 1,4	
Strukturerede swaps	0,0	-	-	
I alt	3,7	0,5	3,8	

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

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

² Eksklusive 1 swap overdraget fra Hypotekbanken (markedsværdi 9 mio.kr. ultimo 2008).

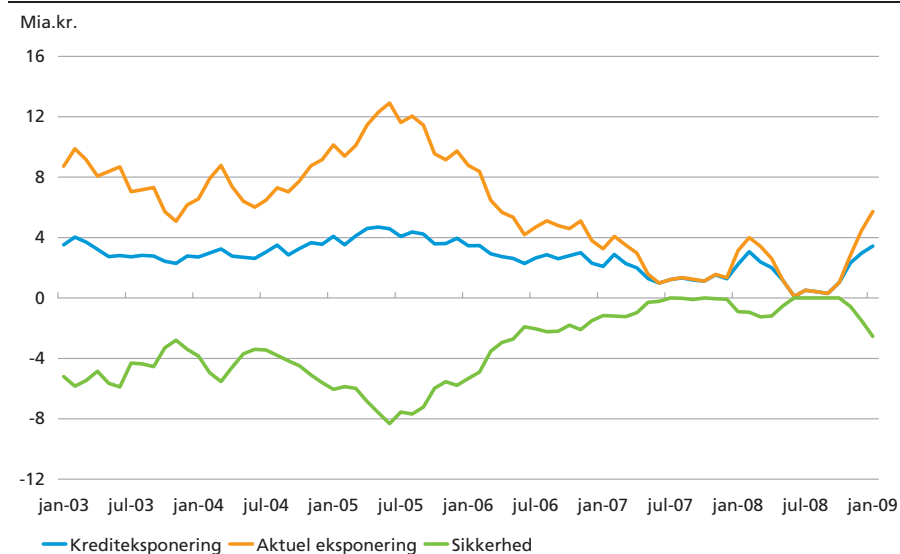
blev valutaswaps anvendt i forbindelse med den udenlandske låntagning samt genudlån i dollar til Danmarks Skibskredit A/S. Statens portefølje af valutaswaps mellem kroner og euro giver som følge af fastkurspolitikken ikke anledning til store udsving i markedsværdien.

I 2008 steg markedsværdien af statens swapportefølje med 3,3 mia.kr., jf. tabel 9.3.2. Stigningen skyldes hovedsagligt et faldende renteniveau.

Krediteksponering for swapporteføljen

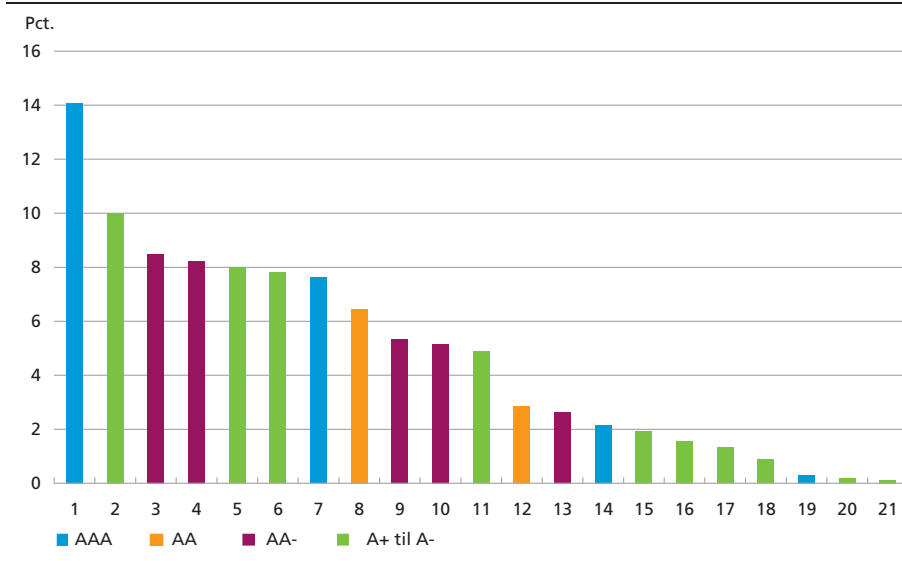
Krediteksponeringen for swapporteføljen opgøres under hensyntagen til porteføljens aktuelle eksponering og værdien af indlagt sikkerhed. Den aktuelle eksponering svarer til summen af de positive markedsværdier opgjort på nettobasis for de enkelte swapmodparter. I 2008 steg krediteksponeringen med 1,7 mia.kr til 3,0 mia.kr., jf. figur 9.3.1.

KREDITEKSPONERINGEN PÅ STATENS SWAPPORTEFØLJE Figur 9.3.1



SWAPPORTEFØLJEN OPDELT PÅ STATENS MODPARTER, ULTIMO 2008

Figur 9.3.2



Spredning på statens swapmodparter

Staten reducerer risikoen for tab ved at anvende mange swapmodparter. Indgåelse af swaps med en bred vifte af modparter er endvidere med til at sikre konkurrence i pristillelsen. Statens udestående swaps var ultimo 2008 fordelt på 21 modparter, hvoraf én modpart med en AAA rating havde en markedsandel på 14 pct., jf. figur 9.3.2.

Kreditkvaliteten i 2008

Statens krediteksponering i 2008 er fordelt på modparter med lavere kreditvurdering end tidligere år. Ved udgangen af 2008 var 30 pct. af krediteksponeringen fordelt på modparter med en AAA rating, svarende til et fald på knap 15 procentpoint i forhold til året før, jf. figur 9.3.3.

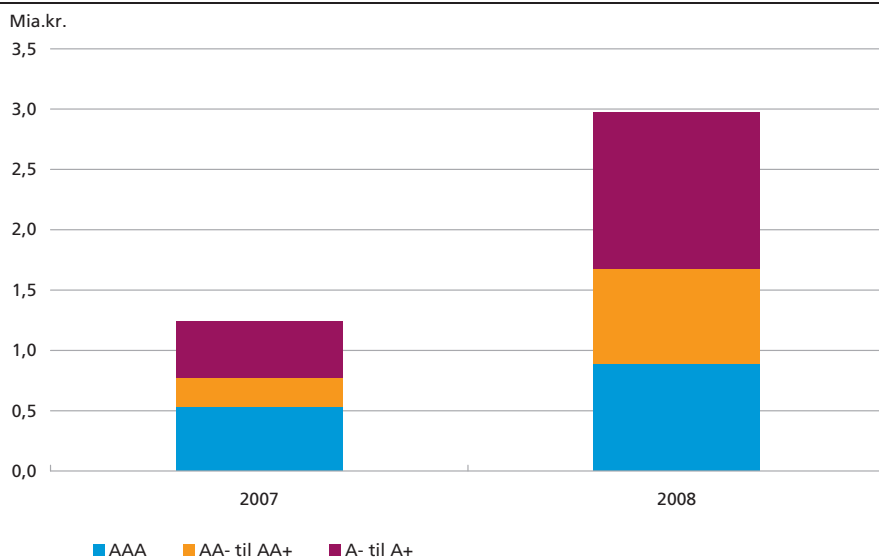
I løbet af 2008 foretog FitchRatings, Moody's og Standard & Poor's i alt 38 nedgraderinger fordelt på 12 af statens modparter. Af de seks mest anvendte modparter ultimo 2008, med en samlet markedsandel over 50 pct., blev fire nedgraderet i 2008. Heraf blev tre af modparterne nedgraderet to niveauer fra AA til A+, hvilket har medført en betydelig stigning i udestående swaps med modparter med en A+ rating.

Opdatering af statens kreditrisikostyring

Der har kun været mindre justeringer i statens kreditrisikostyring siden indførelsen af aftaler om sikkerhedsstillelse i slutningen af 1990'erne. Da der er sket en udvikling på området påbegyndte Statsgældsforvaltningen i 2008 en opdatering af statens kreditrisikostyring. Opdateringen foreta-

STATENS KREDITEKSPONERING FORDELT PÅ MODPARTERS RATING

Figur 9.3.3



Anm.: Den laveste rating er anvendt, hvis en modpart har forskellige ratings hos kreditvurderingsbureauerne.

ges med henblik på at reducere krediteksponeringen på statsgælden og gøre håndteringen af kreditrisikoen mere enkel og tidssvarende.

I foråret blev første trin i opdateringen gennemført, da staten overgik til daglig justering af sikkerhedsstillelsen frem for månedligt. Denne tilpasning mindsker krediteksponeringen og gør kreditrisikostyringen mere simpel, da det ikke længere er relevant at tage højde for udviklingen i den potentielle krediteksponering.

Ved udgangen af 2008 gik Statsgældsforvaltningen i gang med at genforhandle de eksisterende aftaler om sikkerhedsstillelse (CSA-aftaler). I henhold til de nuværende aftaler skal modparten stille sikkerhed i form af værdipapirer, når markedsværdien af swapporteføljen overstiger en tærskelværdi. Tærskelværdiens størrelse afhænger af modpartens rating. I genforhandlingen af aftalerne lægges vægt på at begrænse den samlede krediteksponering ved at reducere tærskelværdierne til nul. En lavere tærskelværdi betyder, at statens modpart skal stille mere sikkerhed, når markedsværdien af indgåede swaps udvikler sig i statens favør.

En lavere tærskelværdi vil medføre større administrationsomkostninger, da der oftere vil skulle kaldes sikkerhed. Denne problemstilling kan imødegås ved at hæve det minimumsbeløb, der skal overføres ved justering af sikkerhedsstillelsen (minimum transfer amount). I den nye CSA-aftale lægges op til, at aftalernes "minimum transfer amount" bliver forhøjet og gjort afhængigt af modpartens rating.

OPERATIONEL RISIKO**9.4**

Statsgældsforvaltningen er opdelt i front-, middle- og back office. Klar funktionsadskillelse mindsker de operationelle risici og understøtter muligheden for intern kontrol. Endvidere anvendes udelukkende standardiserede og velkendte finansielle instrumenter, og juridiske risici minimeres ved udelukkende at benytte standardiserede kontrakter.

Der er udarbejdet forretningsgange for de enkelte arbejdsopgaver, og alle forretningsgange vedligeholdes løbende og godkendes af ansvarshavende chef.

Specialkapitler

KAPITEL 10

Statsgældsforvaltningers rolle i lyset af den finansielle krise

Den finansielle krise har medført, at statsgældsforvaltningernes rolle har ændret sig på en række områder. Den særlige rolle, som statspapirer har i form af at være sikre aktiver, er blevet tydeliggjort, og statsgældsforvaltninger har indtaget en central rolle i forbindelse med finansieringen af hjælpepakker.

Det samlede statslige lånebehov ventes at stige som følge af lavere vækstudsigter og finansieringsbehov i forbindelse med hjælpepakker. Samtidig er statspapirmarkedet påvirket af, at banker i mange lande har fået mulighed for at udstede obligationer med statsgaranti. Kombinationen af større statslige lånebehov og bankernes mulighed for at udstede statsgaranterede obligationer har betydet, at der er øget konkurrence om at tiltrække investorer.

I Danmark har den finansielle uro tydeliggjort en række af de argumenter, som blev fremført for bevarelse af et likvidt statspapirmarked i rapporten "Statsgældspolitikken i lyset af faldende gæld". For det første har åbningspræmier i 2008 været særligt høje for udstedere, der ikke har udstedt i en længere periode. For det andet er rentespænd til andre typer renteinstrumenter, der i rolige perioder betragtes som tætte substitutter for statspapirer, blevet væsentligt udvidet.

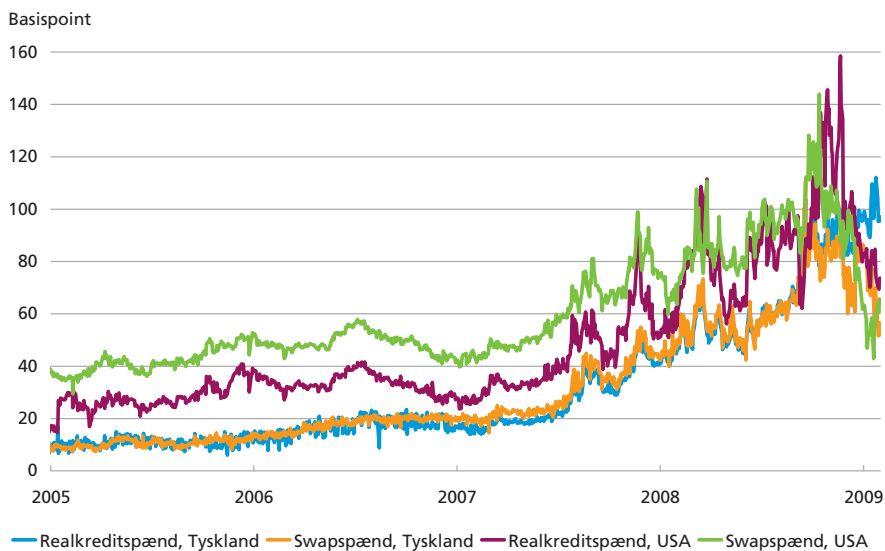
KRISENS BETYDNING FOR STATSGÆLDSFORVALTNINGERS ROLLE 10.1

I de fleste lande er statsgældsforvaltningers overordnede formål at dække statens finansieringsbehov til lavest mulige langsigtede låneomkostninger under hensyntagen til et acceptabelt risikoniveau. Herudover sigtes mod at lette statens adgang til kapitalmarkederne på længere sigt og at understøtte et velfungerende indenlandsk kapitalmarked.¹ Typisk har statsgældsforvaltningernes mandat i perioder med finansiell uro været bredere end i perioder med stabilitet.

¹ Guidelines for Public Debt Management: Accompanying Document and Selected Case Studies, IMF og Verdensbanken (2003).

5-ÅRIGT SWAP- OG REALKREDITSPÆND, TYSKLAND OG USA

Figur 10.1.1



Kilde: Bloomberg.

Statspapirmarkedets særlige rolle som prisreference

Den finansielle uro har understreget statspapirers særlige status på kapitalmarkedet. Statspapirer fungerer som prisreference for den øvrige del af obligationsmarkedet og for afledte finansielle instrumenter og bidrager derved til prisdannelse på hele det finansielle marked. Det skyldes, at statspapirer er standardiserede produkter med lav kreditrisiko og høj likviditet.

I stabile perioder kan realkreditpapirer og swaprenter fungere som et alternativ til statspapirer ved prisfastsættelse af andre finansielle produkter. I perioder med finansiell uro er forskellen mellem statspapirmarkedet og andre typer instrumenter mere åbenlyse, jf. figur 10.1.1. Den primære årsag til det udvidede spænd mellem statspapirrenter og realkredit-/swaprenter er forskelle i kredit og likviditet. Et effektivt statspapirmarked har derfor en særlig rolle som prisreference til andre finansielle produkter.

Statsgældsforvaltningers rolle i forbindelse med statsgarantier

Siden september 2008, hvor de amerikanske myndigheder overtog kontrollen med Fannie Mae og Freddie Mac, og der blev indgivet konkursbegæring fra Lehman Brothers, har en lang række lande vedtaget statslige hjælpepakker, som bl.a. har indeholdt statsgarantier og kapitalindskud til bankerne. Statsgarantier dækker i de fleste tilfælde både indskud fra simple kreditorer og obligationsgæld udstedt af bankerne inden for fastsatte rammer, der varierer mellem de enkelte lande. De fi-

nansielle hjælpepakker giver dermed bankerne mulighed for at optage lån på bedre vilkår.

Endvidere er der i flere lande foretaget statslige kapitalindskud i banker for at sikre et tilstrækkeligt kapitalgrundlag. Hensigten med statsgarantier og kapitalindskud er at sikre tilliden til det finansielle system, samt medvirke til at bankerne fortsat låner ud til virksomheder og private for at reducere finanskrisens negative indvirkning på den realøkonomiske udvikling.

I Europa blev den første finansielle hjælpepakke indført i Irland i september 2008. Efter annonceringen af den irske hjælpepakke indførte de fleste europæiske lande finansielle hjælpepakker i oktober.

De udstedte statsgarantier har som udgangspunkt primært været gældende i op til tre eller fem år, hvorfor bankernes låntagning næsten udelukkende ligger inden for denne tidsramme. Flere lande har efterfølgende valgt at forlænge løbetiden af statsgarantierne. Det skyldes, at bankerne ellers ville opbygge store forfald umiddelbart før udløb af statsgarantierne, hvilket ville give anledning til en høj refinansieringsrisiko.

I de fleste finansielle hjælpepakker indgår, at bankerne skal betale et gebyr afhængigt af graden af garantianvendelse og bankens kreditrisiko. I nogle tilfælde beregnes betalingen på baggrund af kreditværdigheden af hver enkelt bank, målt ud fra CDS-spænd, hvilket bl.a. har været anvendt i Portugal, Storbritannien og Sverige. Andre lande har indført et fast gebyr for at være dækket af statsgaranti, herunder bl.a. USA, hvor banker betaler et fast gebyr på 75 basispunkter til staten for nye udstedelser dækket af statsgarantien.

I Frankrig er der oprettet et særligt finansieringsselskab (SFEF), som har til opgave at foretage låntagning til dækning af franske bankers mellemlange finansiering. Der ydes ikke statsgaranti til udlån mellem banker, men via selskabet har banker adgang til samlet statsgaranteret låntagning for op til 320 mia.euro i løbetidssegmentet under fem år. Ved låntagning gennem SFEF forpligter banker sig til at overholde fastsatte regler for udlån, der skal sikre, at bankerne ikke anvender låntagningsmuligheden til udelukkende at sikre egen likviditet.

Ved at garantere bankudstedelser pådrager staten sig en betinget forpligtelse, der indtræffer i tilfælde af, at de enkelte banker ikke er i stand til at honorere betalinger til enten obligationsejere eller indskydere. Tabsrisikoen, som staten har påtaget sig, kompenseres i et vist omfang ved at lade de deltagende banker betale et gebyr. De forskellige statsgarantier medfører derfor isoleret set ikke et øget forventet finansieringsbehov, men giver staten en betinget forpligtelse. Håndteringen af disse garantier varetages i flere lande af statsgældsforvaltningen.

Kapitalindskud og opkøb af aktiver

Den finansielle krise har reduceret bankers kapitalgrundlag. På den baggrund er der risiko for, at banker reducerer deres udlån for at skabe bedre balance mellem udlån og kapitalgrundlag. For at give bankerne større tilskyndelse til at foretage udlån har flere landes finansielle hjælpepakker indeholdt direkte statslige kapitalindskud samt mulighed for rekapitalisering gennem salg af aktiver til staten.

I Sverige har statsgældsforvaltningen eksempelvis mulighed for at foretage kapitalindskud i banker. Som udgangspunkt vil indskud foretages mod levering af præferenceaktier til staten. Udvidelsen af den britiske hjælpepakke i januar 2009 er et eksempel på rekapitalisering. Banker kan forsikre sig mod eventuelle tab på eksisterende udlån mod at betale et gebyr og derudover forpligte sig til at fortsætte udlån til virksomheder og private. På den måde kan britiske banker undgå at skulle lægge kapital til side til afskrivninger på "dårlige lån".

I USA blev TARP ("Troubled Asset Relief Program") vedtaget i oktober 2008. Det væsentligste element i TARP var afsættelsen af 700 mia.dollar til køb af problemaktiver og rekapitalisering af finansielle institutioner mod levering af præferenceaktier. Derudover blev der i slutningen af november annonceret en ny redningspakke i USA, der bestod af opkøb for op til 600 mia.dollar realkreditobligationer fra Fannie Mae, Freddie Mac og Ginnie Mae samt understøttelse af lån til mindre virksomheder, studielån, billån og kreditkortlån for op til 200 mia.dollar. Den anden hjælpepakke var målrettet mod at øge kreditgivningen til kreditværdige forbrugere, herunder husejere. De amerikanske realkreditrenter faldt som ventet ovenpå offentliggørelsen af den anden hjælpepakke. Som resultat af planen om at opkøbe realkreditobligationer for 600 mia.dollar er de amerikanske myndigheder blevet aktivforvalter i en ukendt periode, frem til det igen vurderes hensigtsmæssigt at afhænde papirerne.

Opkøb af dårlige kreditter, som hjælpepakken i USA lægger op til, udnytter, at statens investeringshorisont er væsentligt længere end bankernes. På længere sigt, hvor forholdene har normaliseret sig, og markedsprisen på risiko er blevet lavere, forventes aktiverne at kunne afhændes til højere priser, end de blev købt til.

IMPLIKATIONER FOR STATSPAPIRMARKEDET

10.2

Øget udbud af statspapirer

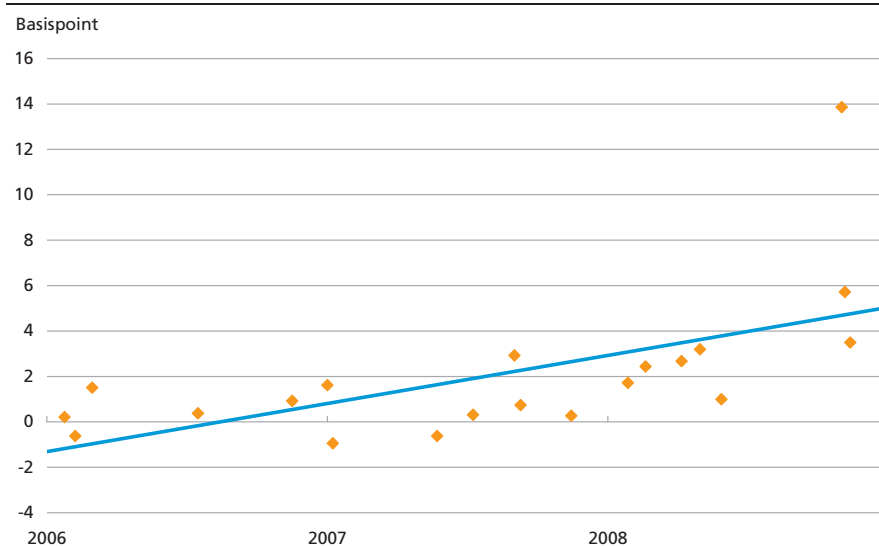
Flere forhold har påvirket udbuddet af statspapirer som følge af den finansielle uro. For det første betyder den generelle afmatning i verdensøkonomien, at der er udsigt til større statslige lånebehov på kort

sigt. For det andet vil de finansielle hjælpepakker øge lånebehovet, og for det tredje har statsgarantier i forbindelse med bankudstedelser betydet, at markedet for obligationsudstedelser med statsgaranti ventes at vokse væsentligt. Ifølge markedsdeltagere forventes statslige udstedelser i euroområdet at kunne overstige 1.000 mia.euro. I 2008 blev der udstedt for ca. 700 mia.euro. I USA varierer markedsdeltagernes skøn for statens udstedelsesbehov for finansåret 2009 mellem 1.600 mia.dollar og 2.500 mia.dollar. I finansåret 2008 blev der i USA udstedt for ca. 800 mia.dollar.

Som følge af stigningen i udbuddet er investorerne blevet mere selektive, og flere statsgældsforvaltninger har haft vanskeligt ved at få tilstrækkelig efterspørgsel ved auktioner og syndikeringer. For at få dækket udbuddet af obligationer har statsgældsforvaltningerne, navnlig fra efteråret 2008, betalt en udstedelsespræmie for at tiltrække investorer, jf. figur 10.2.1.

Flere statsgældsforvaltninger har som følge af de svære udstedelsesforhold samt usikkerhed om fremtidigt lånebehov gjort brug af større fleksibilitet i udstedelsesstrategien. Fx er der udstedt i statspapirer, der ikke var primære låneviftepapirer, og anvendt forskellige låneprogrammer, herunder CP- og EMTN-programmer.

ÅBNINGSPRÆMIER PÅ 10-ÅRIGE STATSPAPIRER I FEM LANDE, 2006-08 Figur 10.2.1



Anm.: Åbningspræmierne er beregnet som forskel i asset swapspænd mellem eksisterende og nye papirer i samme lobetidssegment. Der er medtaget observationer fra Belgien, Frankrig, Holland, Italien og Tyskland.

Kilde: Bloomberg.

Udbud af statsgaranterede bankudstedelser

Omfanget af statsgaranterede bankudstedelser forventes af markedsdeltagere at blive omkring 250 mia.euro i 2009 i euroområdet. Sammenholdt med den forventede stigning i den statslige låntagning ventes der således at ske en væsentlig stigning i stats- og statsgaranterede papirer i forhold til 2008.

Det massive udbud af statsgaranterede bankudstedelser har medført, at udstedelsen af statsobligationer er sket til højere renter end normalt. Dermed er nogle udstedelser foretaget til renter, der ligger over swapkurven. Næsten alle landes udstedelser er dog foregået til lavere niveauer end statsgaranterede bankudstedelser. Forskellen skyldes primært, at den høje likviditet i statspapirer har en værdi for investorerne.

Øget fokus på investor relations

I takt med større statslige udstedelsesbehov og flere udstedelser fra banker med statsgaranti er kontakten til investorer opprioriteret. I den øgede konkurrence blandt udstedere kan manglende forståelse af et lands økonomiske situation og sammensætning af finansielle hjælpepakker medføre, at investorer fravælger en udsteder. Ved i højere grad at kommunikere med potentielle investorer forsøger udstedere at modvirke denne tendens.

I forlængelse af den øgede fokus på investorkontakt er vigtigheden af en indenlandsk investorbasis blevet tydeligere (home bias). En stor interesse for en udstedelse fra indenlandske investorer kan skabe sikkerhed om en udstedelse samt virke som et stærkt signal og derved påvirke efterspørgslen fra udenlandske investorer positivt.

ÆNDRINGER I DEN DANSKE STATSGÆLDSFORVALTNINGS ROLLE 10.3

I rapporten *Statsgældspolitikken i lyset af faldende gæld*, der blev offentliggjort i *Statens låntagning og gæld 2007* analyserede Statsgældsforvaltningen perspektiverne for indretningen af statspapirmarkedet med udgangspunkt i fremskrivninger af lånebehov og markedssituationen på statspapirmarkedet.

Den overordnede strategi for statens låntagning i de kommende år baseres stadig på konklusionerne i rapporten. Staten har fortsat et lånebehov, der dækkes ved primært at udstede 10-årige statsobligationer. Den tiltagende finansielle krise i 2008 har vist, at argumenterne for at fortsætte statslige udstedelser, selv om staten i en periode ikke har et lånebehov, er blevet mere åbenlyse end beskrevet i rapporten.

Omkostninger ved genetablering af statspapirmarkedet

Analyser i rapporten viste, at staten i forbindelse med genåbning af statspapirmarkedet i en periode låner til dårligere vilkår sammenlignet med lånevilkårene i et etableret statspapirmarked.

Erfaringerne fra det seneste år har vist, at omkostningerne kan være større end først antaget, hvis genetableringen af et udstedelsesprogram er sammenfaldende med en periode med høj finansiel og økonomisk usikkerhed. I denne situation foretrækker hovedparten af investorerne kendte og likvide statspapirmarkeder. Samtidig kan det være nødvendigt at betale en ekstra høj præmie for at tiltrække investorer til et nyt marked, især hvis baggrunden for genetableringen af udstedelsesprogrammet er en markant forværring af statsfinanserne.

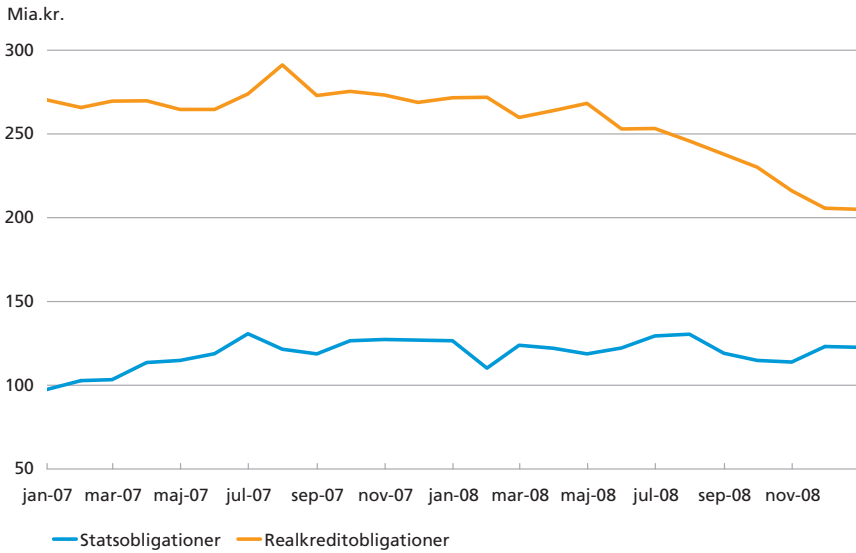
Statspapirers rolle i Danmark

De indenlandske statspapirer ejes hovedsageligt af danske pensionskasser og udlændinge. Da pensionskassernes forpligtelser er i danske kroner, har de en tilskyndelse til at holde danske papirer (home bias). Den danske fastkurspolitik, øget finansiel integration og produktudvikling medførte i begyndelsen af dette årti, at betydningen af det danske statspapirmarked i en periode blev nedtonet.

Den danske pensionssektors home bias blev mindre bl.a. som følge af udviklingen på swapmarkederne, der gav pensionskasserne nye muligheder for at adskille placering af aktiver og styring af valutakurs- og renterisiko. Høje kreditvurderinger af banker og realkreditinstitutter samt likvide realkredit- og swapmarkeder betød endvidere, at danske statspapirers rolle i prisfastsættelsen af finansielle instrumenter blev reduceret.

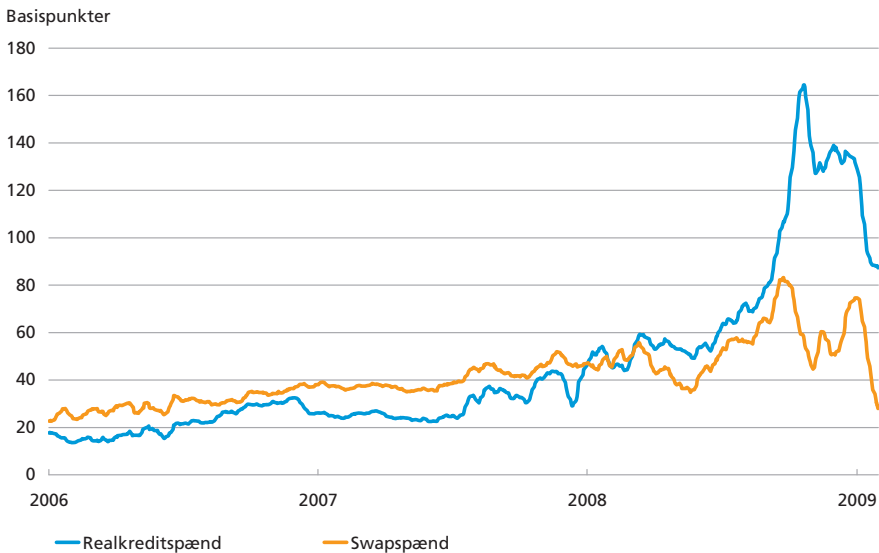
Den finansielle krise har betydet, at statspapirer igen spiller en central rolle både som investeringsobjekt og som prisreference. Danske pensionskasser har øget deres beholdning af danske statspapirer, hvilket bl.a. afspejler, at det er blevet vanskeligere at adskille deres placering af aktiver fra risikostyringen.

Statspapirer spiller også en væsentlig rolle i at fastholde udenlandske værdipapirinvesteringer i perioder med usikkerhed på de finansielle markeder. Siden begyndelsen af den finansielle uro i august 2007 har udlændinge nedbragt deres beholdning af realkreditobligationer med ca. 75 mia.kr., mens beholdningen af statsobligationer er uændret, jf. figur 10.3.1.

UDLÆNDINGES BEHOLDNING AF STATS- OG REALKREDITOBLIGATIONER Figur 10.3.1

Kilde: Værdipapirstatistik, Danmarks Nationalbank.

Den finansielle krise har medført, at statsobligationer i større omfang benyttes som reference for markedsudviklingen for den risikofrie rente. Det skyldes, at kreditrisikoen på statsobligationer fortsat er lav og likviditeten høj sammenlignet med andre markeder. I perioden med finansiell uro er det statslige rentespænd til renteswaps og realkreditobligationer steget kraftigt, jf. figur 10.3.2. Uden statsobligationer ville det være svært

5-ÅRIGT DANSK SWAP- OG REALKREDITSPÆND, 2006-08 Figur 10.3.2

Anm.: Spændene er beregnet som 10-dages glidende gennemsnit.

Kilde: Bloomberg.

FINANSIERING AF DE DANSKE FINANSIELLE HJÆLPEPAKKER

Boks 10.1

I Danmark er der vedtaget to finansielle hjælpepakker. Den første pakke (Bankpakken) blev vedtaget i oktober 2008, mens den anden pakke (Kreditpakken) blev vedtaget i februar 2009.

I den første finansielle hjælpepakke blev der givet statsgaranti for alle indskydere og andre simple kreditorers tilgodehavender i pengeinstitutter, der deltager i Det Private Beredskab. Til administration af eventuelle afviklinger af banker er Afviklingselskabet A/S blevet oprettet. Selskabets finansiering foregår ved, at den finansielle sektor bidrager med op til 35 mia.kr. Afviklingselskabet har desuden adgang til genudlån via staten, jf. kapitel 8. Som udgangspunkt vil staten ikke have omkostninger i forbindelse med den første finansielle hjælpepakke med mindre de samlede omkostninger overstiger et beløb på op til 35 mia.kr.

Kreditpakken giver mulighed for at tilføre op til 100 mia.kr. i ny hybrid kernekapital i danske penge- og realkreditinstitutter. De statslige kapitalindskud skal tilbagebetales og forrentes med en rente afspejlende den risiko, som staten pådrages.

at vurdere prisudviklingen på de enkelte markeder. Statspapirer har en unik egenskab som stabil prisreference over en længere periode. Samtidig bidrager markedet making i statsobligationer til øget prisgennemsigtighed. Det er med til at understøtte handlen med statsobligationer og har en positiv afledt effekt på handlen med andre finansielle produkter. Dermed bidrager statsobligationer til at understøtte det indenlandske kapitalmarked.

Statsgældsforvaltningen og de danske hjælpepakker

Et velfungerende statspapirmarked er særligt vigtigt i situationer, hvor staten får et uforudset stort lånebehov. Kreditkrisen har medført, at mange lande har valgt at skyde kapital i den finansielle sektor. Danmark har indført to finansielle hjælpepakker. I den første hjælpepakke (Bankpakken) finansierer bankerne selv tab op til 35 mia.kr., mens staten bærer risikoen for tab udover dette beløb, jf. boks 10.1. I den anden hjælpepakke (Kreditpakken) kan banker og realkreditinstitutter ansøge om lån fra staten på op til 100 mia.kr. Finansieringen af Kreditpakken dækkes ved træk på statens konto i Danmarks Nationalbank frem for at øge udstedelsen af statsobligationer. Indestående på statens konto er igen de seneste år bygget op som følge af, at staten har valgt at fastholde udstedelsesprogrammet i en periode med lave lånebehov. Det stiller staten i en gunstig situation, da staten har en større grad af fleksibilitet i udstedelsespolitikken.

KAPITEL 11

Konsolideret risikostyring i staten

Asset Liability Management (ALM) er et risikostyringsprincip, der dækker over styring af aktiver og passiver på konsolideret basis, dvs. risikoen på en portefølje af aktiver og passiver fastlægges samlet. Strategier for separat styring af risikoen på aktiver og passiver kan give anledning til betydelige omkostninger og risici på den samlede portefølje. ALM risikostyringsprincippet har udviklet sig over tid og anvendes i dag både i den private og offentlige sektor til styring af såvel finansielle som ikke-finansielle risici.

Statsgældsforvaltningen har i en årrække anvendt ALM princippet til styring af de finansielle risici på statens gæld. I takt med ændringer i statens porteføljesammensætning og en udvidelse af instrumenterne i risikostyringen er Statsgældsforvaltningens ALM analyser videreudviklet. ALM princippet anvendes endvidere bredt i styringen af risikoen på statens øvrige porteføljer, herunder risikoen på aktiver og passiver i statslige selskaber.

ALM SOM RISIKOSTYRINGSPRINCIP

11.1

Asset Liability Management (ALM) er et risikostyringsprincip, hvor hele balancen, dvs. både aktiver og passiver, indgår i risikoanalysen med henblik på at opgøre den samlede eksponering. Det muliggør, at risikoen kan begrænses ved at matche risici på aktiver og passiver, således at den ene side af balancen afdækker den anden.¹ Strategier for separat styring af risikoen på aktiver og passiver kan give anledning til betydelige omkostninger og risici på den samlede portefølje.

ALM har en lang historik, fx blev det danske realkreditsystem for over 200 år siden opbygget med udgangspunkt i et balanceprincip mellem aktiver og passiver.² ALM for finansielle porteføljer blev især videreudviklet i forbindelse med den meget ustabile periode efter oliekriserne i 1970'erne, hvor en række finansielle virksomheder fik tab som følge af et mismatch i deres portefølje af aktiver og passiver.

¹ Jf. Lars Risbjerg og Anders Holmlund, *Analytical Framework for Debt and Risk Management*, Advances in Risk Management of Government Debt, OECD 2005.

² Se www.realkreditraadet.dk under Branchen.

I dag omfatter ALM ikke kun finansielle porteføljer men også matchning af porteføljer uden eksplicite finansielle karakteristika. Livsforsikrings- og pensionselskaber kan fx mindske risikoen ved at placere aktiver i finansielle produkter, der har en betalingsprofil, som afspejler de forventede forpligtelser bestemt ud fra forventet dødelighed.¹

I de senere år har statsgældsforvaltninger i stigende grad haft fokus på ALM risikostyring. ALM risikostyring for staten indebærer i sin bredeste fortolkning, at risikostyringen omfatter alle statens finansielle og ikke-finansielle aktiver og passiver. ALM giver ikke nødvendigvis anledning til konstruktion af avancerede modeller for alle delporteføljer. ALM kan i mange tilfælde medføre en mere enkel risikostyring, fx er der ikke behov for at styre risikoen særskilt på to porteføljer, hvis risikoen på den ene portefølje afdækker risikoen på den anden.

Afgrænsning af aktiv- og passivporteføljer i statslig ALM-analyse

Et grundlæggende spørgsmål i statslig ALM risikostyring er, hvilke porteføljer af aktiver og passiver, der bør medtages i analysen. Statsgældsforvaltninger anvender forskellige afgrænsninger, typisk med udgangspunkt i finansielle porteføljer, ikke-finansielle porteføljer og fremtidige statslige ind- og udbetalinger (fx skatteindtægter og udgifter til overførselsindkomster). Det giver anledning til en opdeling af ALM i tre kategorier:

1. Kun finansielle aktiver og passiver på statens balance medtages i risikoanalysen. Dermed foretages risikoanalysen på statens finansielle nettoportefølje (fx rente- eller valutakurseksponering på nettoporteføljen).
2. Udover finansielle porteføljer medtages ikke-finansielle aktiver og passiver. Eksempelvis kan den finansielle risikoprofil for låntagning til et infrastrukturprojekt matches med en risikoprofil, der er eksponeret over for den realøkonomiske udvikling (fx afhænger afkastet af en broinvestering af den fremtidige trafik over broen og udviklingen i broafgiften).
3. Den bredeste form for ALM medtager alle statens aktiver og passiver, herunder fremtidige indtægter og udgifter. Målet er at reducere udsving i statens samlede budgetsaldo. Hensigten er at etablere en gældsstruktur, der sikrer, at sandsynligheden for høje gældsomkostninger mindskes i situationer, hvor de realøkonomiske omkostninger på statens budget vokser.

¹ Jens Thomsen og Jens Verner Andersen: *Levetidsderivater – et finansielt instrument til håndtering af udfordringer ved højere levealder*, Kvartalsoversigt 4. kvartal 2007, Danmarks Nationalbank.

STYRING AF STATSGÆLDSFORVALTNINGENS RISICI I DANMARK 11.2**Finansiell ALM og mål for omkostninger og risici**

Udgangspunktet for Statsgældsforvaltningens risikostyring i Danmark er en stabil makroøkonomisk ramme. Finanspolitikken har i en årrække været tilrettelagt med et stabilitetsorienteret sigte for hele økonomien på længere sigt, jf. *Danmarks Konvergensprogram 2008*. Derudover har Danmark et veludbygget indenlandsk kapitalmarked og adgang til de internationale kapital- og derivatmarkeder. Med den nuværende lave gæld er der samtidig en begrænset afsmitning fra udviklingen i markedsrenter til statens øvrige budget. På den baggrund afgrænses Statsgældsforvaltningens risikostyring til finansielle risici.

Statsgældsforvaltningen styrer de finansielle risici på statsgældsporteføljen på konsolideret basis, dvs. både aktiver og passiver i statsgældsporteføljen indgår samlet i risikoanalysen. Statsgældsforvaltningen definerer omkostninger og risiko på baggrund af nominelle periodiserede renteomkostninger. Det afspejler, at omkostningsbegrebet anvendes i statsregnskabet og i udarbejdelsen af de årlige finanslove. Derfor er Statsgældsforvaltningens risikostyring bygget op omkring afvejning af omkostninger og risiko målt på nominelle periodiserede renteomkostninger.

Porteføljer under Statsgældsforvaltningen

I Statsgældsforvaltningens risikostyring omfatter porteføljen af passiver indenlandsk og udenlandsk gæld, mens aktiverne omfatter indeståendet på statens konto i Danmarks Nationalbank, aktiverne i tre statslige fonde samt tilgodehavendet i forbindelse med statslige genudlån.

Siden 1997 er statsgælden faldet markant og porteføljesammensætningen ændret betydeligt. Gælden udgøres ikke længere hovedsageligt af passiver, men udgøres i dag af aktiver og passiver, der er 3-4 gange større end statsgældsporteføljen konsolideret set, jf. tabel 11.2.1.

PASSIVER OG AKTIVER I STATSGÆLDSPORTEFØLJEN		Tabel 11.2.1	
Mia.kr. (nominel værdi)	Ultimo 1997	Ultimo 2008	
Indenlandsk gæld	674	430	
Udenlandsk gæld	103	133	
Passiver i alt	777	563	
Statslige fonde	-147	-108	
Indestående på statens konto i Nationalbanken	-29	-260	
Genudlån	0	-51	
Aktiver i alt	-176	-418	
Statsgælden korrigeret for genudlån	601	144	

Anm.: Positivt fortegn angiver et passiv for staten, negativt fortegn et aktiv.

Adskillelse af udstedelsesstrategi og risikostyring

I slutningen af 1990'erne blev risikostyringen rettet mod en samlet varighedsmålsætning for hele porteføljen, og det blev besluttet at udvide statens risikostyringsinstrumenter med indenlandske renteswaps.

Det muliggjorde en mere fleksibel gældsforvaltning, hvor det i højere grad blev muligt at adskille udstedelsen i likvide statsobligationer fra styringen af statens renterisiko. Beslutningen om at indgå standardiserede, indenlandske porteføljerenteswaps bidrog samtidig til opbygningen af renteswapmarkedet i Danmark.

Styring af Statsgældsforvaltningens renterisici

Den overvejende risikofaktor på den danske statsgæld er renterisikoen, dvs. risikoen for højere renteomkostninger som følge af renteutviklingen. Varigheden er et udtryk for den gennemsnitlige restløbetid på porteføljen. I en situation, hvor statens gæld primært består af passiver, er varigheden et summarisk mål for afvejningen mellem omkostninger og risici. Udstedelse af lange obligationer sikrer stabile renteomkostninger på statens budget og er derfor forbundet med lav risiko. I denne situation opnås stabile renteomkostninger ved en høj varighed, svarende til lav renterisiko. Omvendt er finansiering i lange obligationer normalt forbundet med højere forventede renteomkostninger.

Faldet i statsgælden og store bruttoporteføljer af aktiver og passiver betyder, at fortolkningen af varigheden på statsgældsporteføljen er vanskeligere end tidligere. Det gælder ikke længere entydigt, at høj varighed er forbundet med lav renterisiko. Høj varighed kan i stedet afspejle, at der er et mismatch mellem aktiver og passiver, jf. tabel 11.2.2. I den nuværende situation med lavere varighed på aktiver end passiver, kan rentefald på kort sigt medføre stigende renteomkostninger, da gennemslaget på de bogførte renteudgifter er langsommere end på renteindtægter. Lav renterisiko kræver høj varighed på både aktiver og passiver.

Styringen af statens renterisiko fastlægges på baggrund af en afvejning mellem omkostninger og risici baseret på analyser i CaR modellen,

VARIGHED OG MARKEDSVÆRDI PÅ STATSGÆLDSPORTEFØLJEN, ULTIMO 2008 Tabel 11.2.2

	Varighed (år)	Markedsværdi (mia.kr.)
Passiver (indenlandsk og udenlandsk gæld).....	5,6	606
Aktiver (konto, fonde, genudlån)	2,0	-434
Statsgældsporteføljen	14,8	172

jf. *Statens Låntagning og Gæld 2006*, kapitel 9. Derudover indgår analyser af statens rentefixing, dvs. den del af gælden, der årligt skal fastsættes ny, ukendt rente på.

Styring af statsgældsforvaltningens instrumentrisici

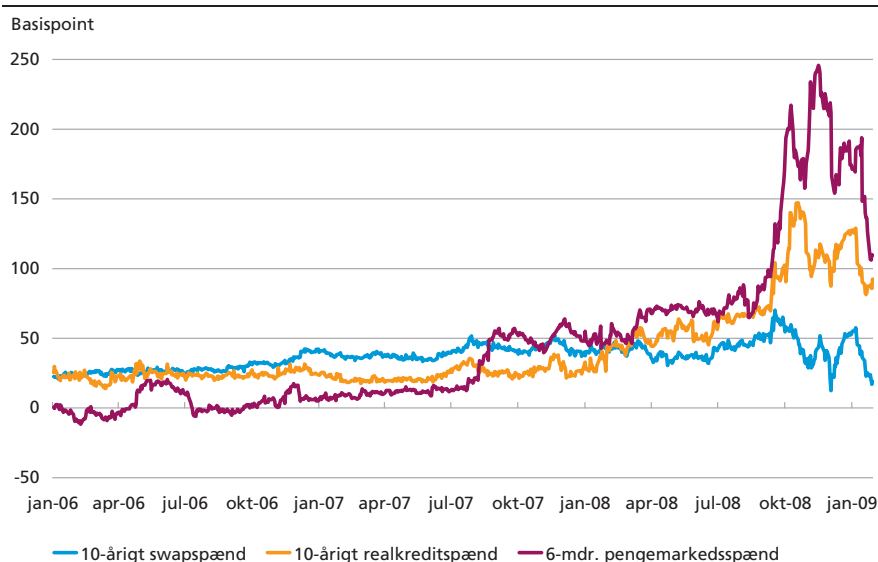
Varigheden på statsgælden tager ikke hensyn til instrumentrisiko, dvs. risikoen for, at renter i samme løbetidssegment, men på forskellige instrumenter, udvikler sig forskelligt. Den nuværende portefølje er eksponeret over for udviklingen i både statspapirrenter, realkreditrenter, swaprenter samt den pengepolitiske rente. Instrumentrisikoen har i en lang periode været meget lille, da udviklingen på de forskellige rentemarkeder har været meget tæt forbundet.

Turbulensen på kapitalmarkederne i 2008 medførte imidlertid stor divergens i renteudviklingen på markedet for statsobligationer, realkreditobligationer og renteswaps, jf. figur 11.2.3. Som følge heraf er Statsgældsforvaltningens risikoanalyse udvidet til i højere grad at omfatte instrumentrisiko.

Det er fortsat hensigten at adskille statens udstedelsesstrategi fra risikostyringen ved indgåelse af renteswaps. I lyset af den seneste udvikling på renteswapmarkedet overvejer Statsgældsforvaltningen at anvende nye typer af renteswaps, hvor den variable betaling i renteswappen i højere grad afhænger af udviklingen i den pengepolitiske rente.

RENTESPÆND TIL STATSKURVEN

Figur 11.2.3



Kilde: Bloomberg.

Statslige selskaber

En række statslige selskaber har adgang til at optage lån med statsgaranti eller til at optage lån direkte hos staten (genudlån). Staten har den samme eksponering over for et potentielt tab ved statsgarantier og ved genudlån, hvis et selskab misligholder sine lån. Derfor har Statsgældsforvaltningen udarbejdet overordnede retningslinjer for selskabernes låntagning og en liste over acceptable låntyper, der skal sikre, at selskaberne ikke tager risici, som staten ikke selv påtager sig.

Selskaberne er ansvarlige for, at deres risikostyring er i overensstemmelse med de fastlagte retningslinjer. Selskabernes risikostyring tager udgangspunkt i en ALM analyse for de aktiver og passiver, de er ansvarlige for. I aktiverne indregnes ikke kun finansielle aktiver, men typisk også reale aktiver, svarende til ALM kategori 2, jf. afsnit 11.1. Risikoen på selskabernes gældsportefølje fastlægges ud fra et mål om at matche de reale risici på aktiverne. Fx har broselskaberne (A/S Øresund og A/S Storebælt) inddraget indtægter fra broafgifterne i risikoanalysen. Da broafgifterne forventes at følge prisudviklingen, har broselskaberne valgt at lade en del af deres gæld være inflationsindekseret.

Valutakursrisikoen i de statslige selskaber er fastlagt i retningslinjerne for selskabernes risikostyring, der afgrænser valutaeksponeringen til kroner og euro (samt svenske kroner for A/S Øresund). Der er endvidere opstillet klare principper for de statslige selskabers styring af kreditrisiko, jf. kapitel 8.

Almene boliger

I 2008 blev det besluttet at afdække statens renterisiko i forbindelse med almene boligers årlige refinansiering ved at lade DSP investere i de tilsvarende realkreditobligationer, jf. kapitel 3. Samstyringen reducerer på en enkel måde statens renterisiko. Tidligere har der ikke været direkte samstyring af renterisici, men der har været et overordnet princip om, at renterisikoen på de almene boliger ligger på linje med renterisikoen på statsgælden. Koordineringen er sket i regi af Finansieringsgruppen for almene boliger med repræsentanter fra Finansministeriet, Økonomi- og Erhvervsministeriet, Velfærdsministeriet og Statsgældsforvaltningen.

Forsvarsministeriet

I 2005 blev der etableret en valutaafdækningsaftale mellem Forsvarsministeriet og Danmarks Nationalbank. Formålet var at afdække statens valutakursrisiko i tilknytning til indkøb af forsvarsmateriel i dollar, da udsving

i dollarkursen tidligere har haft budgetmæssige konsekvenser. Det er et eksempel på, at usikkerheden på statens fremtidige betalinger afdækkes for at stabilisere og styre statens budgetudgifter, svarende til ALM kategori 3, jf. afsnit 11.1. I praksis sker afdækningen ved, at Danmarks Nationalbank indgår terminkontrakter i dollar med staten. Danmarks Nationalbank afdækker løbende valutarisikoen over for dollar i sin interne risikostyring. Koordineringen sker inden for rammerne af en aftale mellem Danmarks Nationalbank, Finansministeriet og Forsvarsministeriet.

Kommuner og regioner

Låntagning i kommuner og regioner foretages via KommuneKredit, der har til formål at yde lån og finansiel leasing inden for rammerne af de regler, som Velfærdsministeren fastsætter. Reglerne for låntagning er specificeret i bekendtgørelser. Et grundprincip i låntagningen er solidarisk hæftelse for kommuner og regioner. KommuneKredits lån finansieres ved udstedelse af obligationer, og kommuner og regioner må anvende simple standardiserede finansielle instrumenter i deres risikostyring.

STATSLIG ALM I ANDRE LANDE

11.4

I de seneste år har nogle lande rettet fokus mod at udjævne udsving i statens budgetsaldo, dvs. den bredeste form for ALM (kategori 3). Udjævning af statens budgetsaldo er især interessant, hvis det er muligt at identificere vigtige stød til realøkonomien, som kan afdækkes gennem en bestemt gældsstruktur. Det akademiske argument bag denne form for risikostyring bygger på, at stigninger i statens finansielle omkostninger som følge af markedsudviklingen påvirker statens skattepolitik. Ifølge Barro's tax smoothing hypothesis er det forbundet med velfærdstab.¹ Den potentielle gevinst ved budget smoothing er mindre for lande med lav gæld, da udsving i statens renteomkostninger har mindre betydning for fastlæggelsen af statens budget eller skattepolitik.

Implementering af den brede form af ALM kan være vanskelig, da hovedparten af statens budgetposter (fx skatter og afgifter) ikke har eksplicite finansielle karakteristika, som umiddelbart kan matches med gældens finansielle karakteristika. Det mest oplagte finansielle instrument til budget smoothing er udstedelse af obligationer, der er indekset med inflation. Dette instrument stabiliserer den samlede budgetsaldo, hvis der er en positiv korrelation mellem inflation og den primære budgetsaldo, men gør udsving i budgetsaldoen større, hvis der er en

¹ Robert J. Barro, *On the Determination of the Public Debt*, Journal of Political Economy, Vol. 87, oktober 1979.

negativ korrelation. Fx har Holland valgt ikke at udstede inflationsindekserede obligationer bl.a. på baggrund en negativ korrelation mellem overskud på det primære budget og inflation.¹ En anden årsag til udstedelse af inflationsindekserede obligationer er, at der i nogle lande er en strukturel efterspørgsel, især hvis landets pensionselskaber har forpligtelser, som afhænger af inflationen.

SAMSTYRING AF RISIKO MELLEM STATEN OG NATIONALBANKEN 11.5

Som følge af fastkurspolitikken er penge- og valutakurspolitikken indrettet efter at holde den danske krone stabil over for euro. Princippet for styring af Danmarks Nationalbanks risiko er beskrevet i *Finansiel styring i Danmarks Nationalbank*, jf. www.nationalbanken.dk. Heri fremgår, at "valget af risikoniveau er præget af forsigtighed". Baggrunden for dette er, at store tab i forbindelse med risiko, der ligger ud over Danmarks Nationalbanks opgaver og formål, ikke er forenelige med en høj troværdighed. Hensynet til penge- og valutakurspolitikken vejer altid tungere end hensynet til afkast.

Samstyring af valutakursrisiko

Staten optager udenlandske lån af hensyn til valutareserven. Da statens udenlandske låneprovenu overføres til valutareserven, er der en direkte sammenhæng mellem valutakursrisikoen for staten og Danmarks Nationalbank.

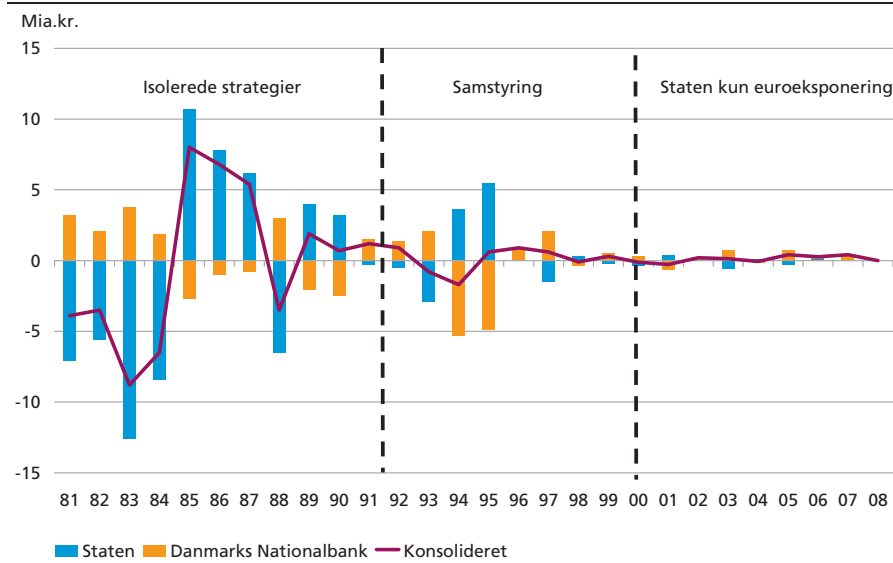
Valutakursrisikoen for statens udenlandske gæld og Danmarks Nationalbanks valutareserve er siden 1992 samstyret. Erfaringerne fra 1980'erne var, at valutakursudsving ikke blot kan medføre meget store tab eller gevinster for staten og Danmarks Nationalbank isoleret set, men også samlet set, jf. figur 11.5.1. Samstyringen af valutakursrisikoen gav klarhed om staten og Danmarks Nationalbanks samlede valutakursrisiko. Formålet var at begrænse den samlede valutakursrisiko ved at sikre, at staten ikke låner i én valuta, mens Danmarks Nationalbank placerer i en anden.

Siden samstyringens introduktion er statens og Danmarks Nationalbanks bruttovalutakurseksponeringer stort set omlagt til euro. Statens udenlandske låntagning har siden 2001 udelukkende været med sluteksponering over for euro, og valutareserven er hovedsageligt eksponeret over for euro. Formålet med samstyringen er dermed opfyldt, uden at der er behov for løbende at fastlægge rammer for den samlede valutakurseksponering.

¹ *Outlook 2009*, Dutch State Treasury Agency, www.dutchstate.nl.

VALUTAKURSGEVINSTER FOR STATEN OG DANMARKS NATIONALBANK

Figur 11.5.1



Samstyring af renterisiko

Når staten supplerer valutareserven med udenlandske lån, sker det typisk ved, at staten udsteder obligationer med mellemlang løbetid (3-5 år), mens Danmarks Nationalbank placerer provenuet med helt kort løbetid. Selv om løbetiden på lån og placering er forskellig giver det ikke anledning til en ændring i renterisikoen for staten og Danmarks Nationalbank, hverken isoleret eller konsolideret set.

Årsagen er, at varigheden på statsgældsporteføljen som udgangspunkt holdes uændret – fx vil en stigning i den udenlandske gælds varighed blive modgået af en tilpasning af varigheden på de øvrige porteføljer. Set isoleret for Danmarks Nationalbank betyder statens udenlandske låntagning, at både statens konto og valutareserven øges. Det giver ikke anledning til en ændring i Danmarks Nationalbanks risiko, da valutareserven er placeret kort.

Forskelle i niveau for renterisiko

Det overordnede niveau for risikoen fastlægges separat for staten og Danmarks Nationalbank. Det afspejler, at opgaver og formål på de to porteføljer er forskellige. Derudover har regnskabsprincipper betydning for, hvad der betragtes som risiko. Statsgældsforvaltningen opgør omkostninger som nominelle periodiserede renteomkostninger, mens Danmarks Nationalbank opgør resultatet til markedsværdi.

Forskellen i regnskabsprincipper har betydning for vurderingen af renterisici på obligationsbeholdningen. Markedsværdien af obligationer med lang løbetid er mere følsom over for renteændringer end obligationer med kort løbetid. Opgjort til markedsværdi kan der således være store udsving i regnskabet på værdien af lange obligationer, mens de periodiserede nominelle rentebetalinger på obligationer med lang løbetid er stabile.

Bilag

Information om statens låntagning og gæld

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

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

Henvendelser om statens låntagning og gæld kan ske til Statsgældsforvaltningen på mailadressen governmentdebt@nationalbanken.dk. Omstående tabel giver en oversigt over den løbende information, der udsendes om statens låntagning og gæld.

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

INFORMATION VEDRØRENDE STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD

	Overordnet indhold	Her findes informationen	Udgivelsesfrekvens
<i>Statens låntagning og gæld</i> , normalt i februar	<ul style="list-style-type: none"> • Udviklingen det foregående år • Detaljerede gælds- og transaktionsopgørelser • Rapportering om forhold af betydning for gældsplejen 	<ul style="list-style-type: none"> • www.statsgaeld.dk 	Årligt
<i>Statsgældspolitikken</i> , juni og december	<ul style="list-style-type: none"> • Strategi for låntagning • Lånevifte 	<ul style="list-style-type: none"> • DN-Nyheder • www.statsgaeld.dk 	Halvårligt
Åbning af nye papirer	<ul style="list-style-type: none"> • Kupon • Udløbsdato • Åbningsdag 	<ul style="list-style-type: none"> • DN-Nyheder • www.statsgaeld.dk 	Irregulært
<i>Budgetoversigt</i> , normalt i maj, august og december	<ul style="list-style-type: none"> • Nettofinansieringsbehov, inde-værende og kommende år 	<ul style="list-style-type: none"> • Publikation fra Finansministeriet • www.fm.dk 	Normalt 3 gange årligt
Månedligt opkøb og salg, 1. bankdag	<ul style="list-style-type: none"> • Mdl. salg fordelt på papirer • Mdl. opkøb fordelt på papirer • Mdl. valutaswaps 	<ul style="list-style-type: none"> • www.statsgaeld.dk 	Månedligt
Statens fondes beholdning af statspapirer 1. bankdag	<ul style="list-style-type: none"> • Statens fondes beholdning af danske statspapirer opgjort ultimo foregående måned 	<ul style="list-style-type: none"> • www.statsgaeld.dk 	Månedligt
<i>Valuta og likviditet</i> , 2. bankdag	<ul style="list-style-type: none"> • Statens nettofinansieringsbehov 	<ul style="list-style-type: none"> • Pressemeldelse fra Danmarks Nationalbank • www.nationalbanken.dk 	Månedligt
<i>Dagsfordeling af statens betalinger</i> , 2. sidste bankdag	<ul style="list-style-type: none"> • Dagsfordeling for likviditetspåvirkningen af statens betalinger i de kommende måneder 	<ul style="list-style-type: none"> • Opgørelse fra Danmarks Nationalbank • www.statsgaeld.dk 	Månedligt
Statens lånebehov	<ul style="list-style-type: none"> • Lånebehov jf. <i>Statsgældspolitikken</i> • Statens udstedelser 	<ul style="list-style-type: none"> • DN-Nyheder • www.statsgaeld.dk 	Dagligt
Dagligt opkøb og salg	<ul style="list-style-type: none"> • Dagligt salg fordelt på papirer • Dagligt opkøb fordelt på papirer 	<ul style="list-style-type: none"> • DN-Nyheder • www.statsgaeld.dk 	Dagligt

Principper for styring af kreditrisiko på statens swaps

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

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

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

- Aftalerne er ensidige, således at kun statens modparter stiller sikkerhed.
- Der skal først stilles sikkerhed, når markedsværdien i statens favør overstiger et aftalt beløb (tærskelværdien). Tærskelværdien vil afhænge af modpartens rating, jf. tabel 1.
- Der overføres (tilbageføres) kun sikkerheder på 10 mio.kr. eller derover.
- Tilladte sikkerheder vil normalt bestå af statsobligationer, der har en rating på minimum Aa3/AA-. Andre obligationer kan også accepteres efter konkret vurdering, fx danske realkreditobligationer. Obligationers sikkerhedsværdi beregnes som kursværdien efter et kursfradrag (haircut). Haircuts vil afhænge af obligationernes restløbetid og skal tage højde for, at obligationerne kan falde i værdi.
- Administrationen af obligationer, der er stillet til sikkerhed for staten, er overdraget til den depotbank, hvor sikkerhederne er deponeret. Depotbanken vil på statens vegne anmode modparten om supplerende sikkerhed, hvis de deponerede obligationers sikkerhedsværdi falder og derved ikke kan dække markedsværdien på de indgåede swaps efter fradrag af tærskelværdien. Ved overdækning er depotbanken tilsvarende bemyndiget til at frigive obligationer til modparten.

TÆRSKELVÆRDIER		Tabel 1
Modparts rating		Tærskelværdi (maksimal usikret markedsværdi)
Moody's	Standard & Poor's, Fitch	Mio.kr.
Aaa	AAA	500
Aa1	AA+	400
Aa2	AA	300
Aa3	AA-	200
A1	A+	150
A2	A	100
A3	A-	50

Anm.: Ved forskellige ratings lægges den laveste rating til grund ved fastsættelsen af tærskelværdi for maksimal usikret markedsværdi i statens favor. Ratings under den stiplede linje tillader kun indenlandske renteswaps, valutawaps fra kroner til euro og valutawaps fra euro til kroner.

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

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

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

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

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

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

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

Vilkår for statens og Den Sociale Pensionsfonds værdipapirudlånsordninger

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

Vilkår for statens værdipapirudlån

1. Der udlånes statspapirer, som indgår i statens primære lånevifte, og statspapirer med benchmarkstatus.
2. De nærmere vilkår for udlån af det enkelte statspapir meddeles i den halvårslige meddelelse om strategien for statsgældspolitikken.
3. Statsobligationer kan udlånes til primary dealere i statsobligationer.
4. Det maksimale udlån for hver af statsobligationerne er under normale omstændigheder 4 mia.kr. Dette loft kan hæves i situationer med unormal prisdannelse på det private marked for værdipapirudlån.
5. Gebyret er 0,2 pct. p.a.
6. Udlån sker som såkaldte buy-/sell-back transaktioner. Deltagere låner papirer i én buy-/sell-back transaktion og udlåner samtidig (stiller sikkerhed) i en anden buy-/sell-back transaktion.
7. Papirerne kan lånes i en periode på 1-5 handelsdage.
8. Transaktioner kan indgås i tidsrummet mellem kl. 9.00 og 15.30, men bør så vidt muligt indgås inden kl. 14.00.
9. Udlånene foretages i den rækkefølge, værdipapirhandlere henvender sig til Danmarks Nationalbank den pågældende dag. Der forbeholdes ret til at foretage en diskretionær tildeling, hvis det skønnes hensigtsmæssigt.
10. Som sikkerhed accepteres danske statspapirer i kroner (stående lån) udstedt gennem Værdipapircentralen (VP) i serier med et udestående på mindst 3 mia.kr.
11. Der anvendes et tillæg, henholdsvis et fradrag, på 2,5 pct. på hver buy-/sell-back transaktion. Markedsprisen på papiret udlånt af sta-

- ten øges således med 2,5 pct., og markedsprisen på sikkerhedsstillelsepapiret reduceres med 2,5 pct.
12. Afvikling finder sted som handelstransaktioner den efterfølgende handelsdag.
 13. I tilfælde af at kun én af buy-/sell-back transaktionerne afvikles, ligegyldigt om det er udlåns- eller sikkerhedsstillelsestransaktionen, er deltagerne forpligtet til øjeblikkeligt at sikre afvikling af den ikke-gennemførte transaktion.
 14. For medlemmer af obligationsdelen på NASDAQ OMX sker indberetning af transaktionerne til NASDAQ OMX som to eller flere separate genkøbsforretninger.
 15. Statsgældsforvaltningen kan løbende ændre vilkårene for statens værdipapirudlånsordning for at afspejle vilkår i markedet og for at sikre en velfungerende værdipapirudlånsordning. Statsgældsforvaltningen informerer primary dealerne mindst én uge før ikrafttrædelse af ændringer i vilkårene for værdipapirudlånsordningen.
 16. Henvendelse om indgåelse af værdipapirudlånsforretninger sker til Danmarks Nationalbank, Handelsafdelingen, tlf. 3363 6750 eller 3363 6736.

Vilkår for Den Sociale Pensionsfonds (DSPs) udlån af statspapirer

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

10. Afvikling finder sted som handelstransaktioner den efterfølgende handelsdag.
11. I tilfælde af at kun én af buy-/sell-back transaktionerne afvikles, ligegyldigt om det er udlåns- eller sikkerhedsstillesestransaktionen, er deltagerne forpligtet til øjeblikkeligt at sikre afvikling af den ikke-gennemførte transaktion.
12. For medlemmer af obligationsdelen på NASDAQ OMX sker indberetning af transaktionerne til NASDAQ OMX som to eller flere separate genkøbsforretninger.
13. Statsgældsforvaltningen kan løbende ændre vilkårene for DSPs værdipapirudlånsordning for at afspejle vilkår i markedet og for at sikre en velfungerende værdipapirudlånsordning. Statsgældsforvaltningen informerer primary dealerne mindst én uge før ikrafttrædelse af ændringer i vilkårene for værdipapirudlånsordningen.
14. Henvendelse om indgåelse af værdipapirudlånsforretninger sker til Danmarks Nationalbank, Handelsafdelingen, tlf. 3363 6750 eller 3363 6736.

Bilagstabeller

1. Statsgælden, ultimo 1998-2008	124
2. Renter og afdrag på statens gæld pr. 31. december 2008	126
3. Statens DAU-, netto- og bruttokassesaldo, 1998-2008	128
4. Statens lånoptagelse, 2008	130
5. Statens valutaswaptransaktioner, 2008.....	132
6. Statslån pr. 31. december 2008	133
7. Statens renteswaps pr. 31. december 2008	139
8. Rating af den danske statsgæld	140
9. Rating af udvalgte landes statsgæld, januar 2009	141

STATSGÆLDEN, ULTIMO 1998-2008		Bilagstabel 1		
Mio.kr.	1998	1999	2000	
A. Lån				
<i>Indenlandske lån</i>				
- obligationer, fast forrentede	550.989	537.289	506.992	
- obligationer, variabelt forrentede	4.346	-	-	
- præmieobligationer	1.000	900	900	
- statsgældsbeviser	58.830	74.040	81.257	
- skatkammerbeviser	41.255	36.350	36.846	
- indekslån og lånepakke ¹	-	-	-	
- valutaswaps fra DKK til EUR (netto) ²	-	-	-	
- valutaswaps fra DKK til USD	-	-	-	
- beholdning af egne obligationer	-	-	-2.000	
I alt indenlandsk gæld	656.420	648.579	623.995	
<i>Udenlandske lån</i>				
- i USD	1.336	1.187	-	
- i CHF	1.094	3.616	3.822	
- i JPY	562	2.453	1.672	
- i EUR	84.982	82.386	79.287	
- i andre valutaer samt flermøntede	365	383	428	
I alt udenlandsk gæld	88.338	90.025	85.209	
I alt inden- og udenlandsk gæld	744.758	738.604	709.204	
B. Indestående i Danmarks Nationalbank ³	-30.412	-35.237	-32.637	
C. DSP, Forebyggelsesfonden samt Højteknologifonden				
- statspapirer	-100.135	-105.432	-106.312	
- andre værdipapirer	-43.468	-36.207	-33.244	
I alt for de tre fonde, nominelt ⁴	-143.603	-141.640	-139.556	
Samlet statsgæld (A+B+C)	570.743	561.727	537.011	
Samlet statsgæld i pct. af BNP	49,0	46,3	41,5	

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

¹ Lån overført fra Hypotekbanken.

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

³ For 2008 er statens konto opgjort i henhold til Danmarks Nationalbanks månedsbalance. Statens konto ultimo 2008 indeholdt 26 mia.kr. som følge af, at hovedparten af Den Sociale Pensionsfonds køb af realkreditobligationer i december 2008 først blev afregnet primo januar 2009.

⁴ Indeksobligationer er opgjort til indekset værdi. Værdien af de tre fondes obligationsbeholdning inklusive beholdningen af realkreditobligationer med valør primo januar 2009 udgjorde 136 mia.kr.

STATSGÆLDEN, ULTIMO 1998-2008							Bilagstabel 1	
2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
494.875	497.938	480.874	480.590	440.351	428.796	403.039	451.394	
-	-	-	-	-	-	-	-	
900	400	400	400	200	200	200	200	
70.788	79.371	78.532	71.690	33.980	-	-	-	
49.224	63.404	67.347	68.602	60.092	42.660	19.660	-	
-	-	-	-	-	379	277	-	
-4.800	-16.200	-16.200	-16.200	-15.456	-12.755	-13.262	-11.662	
-	-	-	-524	-2.688	-4.862	-7.873	-10.423	
-	-	-	-	-	-	-	-	
610.987	624.913	610.953	604.558	516.479	454.418	402.040	429.509	
-	-	-	518	2.810	4.583	6.884	9.947	
-	-	-	-	-	-	-	-	
-	-	-	-	-	-	-	-	
83.753	83.689	83.861	83.370	87.833	75.219	61.738	123.126	
42	42	42	40	38	21	20	19	
83.795	83.730	83.903	83.929	90.681	79.823	68.642	133.092	
694.782	708.644	694.856	688.487	607.160	534.241	470.682	562.601	
-39.627	-45.975	-40.621	-57.559	-53.297	-70.958	-86.333	-259.639	
-109.474	-113.132	-118.138	-120.799	-124.635	-125.111	-128.547	-98.604	
-31.621	-28.230	-20.576	-16.065	-11.284	-9.535	-8.686	-9.643	
-141.095	-141.362	-138.714	-136.864	-135.919	-134.646	-137.233	-108.247	
514.060	521.308	515.521	494.064	417.944	328.637	247.116	194.715	
38,5	38,0	36,8	33,9	26,9	20,1	14,5	11,1	

RENTER OG AFDRAG PÅ STATENS INDENLANDSKE GÆLD¹, ULTIMO 2008 Bilagstabel 2.1

Mia.kr.	Renter	Afdrag	Total
2009	21,6	37,0	58,6
2010	19,0	50,3	69,3
2011	17,1	59,5	76,5
2012	13,7	-7,0	6,7
2013	13,9	73,2	87,0
2014	10,1	-1,0	9,1
2015	10,0	56,3	66,3
2016	7,6	-1,0	6,6
2017	7,7	51,6	59,3
2018	5,6	-0,7	4,9
2019	5,6	-0,5	5,1
2020	5,6	-0,2	5,4
2021	5,7	0	5,7
2022	5,7	0	5,7
2023	5,7	0	5,7
2024	5,7	24,4	30,1
2025	3,9	0	3,9
2026	3,9	0	3,9
2027	3,9	0	3,9
2028	3,9	0	3,9
2029	3,9	0	3,9
2030	3,9	0	3,9
2031	3,9	0	3,9
2032	3,9	0	3,9
2033	3,9	0	3,9
2034	3,9	0	3,9
2035	3,9	0	3,9
2036	3,9	0	3,9
2037	3,9	0	3,9
2038	3,9	0	3,9
2039	3,9	87,6	91,5
I alt	219,2	429,5	648,7

¹ Inklusive nettorentebetalingen knyttet til indenlandske renteswaps. Kronebetalinger til og fra staten i valutaswaps er medregnet i afdragene.

RENTER OG AFDRAG PÅ STATENS UDENLANDSKE GÆLD¹, ULTIMO 2008

Bilagstabel 2.2

Mia.kr.	Renter	Afdrag	Total
2009	2,9	21,7	24,6
2010	2,2	13,6	15,8
2011	1,7	24,4	26,1
2012	0,5	6,9	7,4
2013	0,4	1,0	1,4
2014	0,4	1,0	1,4
2015	0,3	1,0	1,2
2016	0,2	0,9	1,1
2017	0,1	0,9	1,0
2018	0,1	0,7	0,8
2019	0,0	0,5	0,5
2020	0,0	0,2	0,2
I alt	8,6	72,8	81,4

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

STATENS DAU-, NETTO- OG BRUTTOKASSESALDO, 1998-2008		Bilagstabel 3		
Mia.kr.	1998	1999	2000	
Drifts-, anlægs- og udlånsbudget.....	31,4	9,1	30,7	
Nettoobligationskøb ¹	-	-	-	
Genudlån m.v.	0,3	-1,6	-2,8	
Fordelte emissionskurstab og skyldige renter ²	2,1	3,2	1,4	
Andre kapitalposter ³	0,1	0,2	-2,3	
Nettokassesaldo	34,0	10,9	27,0	
Afdrag på indenlandsk statsgæld	79,0	75,9	91,3	
Afdrag på udenlandsk statsgæld	37,4	20,0	15,7	
Bruttokassesaldo	-82,5	-85,0	-80,0	
Indenlandsk bruttofinansieringsbehov	64,4	67,9	62,3	
Salg af statspapirer, kursværdi ⁴	68,0	68,8	65,7	

Kilde: *Statsregnskabet*. 2008 er baseret på Danmarks Nationalbanks opgørelse ultimo året. Tallene kan afvige fra regnskabs tallene.

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

² Inklusive opkøbskurstab.

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

⁴ Inklusive nettosalg af skatkammerbeviser.

STATENS DAU-, NETTO- OG BRUTTOKASSESALDO, 1998-2008							Bilagstabel 3
2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
24,0	25,8	12,4	27,7	80,6	98,6	106,2	•
-	-	-	-	-	-	-	•
-2,4	-8,9	-0,8	-5,4	-3,2	-12,4	-8,5	•
0,4	-0,1	-0,7	0,5	-0,7	-0,9	0,4	•
0,9	-20,0	-4,1	0,9	-0,9	5,0	-8,8	•
22,9	-3,2	6,9	23,6	75,9	90,2	82,8	50,6
101,2	112,4	106,3	100,0	119,5	78,6	58,5	41,2
17,8	22,5	17,1	16,1	9,3	13,0	20,7	23,0
-96,2	-138,1	-116,6	-92,5	-52,9	-1,3	3,6	-13,6
81,1	115,5	99,7	76,4	43,6	-11,7	-24,3	-12,0
87,7	121,9	94,1	92,6	30,1	13,2	-3,8	97,1

STATENS INDENLANDSKE LÅNOPTAGELSE, 2008 Bilagstabel 4.1

ISIN-kode	Pålydende rente, pct.	Titel	Sidste termin	Udstedt beløb i 2008, mio.kr.
Statsobligationer				
DK0009919532	6	6 pct. stående lån 2009 Udstedt 14. jan. 1998-	15. nov 2009	430
DK0009921785	4	4 pct. stående lån 2010 Udstedt 20. apr 2004-	15. nov 2010	15.590
DK0009921942	4	4 pct. stående lån 2017 Udstedt 26. jan 2006-	15. nov 2017	10.935
DK0009922320	4,5	4,5 pct. stående lån 2039 Udstedt 11. nov 2008-	15. nov 2039	87.600
Skatkammerbeviser				
DK0009813032	0	Skatkammerbevis 2008 I Udstedt 1. maj 2007-	2. jun 2008	800
DK0009813115	0	Skatkammerbevis 2008 II Udstedt 1. dec 2007-	1. dec 2008	12.055

Anm.: Derudover solgte Den Sociale Pensionsfond i november 2008 nominelt 16,5 mia.kr. i 6 pct. stående lån 2011 til markedet.

STATENS UDENLANDSKE OBLIGATIONSUDSTEDELSE, 2008 BILAGSTABEL 4.2

ISIN-kode	Pålydende rente, pct.	Titel	Sidste termin	Udstedt beløb i 2008, mio.kr.
Lån				
XS0392597026 ¹	2,75	Obligationslån 1.500 mio.USD Udstedt 10. okt 2008	15. nov 2011	8.143
XS0392597026 ²	2,75	Forhøjelse af obligationslån 1.000 mio.USD Udstedt 26. nov 2008	15. nov 2011	5.828
XS0401030316	3,125	Obligationslån 1.250 mio.EUR Udstedt 28. nov 2008	28. nov 2011	9.310

¹ Lånet er swappet til EUR 1.099.706.744 med fast rente.

² Lånet er swappet til EUR 791.765.637 med variabel rente.

STATENS UDENLANDSKE COMMERCIAL PAPER UDSTEDELSER, 2008 Bilagstabel 4.3

Måned for udstedelse	Pålydende rente, pct.	Udstedt beløb i valuta	Udstedt beløb i kroner
Euro Commercial Paper		mio.euro	mio.kr.
Juni	0	50	373
Oktober	0	1.528	11.338
November	0	392	2.914
December	0	1.270	9.438
Euro Commercial Paper¹		mio.USD	mio.kr.
Oktober	0	3.335	18.508
November	0	2.084	12.233
December	0	1.110	6.358
US Commercial Paper¹		mio.USD	mio.kr.
Juni	0	50	241
Oktober	0	1.297	7.529
November	0	1.643	9.558
December	0	3.899	22.465

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

STATENS VALUTATERMINSFORRETNINGER MED NATIONALBANKEN, 2008¹ Bilagstabel 4.4

Måned for indgåelse	Der modtages ved udløb, mio.USD	Der betales ved udløb mio.EUR
Juni	50	32
Oktober	4.632	3.507
November	3.727	2.935
December	5.010	3.885

¹ Terminsforretninger knyttet til CP-udstedelse.

STATENS VALUTASWAPTRANSAKTIONER¹, 2008 Bilagstabel 5

Låne- nr.	Start- dato	Der modtages			Der betales			Udløbs- dato
		Valuta	Mio.	Rente	Valuta	Mio.	Rente	
20020	29-01-08	DKK	667,9	4,6476	USD	129,6	5,315	29-01-20
20021	15-02-08	DKK	656,4	3,9108	USD	129,1	3,745	25-03-20
20022	15-02-08	DKK	657,7	3,9012	USD	129,1	3,78	05-05-20
20023	10-07-08	DKK	665,7	4,6596	USD	140,0	4,18	22-07-20
20024	26-08-08	DKK	718,1	4,314	USD	140,0	4,144	14-10-20

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

INDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 2008				Bilagstabel 6.1
ISIN-kode	Pålydende rente, pct.	Titel ¹	Sidste termin	Udestående beløb, mio.kr.
Fast forrentede obligationslån				
<i>Stående lån</i>				
DK0009919532	6	Stående lån 2009 Udstedt 14. jan. 1998-	15. nov 2009	43.610,0
DK0009921785	4	Stående lån 2010 Udstedt 20. apr. 2004-	15. nov 2010	51.180,0
DK0009919961	6	Stående lån 2011 Udstedt 4. maj 2000-	15. nov 2011	60.500,0
DK0009920894	5	Stående lån 2013 Udstedt 19. feb. 2002-	15. nov 2013	74.180,0
DK0009921439	4	Stående lån 2015 Udstedt 12. feb. 2004-	15. nov 2015	57.260,0
DK0009921942	4	Stående lån 2017 Udstedt 26. jan. 2006-	15. nov 2017	52.570,0
DK0009918138	7	Stående lån 2024 Udstedt 6. apr. 1994-	10. nov. 2024	24.431,0
DK0009922320	4,5	Stående lån 2039 Udstedt 11. nov. 2008-	15. nov. 2039	87.600,0
<i>Serielån</i>				
DK0009902728	4	S 2017 Udstedt 29. nov. 1955-12. sep 1958	15. jun. 2017 ²	44,1
<i>Uamortisable</i>				
DK0009901597	3,5	Dansk Statslån Udstedt 11. dec. 1886	uamortisabelt ²	17,9
•	5	Dansk-Islandsk Fond 1918 Udstedt 20. maj 1919	uamortisabelt	1,0
I alt fast forrentede obligationslån				451.394,0

INDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 2008				Bilagstabel 6.1
ISIN-kode	Pålydende rente, pct.	Titel ¹	Sidste termin	Udestående beløb, mio.kr.
Præmieobligationslån³				
DK0009900433	7	Præmieobligationslån af 1965/2010 Udstedt 22. sep. 1965	22. sep. 2010	100,0
DK0009900516	7	Præmieobligationslån af 1969/2009 Udstedt 1. okt. 1969	31. dec. 2009	100,0
I alt præmieobligationslån				200,0
Indenlandske statspapirer i alt				451.594,0
Swap fra DKK til EUR				-11.662,1
Swap fra DKK til USD				-10.423,3
Indenlandsk gæld i alt				429.508,6

¹ Udstedelsesdatoerne refererer til den periode, der har været solgt i papirerne. For de papirer, der fortsat kan sælges i, er dette markeret med en "-" efter 1. udstedelsesdato. Visse papirer er kun solgt på én dato. For disse papirer er kun denne dato angivet.

² Kan indfries af staten med 3 måneders varsel.

³ Staten har desuden et udestående på ca. 129 mio.kr. i udløbne, uindløste præmieobligationer.

UDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 2008

Bilagstabel 6.2

ISIN-kode/lånenr. ¹	Pålydende rente, pct.	Titel	Sidste termin	Udestående beløb, mio.kr. ²
Euro Commercial Paper - EUR				
298-124	0	2008/09 ECP	21. jan. 2009	2.607,7
298-170	0	2008/09 ECP	21. jan. 2009	74,5
298-196	0	2008/09 ECP	07. jan. 2009	74,5
298-210	0	2008/09 ECP	15. jan. 2009	745,1
298-212	0	2008/09 ECP	16. jan. 2009	745,1
298-214	0	2008/09 ECP	20. jan. 2009	745,1
298-216	0	2008/09 ECP	27. jan. 2009	1.676,4
298-218	0	2008/09 ECP	28. jan. 2009	1.676,4
298-224	0	2008/09 ECP	06. feb. 2009	1.862,7
298-226	0	2008/09 ECP	16. feb. 2009	1.564,6
298-228	0	2008/09 ECP	16. feb. 2009	447,0
I alt ECP-udstedelser i EUR				12.219,0

Euro Commercial Paper - USD

298-58	0	2008/09 ECP	14. jan. 2009	602,2
298-60	0	2008/09 ECP	14. jan. 2009	136,9
298-62	0	2008/09 ECP	16. jan. 2009	1.095,0
298-64	0	2008/09 ECP	20. jan. 2009	821,3
298-66	0	2008/09 ECP	16. jan. 2009	84,0
298-72	0	2008/09 ECP	13. feb. 2009	541,9
298-74	0	2008/09 ECP	20. jan. 2009	108,4
298-80	0	2008/09 ECP	20. jan. 2009	151,3
298-122	0	2008/09 ECP	21. jan. 2009	100,2
298-128	0	2008/09 ECP	23. jan. 2009	603,0
298-146	0	2008/09 ECP	20. jan. 2009	590,0
298-148	0	2008/09 ECP	20. jan. 2009	295,0
298-150	0	2008/09 ECP	21. jan. 2009	118,0
298-154	0	2008/09 ECP	20. feb. 2009	354,1
298-156	0	2008/09 ECP	20. feb. 2009	295,1
298-158	0	2008/09 ECP	23. feb. 2009	295,1
298-160	0	2008/09 ECP	21. jan. 2009	313,1
298-164	0	2008/09 ECP	23. feb. 2009	295,5
298-176	0	2008/09 ECP	09. jan. 2009	590,7
298-178	0	2008/09 ECP	21. jan. 2009	118,2
298-180	0	2008/09 ECP	21. jan. 2009	59,1
298-186	0	2008/09 ECP	15. jan. 2009	178,4
298-188	0	2008/09 ECP	24. feb. 2009	446,2
298-192	0	2008/09 ECP	26. jan. 2009	145,9
298-194	0	2008/09 ECP	23. jan. 2009	291,9
298-198	0	2008/09 ECP	28. jan. 2009	151,3
298-200	0	2008/09 ECP	27. feb. 2009	640,1
298-202	0	2008/09 ECP	07. jan. 2009	58,2
298-204	0	2008/09 ECP	27. feb. 2009	576,4
298-206	0	2008/09 ECP	07. jan. 2009	72,8
298-208	0	2008/09 ECP	08. jan. 2009	626,0
298-220	0	2008/09 ECP	11. mar. 2009	1.770,9
298-222	0	2008/09 ECP	16. mar. 2009	2.438,0
298-230	0	2008/09 ECP	16. feb. 2009	282,4
298-232	0	2008/09 ECP	17. feb. 2009	56,0

UDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 2008

Bilagstabel 6.2

ISIN-kode/lånenr. ¹	Pålydende rente, pct.	Titel	Sidste termin	Udestående beløb, mio.kr. ²
Euro Commercial Paper – USD - fortsat				
298-234	0	2008/09 ECP	16. mar. 2009	168,0
298-236	0	2008/09 ECP	17. mar. 2009	276,4
298-238	0	2008/09 ECP	17. mar. 2009	138,2
298-240	0	2008/09 ECP	17. feb. 2009	552,5
I alt ECP-udstedelser i USD				16.437,6

US Commercial Paper - USD

244-88	0	2008/09 USCP	22. jan. 2009	179,4
244-96	0	2008/09 USCP	26. jan. 2009	297,6
244-98	0	2008/09 USCP	26. jan. 2009	292,2
244-124	0	2008/09 USCP	02. mar. 2009	293,2
244-126	0	2008/09 USCP	05. mar. 2009	293,2
244-128	0	2008/09 USCP	06. jan. 2009	8,8
244-130	0	2008/09 USCP	06. feb. 2009	293,1
244-132	0	2008/09 USCP	12. mar. 2009	596,3
244-134	0	2008/09 USCP	17. mar. 2009	590,4
244-136	0	2008/09 USCP	09. jan. 2009	1.769,9
244-140	0	2008/09 USCP	05. feb. 2009	295,5
244-142	0	2008/09 USCP	21. jan. 2009	519,5
244-144	0	2008/09 USCP	08. jan. 2009	436,5
244-146	0	2008/09 USCP	13. jan. 2009	593,7
244-148	0	2008/09 USCP	02. mar. 2009	291,1
244-150	0	2008/09 USCP	09. feb. 2009	172,9
244-152	0	2008/09 USCP	26. jan. 2009	432,3
244-154	0	2008/09 USCP	07. jan. 2009	1.441,2
244-156	0	2008/09 USCP	07. jan. 2009	230,6
244-158	0	2008/09 USCP	24. feb. 2009	57,6
244-160	0	2008/09 USCP	16. jan. 2009	886,8
244-162	0	2008/09 USCP	12. jan. 2009	293,6
244-164	0	2008/09 USCP	03. feb. 2009	117,5
244-166	0	2008/09 USCP	08. jan. 2009	1.174,3
244-168	0	2008/09 USCP	07. jan. 2009	1.174,2
244-170	0	2008/09 USCP	04. mar. 2009	2.937,0
244-172	0	2008/09 USCP	16. mar. 2009	2.937,0
244-174	0	2008/09 USCP	20. jan. 2009	295,3
244-176	0	2008/09 USCP	10. feb. 2009	870,8
244-178	0	2008/09 USCP	12. feb. 2009	580,6
244-180	0	2008/09 USCP	06. feb. 2009	458,6
244-182	0	2008/09 USCP	06. feb. 2009	145,1
244-184	0	2008/09 USCP	07. apr. 2009	580,8
244-186	0	2008/09 USCP	13. feb. 2009	145,2
244-188	0	2008/09 USCP	18. feb. 2009	43,0
244-190	0	2008/09 USCP	17. apr. 2009	580,8
244-192	0	2008/09 USCP	10. feb. 2009	290,8
244-194	0	2008/09 USCP	07. apr. 2009	873,1
244-196	0	2008/09 USCP	11. feb. 2009	145,4
244-198	0	2008/09 USCP	17. feb. 2009	203,5
244-200	0	2008/09 USCP	09. mar. 2009	581,9
244-202	0	2008/09 USCP	09. feb. 2009	242,6
244-204	0	2008/09 USCP	09. feb. 2009	577,5

UDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 2008

BILAGSTABEL 6.2

ISIN-kode/lånenr. ¹	Pålydende rente, pct.	Titel	Sidste termin	Udestående beløb, mio.kr. ²
US Commercial Paper – USD - fortsat				
244-206	0	2008/09 USCP	07. apr. 2009	115,6
244-208	0	2008/09 USCP	09. feb. 2009	564,8
244-210	0	2008/09 USCP	12. feb. 2009	259,8
244-212	0	2008/09 USCP	09. feb. 2009	564,8
244-214	0	2008/09 USCP	09. feb. 2009	423,6
244-216	0	2008/09 USCP	30. apr. 2009	848,6
244-218	0	2008/09 USCP	24. apr. 2009	1.414,0
244-220	0	2008/09 USCP	10. feb. 2009	419,7
244-222	0	2008/09 USCP	12. mar. 2009	420,0
244-224	0	2008/09 USCP	22. apr. 2009	1.400,8
I alt US Commercial Paper				31.652,2
EUR				
DK0009921512	3,125	2004/09 EUR-lån	15. okt. 2009	15.013,0
DK0009921868	3,125	2005/10 EUR-lån	15. okt. 2010	12.666,0
XS0392597026	2,75	2008/11 USD-lån	15. nov. 2011	7.927,4
1079	2,75	2008/11 swap fra USD		-7.927,4
•	var.	2008/11 swap til USD		7.927,4
•	var.	2008/11 swap fra USD		-7.927,4
•	3,457	2008/11 swap til EUR		4.096,7
•	3,468	2008/11 swap til EUR		4.096,7
XS0392597026	2,75	2008/11 Forhøjelse af USD-lån	15. nov. 2011	5.284,9
1079	2,75	2008/11 swap fra USD		-5.284,9
•	var.	2008/11 swap til USD		5.284,9
•	var.	2008/11 swap fra USD		-5.284,9
•	var.	2008/11 swap til EUR		5.899,1
XS0401030316	3,125	2008/11 EUR-lån	28. nov. 2011	9.313,3
I alt EUR				51.084,8
Swaps – EUR				
10011	var.	2002/09 swap fra DKK	08. jan. 2009	400,6
10012	var.	2002/09 swap fra DKK	15. jan. 2009	501,0
10013	var.	2002/09 swap fra DKK	28. jan. 2009	501,4
10015	var.	2002/09 swap fra DKK	07. feb. 2009	501,5
10016	var.	2002/09 swap fra DKK	19. mar. 2009	501,3
10017	var.	2002/09 swap fra DKK	19. mar. 2009	300,8
10018	var.	2002/09 swap fra DKK	18. mar. 2009	501,3
10019	var.	2002/09 swap fra DKK	18. mar. 2009	501,2
10020	var.	2002/09 swap fra DKK	20. jun. 2009	501,1
10021	var.	2002/09 swap fra DKK	24. jun. 2009	501,2
10022	var.	2002/09 swap fra DKK	02. jul. 2009	1.003,0
10035	var.	2007/12 swap fra DKK	23. jan. 2012	745,1
10036	var.	2007/12 swap fra DKK	31. jan. 2012	745,1
10037	var.	2007/12 swap fra DKK	12. feb. 2012	745,1
10038	var.	2007/12 swap fra DKK	21. feb. 2012	745,1
10039	var.	2007/12 swap fra DKK	15. mar. 2012	745,1
10040	var.	2007/12 swap fra DKK	30. mar. 2012	745,1
10041	var.	2007/12 swap fra DKK	27. apr. 2012	745,1
10042	var.	2007/12 swap fra DKK	25. maj 2012	745,1
I alt EUR				11.674,8

UDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 2008 Bilagstabel 6.2

ISIN-kode/lånenr. ¹	Pålydende rente, pct.	Titel	Sidste termin	Udestående beløb, mio.kr. ²
Swaps – USD				
20001	4,164	2004/16 swap fra DKK	30. jun. 2016	163,3
20002	4,164	2004/16 swap fra DKK	30. jun. 2016	163,4
20003	4,355	2005/17 swap fra DKK	28. jan. 2017	177,5
20004	4,4875	2005/17 swap fra DKK	10. feb. 2017	299,8
20005	4,497	2005/17 swap fra DKK	11. aug. 2017	304,5
20006	4,66	2005/17 swap fra DKK	20. okt. 2017	304,5
20007	4,7925	2005/17 swap fra DKK	15. dec. 2017	324,8
20008	4,855	2006/17 swap fra DKK	16. nov. 2017	338,9
20009	5,06	2006/18 swap fra DKK	12. apr. 2018	342,9
20012	5,27	2006/18 swap fra DKK	28. aug. 2018	543,4
20013	4,755	2006/18 swap fra DKK	10. nov. 2018	543,4
20014	4,73875	2007/19 swap fra DKK	10. jan. 2019	570,5
20015	4,671	2007/19 swap fra DKK	26. mar. 2019	570,5
20016	5,1225	2007/19 swap fra DKK	15. jun. 2019	599,3
20017	5,164	2007/19 swap fra DKK	05. sep. 2019	627,9
20018	5,3875	2007/19 swap fra DKK	14. nov. 2019	627,9
20020	5,315	2008/20 swap fra DKK	29. jan. 2020	656,4
20021	3,745	2008/20 swap fra DKK	25. mar. 2020	654,1
20022	3,78	2008/20 swap fra DKK	05. maj 2020	654,1
20023	4,18	2008/20 swap fra DKK	22. jul. 2020	739,9
20024	4,144	2008/20 swap fra DKK	14. okt. 2020	739,9
I alt USD				9.947,0
Overførte lån fra Hypotekbanken				
XS0069330768		1996/11 JPY-lån	19. sep. 2011	35,1
1074		1996/11 swap til EUR		-35,1
•	var.	1996/11 swap fra JPY		31,2
XS0074733543		1997/12 JPY-lån	13. mar. 2012	29,2
1075		1997/12 swap til EUR		-29,2
•	var.	1997/12 swap fra JPY		26,1
I alt overførte lån				57,3
DKK				
DK0009901407	3	1894 ³	Uamortisabelt	10,0
DK0009901670	3,5	1901 ³	Uamortisabelt	3,8
DK0009901753	3,5	1909 ³	Uamortisabelt	5,1
I alt DKK-lån				18,9
Udenlandsk gæld i alt				133.091,7

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

² Det udestående beløb pr. 31. december 2008 er omregnet til DKK efter følgende kurser pr. 30. december 2008: EUR = 745,06, JPY = 5,8482, USD = 528,49.

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

STATENS RENTESWAPS PR. 31. DECEMBER 2008

Bilagstabel 7

Udløbsår	Krone-renteswaps	Euro-renteswaps	
	Hovedstol i mio.kr.	Hovedstol, mio.euro	Hovedstol, mio.kr. ¹
2009	12.550	0	0
2010	14.600	175	1.304
2011	11.950	150	1.118
2012	0	4.235	31.553
2013	4.400	810	6.035
2014	8.500	0	0
2015	1.800	1.500	11.176
2016	10.800	575	4.284
2017	0	175	1.304
I alt renteswaps	64.600	7.620	56.774

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

¹ Omregnet til DKK efter følgende kurs pr. 30. december 2008: EUR = 745,06.

RATING AF DEN DANSKE STATSGÆLD I INDENLANDSK VALUTA		Bilagstabel 8.1
	Moody's	Standard & Poor's
1986, juli	Aaa	
1992, juli		AAA
Aktuel rating	Aaa	AAA

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

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

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

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

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

RATING AF DEN DANSKE STATSGÆLD I FREMMED VALUTA		Bilagstabel 8.2
	Moody's	Standard & Poor's
1981, marts		AAA
1983, januar		AA+
1985, apr il	Aa	
1986, august	Aa1	
1987, marts		AA
1991, oktober		AA+
1999, august	Aaa	
2001, februar		AAA
Aktuel rating	Aaa	AAA

Anm.: Se anmærkning i bilagstabel 8.1 for rating-kategoriernes rangordning.

RATING AF UDVALGTE LANDES STATSGÆLD, JANUAR 2009

Bilagstabel 9

	Moody's		Standard & Poor's	
	Indenlandsk	Udenlandsk	Indenlandsk	Udenlandsk
Australien	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Belgien	Aa1	Aa1	AA+	AA+
Canada	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Danmark	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Finland	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Frankrig	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Grækenland	A1	A1	A-	A-
Holland	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Irland	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Italien	Aa2	Aa2	A+	A+
Japan	Aa3	Aaa	AA	AA
New Zealand	Aaa	Aaa	AAA	AA+
Norge	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Portugal	Aa2	Aa2	A+	A+
Schweiz	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Spanien	Aaa	Aaa	AA+	AA+
Storbritannien	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Sverige	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Sydafrika	A2	Baa1	A+	BBB+
Tjekkiet	A1	A1	A+	A
Tyskland	Aaa	Aaa	AAA	AAA
USA	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Østrig	Aaa	Aaa	AAA	AAA

Anm.: Se anmærkning i bilagstabel 8.1 for rating-kategoriernes rangordning.

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

Ordlister over finansielle begreber

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

Acceptprocent

Andelen af solgte statspapirer ud af den samlede budte mængde.

Afledt finansielt instrument

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

Auktion

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

Basispoint

1 basispoint er 0,01 procentpoint.

Benchmarkobligation

Obligation, der er toneangivende på obligationsmarkedet. Ændringer i benchmarkstatus for danske statsobligationer besluttet af Statsgældsforvaltningen efter drøftelse i *Primary dealer*-komitéen.

Bruttofinansieringsbehov

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

Bud-/udbudspris

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

Cibor (Copenhagen Inter Bank Offered Rate)

Den rentesats, hvortil et pengeinstitut på interbank-markedet i København er villig til på usikret basis at udlåne danske kroner til et andet kreditværdigt pengeinstitut. Cibor er referencerente for en lang række finansielle kontrakter. Se også *Euribor* og *Libor*.

Clean price

Kursen på en obligation eksklusiv vedhængende renter. Statsobligationer kvoterer på handelsplatformene med clean price. Se også *vedhængende rente* og *dirty price*.

Clearing og afvikling

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

Commercial Paper (CP)

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

Cost-at-Risk modellen (CaR-modellen)

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

Derivat

Se afledt finansielt instrument.

Dirty price

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

Diskonto

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

Effektiv rente

Den faste diskonteringsrente, der indebærer, at nutidsværdien af obligationens betalinger er lig med obligationens faktiske pris.

Eksposering

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

Elektronisk handel

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

Emission

Udstedelse af statspapirer.

Emissionskurstab/-gevinst

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

Euribor (Euro Interbank Offered Rate)

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

Genudlån

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

Genudlånsvifte

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

Haircut

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

ISDA Master Agreement

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

Konverterbar obligation

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

Kreditværdighed

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

Libor (London Inter Bank Offered Rate)

Den rentesats, hvortil et pengeinstitut på London interbankmarkedet er villigt til at foretage pengemarkedsudlån i forskellige valutaer til et andet kreditværdigt pengeinstitut. Anvendes som referencerente i en lang række finansielle kontrakter, fx *swaps*. Se også *Cibor* og *Euribor*.

Likviditet

Likviditet er et udtryk for graden af omsættelighed. Likvide obligationer er ofte kendetegnet ved en stor cirkulerende mængde, høj omsætning og et lille spænd mellem *bud-* og *udbudsprisen*. Generelt vil investorer være villige til at betale en højere pris for en mere likvid obligation (likviditetspræmie).

Markedsrisiko

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

Market maker

En værdipapirhandler, som løbende stiller forpligtende købs- og salgspriser (market making) i værdipapirer.

MTSDenmark (MTSDk)

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

Nettofinansieringsbehov

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

Norm

Rammen for fordelingen af statens indenlandske og udenlandske låntagning.

Nulkuponpapir

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

Nulkuponrente

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

Opkøbsvifte

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

Optionsjusteret varighed

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

Over-the-Counter (OTC)

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

Par-rente

Par-renter er renter korrigeret for forskelle i obligationernes restløbetid. Eksempelvis er par-renten for en 10-årig dansk statsobligation den kuponrente, der sikrer, at et syntetisk *stående lån* med en løbetid på præcis 10 år har en teoretisk værdi på 100 ("par").

Plain vanilla

Udtryk, der benyttes om standardiserede og simple produkter.

Primary dealer

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

Primære udstedelsespapirer

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

Primært marked

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

Private Placement

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

Rating

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

Rentespænd

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

Rentestruktur

Sammenhængen mellem rente og løbetid på værdipapirer. En stigende rentestruktur – dvs. hvor renter for værdipapirer med kort løbetid er lavere end renten på papirer med længere løbetid – betegnes som normal. Er rentestrukturen faldende, betegnes den som invers.

Risikofri rente

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

Risikopræmie

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

Sekundært marked

Marked for handel med obligationer efter de er udstedt i det *primære marked*.

Serielån

Lån, hvor gælden afdrages med lige store beløb ved hvert terminstidspunkt.

Sluteksponering

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

Statsgælden

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

Stående lån

Lån, der ikke afdrages – kun forrentes – i låneperioden og som indfries på udløbstidspunktet. Danske statsobligationer er af typen stående lån.

Swap

En swap er en aftale mellem to parter om at bytte betalinger over en nærmere fastlagt periode. En swap udgør en selvstændig finansiel transaktion.

Swaprente

Swaprenten angiver den rente, som enten betales eller modtages i en renteswap.

Swapspænd

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

Syndikering

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

Syntetisk genudlån

Obligationslån, der indgår i genudlånsviften til selskaber med ret til genudlån. Lånene ydes på baggrund af en estimeret nulkupon-rentekurve og er indført for at dække hullerne mellem eksisterende stående lån i løbetidssegmentet mellem 2 og 10 år. I første omgang er der indført syntetiske genudlån med forfald i 2012, 2014 og 2016.

Tapsalg

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

Terminskontrakt

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

Uamortisabelt lån

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

Usikret rente

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

Valørdato

Afviklingsdato, dvs. den dato, hvor fx en værdipapirhandel afsluttes med levering af værdipapirer mod betaling.

Variabel rente

En rente, der aftales at skulle variere i takt med en anden rentesats, der noteres på markedet med bestemte kortere mellemrum end lånets løbetid, typisk hver 3. eller hver 6. måned.

Varighed

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

Vedhængende rente

Vedhængende rente er betaling for den rente, der er påløbet et værdipapir siden sidste terminsdato. På det danske obligationsmarked handles der inkl. kupon. Køberen af værdipapiret betaler forholdsmæssig kupon til sælgeren for perioden fra sidste termin til købstidspunktet. Se også *clean price* og *dirty price*.

Værdipapircentralen (VP)

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

Værdipapirudlån

Ved et værdipapirudlån forstås en transaktion, hvor sælger mod betaling overdrager værdipapirer til en køber. Ved aftalens indgåelse forpligter parterne sig samtidig til at tilbagekøbe papirerne til en på forhånd fastsat pris ved aftalens udløb.