



Danmarks
Nationalbank

Statens låntagning
og gæld



STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD 2007

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.nationalbanken.dk

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

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

Signaturforklaring

- Nul

0 Mindre end en halv af den anvendte enhed

- Tal kan efter sagens natur ikke forekomme

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

Redaktionen er afsluttet 31. januar 2008.

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	18
1.6 Information om statsgælden	20

BERETNINGSKAPITLER

2. STATENS GÆLD OG RENTEUDGIFTER	
2.1 Statsgæld	25
2.2 Statsgæld opgjort til markedsværdi	27
2.3 Renteudgifter	27
2.4 Øvrige gældsopgørelser	29
3. LÅNTAGNING I 2007	
3.1 Renteudvikling	31
3.2 Ejerfordeling	34
3.3 Låntagning	35
3.4 Opkøb	38
3.5 Varighedsstyring	39
3.6 Evaluering af statsgældspolitikken	39
4. STRATEGI 2008	
4.1 Udstedelsesstrategi	43
4.2 Risikostyring	45
5. UDSTEDELSE OG HANDEL MED STATSPAPIRER	
5.1 Primary dealer-ordning i danske statsobligationer	47
5.2 Udstedelse og opkøb i statsobligationer	51
5.3 Udstedelse af skatkammerbeviser i 2007	53
5.4 Omsætning i danske statspapirer	53

6.	FORVALTNING AF MIDLERNE I STATENS FONDE	
6.1	Den Sociale Pensionsfond	57
6.2	Højteknologi-, Finansierings- og Forebyggelsesfondene	60
7.	STATSLIGE LÅNEGARANTIER OG GENUDLÅN	
7.1	Formål og rammer for lånegarantier og genudlån	63
7.2	Udstedte lånegarantier	64
7.3	Genudlån	65
7.4	Udvidelse af genudlånsviften – syntetiske genudlån	66
8.	RISIKOSTYRING	
8.1	Renterisiko	69
8.2	Valutakursrisiko	74
8.3	Kreditrisiko	75
8.4	Operationel risiko	79

STATSGÆLDSPOLITIKKEN I LYSET AF FALDENDE GÆLD

SAMMENFATNING OG KONKLUSION

Konsekvensen af faldende gæld for statspapirmarkedet	83
Statsgældspolitikken i de kommende år	85

I. LÅNEBEHOV OG UDSTEDELSESTRATEGI

I.1	Udviklingen i statens lånebehov	87
I.2	Tilpasning af udstedelsesstrategien	91
I.3	Forudsætninger for et likvidt statspapirmarked	93
I.4	Udstedelsesstrategien i de kommende år	93
I.5	Statens fonde	94
I.6	Opbygning og forvaltning af statslige aktiver	95

II. OMKOSTNINGER VED GENETABLERING AF STATSPAPIRMARKEDET

II.1	Lukning og genetablering af statspapirmarkedet	99
II.2	Kvantificering af låneomkostninger ved genetablering	100

III. STATSPAPIRERS ROLLE PÅ DET FINANSIELLE MARKED I DANMARK

III.1	Statspapirer som benchmark	105
III.2	Statspapirer som investeringsobjekt	108

BILAG

INFORMATION OM STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD	113
PRINCIPPER FOR STYRING AF KREDITRISIKO PÅ STATENS SWAPS	115
VILKÅR FOR STATENS OG DEN SOCIALE PENSIONS FONDS VÆRDIPAPIRUDLÅNSORDNINGER	117
BILAGSTABELLER	
1. Statsgælden, ultimo 1997-2007	122
2. Renter og afdrag på statens gæld pr. 31. december 2007	124
3. Statens DAU-, netto- og bruttokassesaldo, 1997-2007	126
4. Statens lånoptagelse, 2007	128
5. Statens renteswaptransaktioner, 2007	130
6. Statens valutaswaptransaktioner, 2007	131
7. Statslån pr. 31. december 2007	132
8. Statens renteswaps pr. 31. december 2007	136
9. Rating af den danske statsgæld	137
10. Rating af udvalgte landes statsgæld, januar 2008	138
ORDLISTE OVER FINANSIELLE BEGREBER	139

Hovedpunkter for statsgældspolitikken

Med udsigt til fortsatte statslige overskud i de kommende år har Statsgældsforvaltningen bagerst i publikationen offentliggjort rapporten *Statsgældspolitikken i lyset af faldende gæld*. Her er perspektiverne for den fremtidige indretning af statspapirmarkedet analyseret, givet målsætninger om at:

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

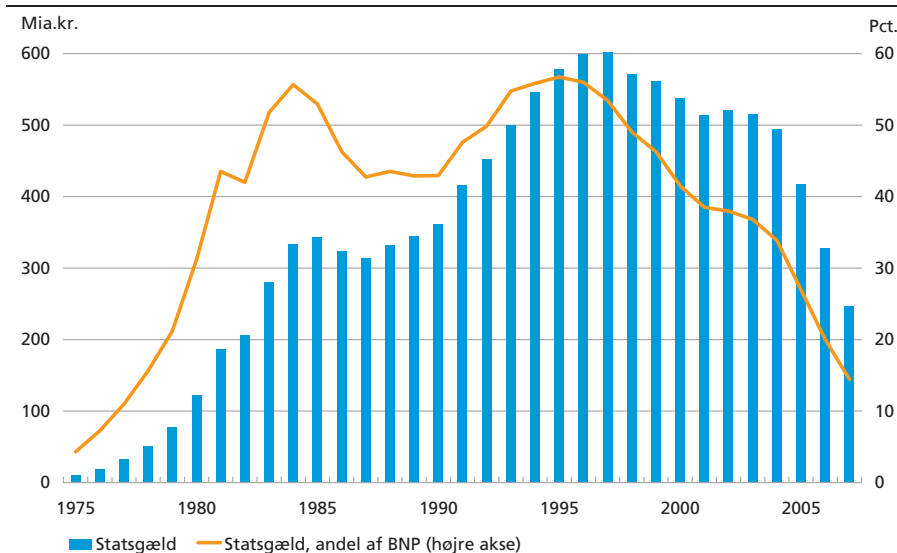
STATSGÆLDSPOLITIKKEN I LYSET AF FALDENDE GÆLD

Statslige overskud i de seneste 10 år har medført, at statsgælden er nedbragt fra ca. 600 mia.kr. i 1997 til ca. 250 mia.kr. i 2007, jf. figur 1. Statsgælden var ca. 115.000 kr. pr. indbygger i 1997 mod ca. 45.000 kr. pr. indbygger i 2007.

I henhold til regeringens rapport *Mod nye mål – Danmark 2015* (2015-planen) er der udsigt til statslige overskud i de kommende år. Overskuddene forventes dog at falde frem mod 2015, jf. figur 2.

UDVIKLING I STATSGÆLDEN

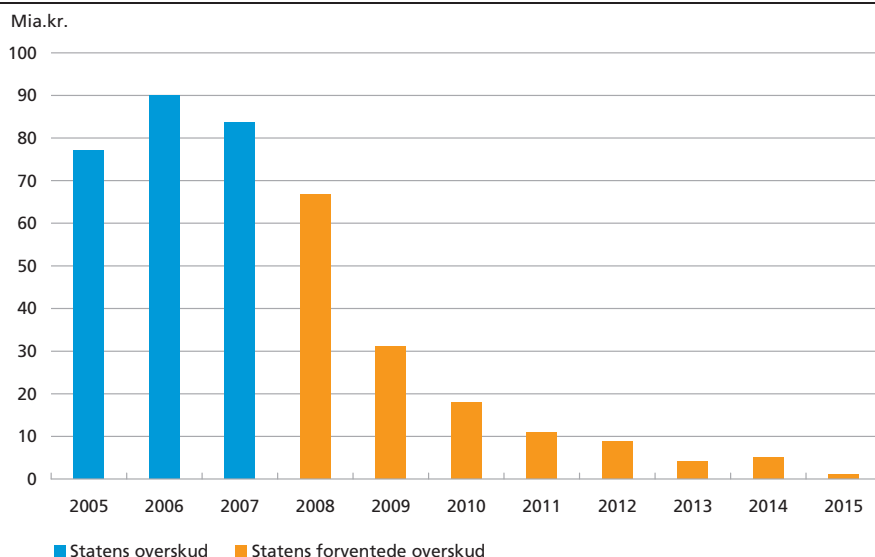
Figur 1



Anm.: Statsgælden er opgjort inkl. statslige fonde fra 1982.

STATENS OVERSKUD, 2005-15

Figur 2

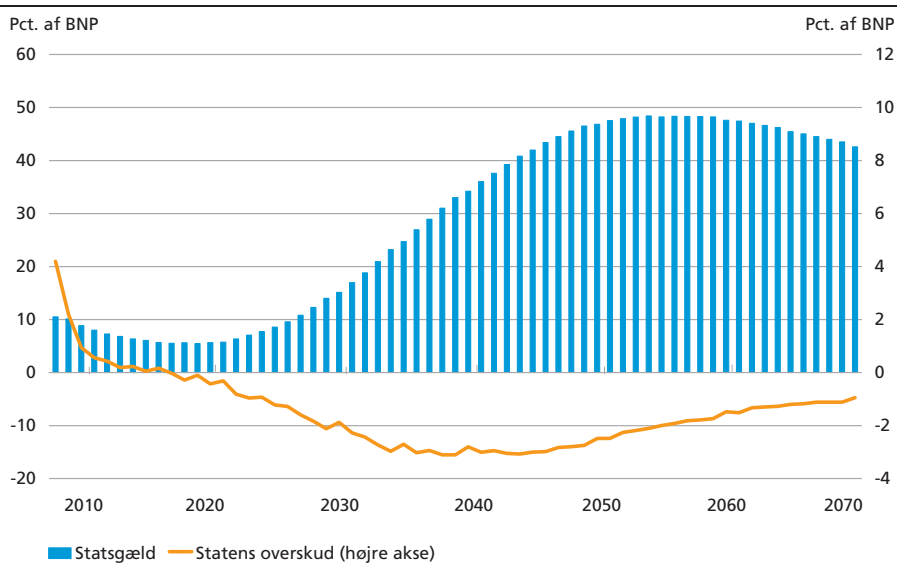


Anm.: Overskud i 2008 er baseret på *Budgetoversigt 1*, februar 2008. Overskud i 2009-15 er baseret på regeringens rapport *Mod nye mål – Danmark 2015*. Det anvendte overskudsbegreb er statens nettokassesaldo.

Med udgangspunkt i 2015-planens fremskrivning af de statslige overskud, vil der fortsat være behov for at udstede statsobligationer som følge af forfald af statspapirer. Det gennemsnitlige lånebehov i perioden 2008-15 er omkring 30 mia.kr.

STATSGÆLD OG STATENS OVERSKUD, 2008-70

Figur 3



Kilde: Regeringens rapport *Mod nye mål – Danmark 2015*.

Regeringens langsigtede fremskrivning viser, at overskuddene på statsfinanserne ophører fra 2015, og lånebehovet stiger igen, jf. figur 3. Der er således ikke udsigt til, at udstedelse af statsobligationer kan stilles i bero. Lukning af statspapirmarkedet er kun en mulighed, hvis der opstår en længere periode med overskud, som er væsentligt større end forventet i 2015-planen.

Udstedelsesstrategi de kommende år

I forbindelse med udarbejdelsen af *Statsgældspolitikken i lyset af faldende gæld* er centrale aktører i det danske statspapirmarked konsulteret, herunder primary dealerne og andre markedsdeltagere. Statens primary dealere har tilkendegivet, at udestående i de 10-årige statsobligationer skal være stort nok til at sikre likviditet og fortsat handel på de internationale elektroniske platforme.

I de kommende år forventes et årligt lånebehov i statsobligationer på omkring 30 mia.kr. Udstedelsesstrategien er:

- Åbning af et nyt 10-årigt statspapir ca. hvert andet år, der opbygges til et endeligt udestående på omkring 50 mia.kr.

Hvis staten i en periode får større overskud end ventet, er det en fordel at opretholde statens udstedelsesprogram for at lette adgangen til kapitalmarkedet på længere sigt. Rapporten konkluderer, at det er forbundet med omkostninger at genetablere et statspapirmarked. Det vurderes, at staten i en opstartsfasen låner til en rente, der vil være ca. 30 basispoint højere end i et veletableret låneprogram. Det skyldes primært, at et nyt låneprogram ikke vil være likvidt fra begyndelsen, og at det tager tid at opbygge rammer, der understøtter et velfungerende marked.

Statspapirer kan understøtte et velfungerende indenlandsk kapitalmarked. Rapporten viser, at andre typer finansielle instrumenter i normale situationer kan sikre et effektivt indenlandsk kapitalmarked. I perioder med uro på de finansielle markeder kan fraværet af statspapirer dog betyde, at kapitalmarkedet fungerer mindre effektivt.

Bliver lånebehovet væsentligt større end forventet over en længere periode, kan udstedelsesstrategien tilpasses, fx ved at opbygge papirerne til et større udestående eller åbne yderligere statspapirer.

Strategien, der er fastlagt i *Statsgældspolitikken i lyset af faldende gæld*, vil blive evalueret efter 3-4 år.

STATSGÆLDEN I 2007

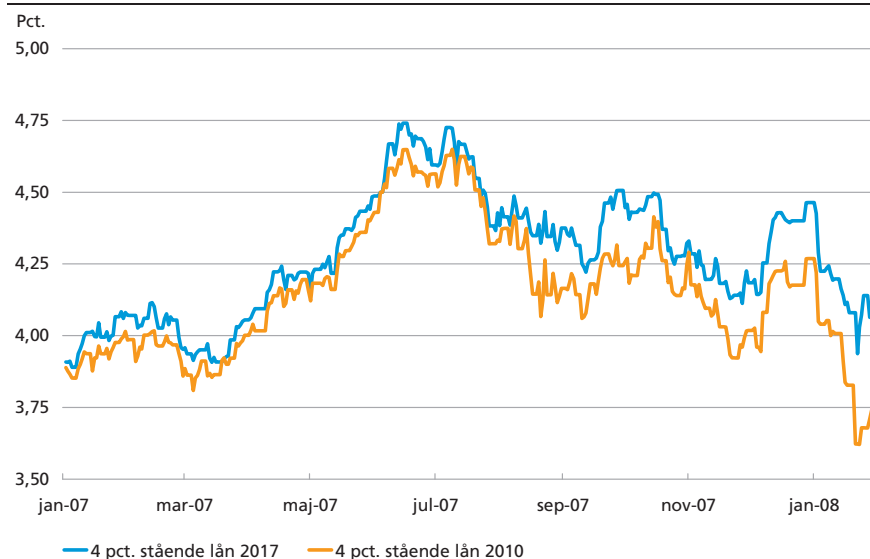
I 2007 blev statsgælden nedbragt med 82 mia.kr. til 246 mia.kr. som følge af statens overskud. Statsgældens andel af BNP udgjorde 14 pct. af BNP. Den markante gældsreduktion medførte, at statens renteudgifter udgjorde 15,2 mia.kr., svarende til 0,9 pct. af BNP.

Staten udstedte obligationer for 20 mia.kr. Lånebetingelserne var i 1. halvår påvirket af rentestigninger som følge af forbedrede vækstudsigter i euroområdet og forventninger om pengepolitiske stramninger, jf. figur 4. Henover sommeren opstod der betydelig uro på de finansielle markeder. Investorer omlagde i stigende grad deres porteføljer til sikre aktiver, hvilket medførte markante rentefald på statsobligationer, særligt i det korte løbetidssegment.

Udlændinge har øget ejerandelen af indenlandske statspapirer i alle løbetidssegmenter og udgør i gennemsnit ca. 50 pct., jf. figur 5. Den udenlandske efterspørgsel efter indenlandske statspapirer giver et vigtigt bidrag til at understøtte likviditeten og er med til at sikre lave renteomkostninger på statsgælden. Både den indenlandske og udenlandske gæld er tildelt den højeste rating af kreditvurderingsinstitutterne.

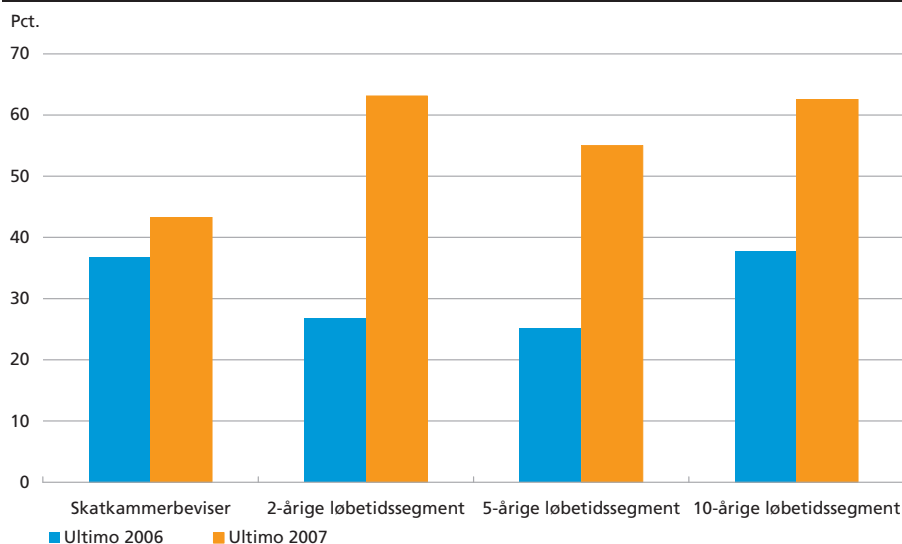
EFFEKTIVE RENTER FOR LÅNEVIFTEPAPIRER

Figur 4



UDLÆNDINGES EJERANDEL I INDENLANDSKE STATSPAPIRER

Figur 5



Anm.: Ejerandelen er beregnet ekskl. statens fondes beholdning.

Kilde: Danmarks Nationalbank, Værdipapirstatistik.

STRATEGI 2008

I 2008 forventes et lånebehov i statsobligationer på 30 mia.kr. Statens udstedelser koncentrerer primært i det 10-årige løbetidssegment, der i starten af 2008 udgøres af 4 pct. stående lån 2017, og som medio 2008 afløses af et nyt 10-årigt låneviftepapir, jf. boks 1. Der udstedes fortsat for mindre beløb i 4 pct. stående lån 2010. Skatkammerbevisprogrammet udfases i 2008.

STRATEGISKE BENCHMARK FOR 2008

Boks 1

Udstedelser og likviditet

- Udstedelser i statsobligationer på 30 mia.kr.
- Sigtepunkt for udestående i 4 pct. stående lån 2017 på omkring 50 mia.kr. i 2008
- Der åbnes medio 2008 et nyt 10-årigt statspapir med udløb i 2019. Papiret opbygges til et endeligt udestående på omkring 50 mia.kr.
- Der udstedes fortsat i 4 pct. stående lån 2010
- Skatkammerbevisprogrammet udfases
- 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 låneviftepapirer.

Risikostyring

- Renterisikoen styres i 2008 inden for et varighedsbånd på 3,25 år $\pm$ 0,5 år.

PRIMARY DEALERE I DANSKE STATSOBLIGATIONER, 2008		Tabel 1
Barclays Bank	Morgan Stanley	
Danske Bank	Nordea	
Deutsche Bank	Nykredit Bank	
Fionia Bank	SE-Banken	
HSH Nordbank	Sydbank	
JP Morgan		

Opkøb vil blive foretaget i det omfang, at de kan foretages til fair markedspriser, fx når der sammenlignes med priser for statens primære låneviftepapirer.

Statsgældens renterisiko styres i 2008 gennem et strategisk benchmark for gældsporteføljens varighed på 3,25 år $\pm$ 0,5 år. Varighedsbåndet er rykket 0,25 år op i forhold til 2007.

Staten har primary dealer-aftaler med 11 regionale og internationale banker, jf. tabel 1. Primary dealerne evaluerer løbende markedsinfrastrukturen herunder valg af handelsplatform for market making. Blandt andet på baggrund af den faldende gæld vurderer primary dealerne, at det danske statspapirmarked ikke er stort nok til at understøtte mere end en handelsplatform. Primary dealerne har besluttet, at market making i danske statsobligationer i 2008 foregår på MTSDenmark.

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.

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

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

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 fire statslige fonde¹, der indgår i statsgælden.
- Styring af risikoen på statsgældsporteføljen.
- 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.
- Rådgivning til Finansministeriet vedrørende statens øvrige finansielle risici, fx renterisiko i relation til finansieringen af den almennyttige boligsektor.

¹ Den Sociale Pensionsfond, Finansieringsfonden til øgede uddelinger fra Danmarks Grundforskningsfond, Forebyggelsesfonden og Højteknologifonden.

- Deltagelse i internationalt samarbejde inden for statsgældsområdet, bl.a. i OECDs Working Party on Government Debt Management og i EUs 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.

Strategien for forvaltningen af statens gæld bliver fastlagt på kvartalsvise møder mellem Finansministeriet og Statsgældsforvaltningen på baggrund af et strategioplæg fra Statsgældsforvaltningen. På møderne giver Finansministeriet bemyndigelse til, at Statsgældsforvaltningen implementerer den aftalte strategi, der bl.a. giver strategiske benchmark for, hvilke statspapirer, der kan udstedes i, og hvilke risici, der kan påtages, jf. boks 1.1. På mødet i december aftales den overordnede strategi for det kommende år, og ved de tre efterfølgende kvartalsvise møder aftales eventuelle præciseringer og justeringer af årets overordnede strategi. Statsgældsforvaltningen rapporterer månedligt til Finansministeriet om implementeringen af strategien og aflægger desuden beretning og evaluering på de kvartalsvise møder. Herudover har Statsgældsforvaltningen løbende kontakt med Finansministeriet i forbindelse med aktuelle opgaver.

For at understøtte åbenhed og troværdighed omkring statsgældspolitikken offentliggøres statsgældsstrategien umiddelbart efter statsgældsmøderne 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, OECD og Verdensbanken.

STRATEGISKE BENCHMARK	Boks 1.1
Den strategiske benchmark for udstedelser og likviditet vedrører statens udstedelsesomfang og valg af låneinstrumenter og indeholder fx et sigtepunkt for udstedelsesomfanget i statspapirer for det kommende år. Benchmarken fastlægges under hensyntagen til bl.a. markedsforhold og statens forventede lånebehov. Den strategiske benchmark for risikostyringen vedrører styringen af renterisikoen på den samlede statsgældsportefølje. Benchmarken udgøres af et sigtebånd for Macaulay-varigheden. Årets benchmark fastlægges bl.a. på baggrund af kvantitative analyser af renterisikoen i Statsgældsforvaltningens Cost-at-Risk model.	

PORTEFØLJER UNDER STATSGÆLDSFORVALTNINGEN**1.3**

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

- Den indenlandske gæld udgøres af gæld med eksponering i kroner.
- Den udenlandske gæld er eksponeret i valuta. Hovedparten af den udenlandske gæld er optaget af hensyn til valutareserven og er eksponeret i euro.
- Aktiverne i de fire statslige fonde, der administreres af Statsgældsforvaltningen, er placeret i primært danske statspapirer samt andre børs-noterede obligationer.
- Statens likvide midler er anbragt på statens konto i Danmarks Nationalbank og forrentes med diskontoen.

Statens inden- og udenlandske gæld, fondenes aktiver, statens konto og de statslige genudlån samstyres, dvs. styres under hensyntagen til de samlede omkostninger og risici.

Ultimo 2007 udgjorde statsgælden 246 mia.kr., svarende til 14 pct. af BNP, jf. tabel 1.3.1. Udover forvaltningen af statsgælden varetager Statsgældsforvaltningen administrationen af de statslige genudlån. De statslige genudlån udgør et aktiv i statsgældsporteføljen, men indgår ikke i definitionen af statsgælden. Statsgælden inklusive genudlån udgjorde 209 mia.kr. eller 12 pct. af BNP ultimo 2007.

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

STATSGÆLDEN		Tabel 1.3.1
Mia.kr.		Ultimo 2007
Indenlandsk gæld	402	
Udenlandsk gæld	69	
Statslige fonde	-137	
Statens konto i Danmarks Nationalbank	-87	
Statsgælden	246	
Statslige genudlån	-38	
Statsgælden inkl. genudlån	209	

sikkerhedsstillelse. Juridiske risici minimeres ved at benytte standardiserede kontrakter.

NORM FOR INDENLANDSK OG UDENLANDSK LÅNTAGNING

1.4

Finansministeriet 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 en adskillelse af finans- og pengepolitikken. Formuleringen af normen fremgår af "*Aftale om arbejdsfordelingen på statsgældsområdet mellem Danmarks Nationalbank og Finansministeriet*", 13. november 2006.¹

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

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

Ifølge EU-traktatens artikel 101, 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. Usikkerhed om indeståendet på statens konto knytter sig bl.a. til forudsigelse af størrelsen af indbetalinger af fx skatter og afgifter.

Med en faldende statsgæld indebærer normen for statens låntagning som udgangspunkt, at den udenlandske del af statsgælden vil udgøre en stigende andel af den samlede statsgæld. Aftalen mellem Danmarks Nationalbank og Finansministeriet er tilpasset, så det er muligt at reducere den udenlandske gæld ved en tilsvarende forøgelse af gældsoptagelsen i kroner, såfremt størrelsen af valutareserven giver plads hertil.

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 Finans-

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

LOV OM BEMYNDIGELSE TIL OPTAGELSE AF STATSÅN

Boks 1.2

Ifølge grundloven kan statslån kun optages ifølge lov. Lovgrundlaget for statens låntagning findes i "*Lov om bemyndigelse til optagelse af statslån*" af 1993¹, der bemyndiger finansministeren til at optage lån på vegne af staten inden for et maksimum på 950 mia.kr. Beløbet udgør en øvre grænse for statens indenlandske og udenlandske gæld. Desuden er finansministeren bemyndiget til i den løbende gældsforvaltning at indgå swaptaler 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 under Om statsgæld.

ministeriet. 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*", 13. november 2006.¹ Rammerne for forvaltningen af aktiverne i DSP er fastlagt i "*Reglement vedrørende bestyrelsen af Den Sociale Pensionsfond*"². Statsgældsforvaltningens øvrige arbejdsopgaver for Finansministeriet, i relation til forvaltningen af aktiverne i de tre øvrige statslige fonde og administrationen af genudlån og statsgarantier, er fastlagt i særskilte aftaler.

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, hvad der findes 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 mindske 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.

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

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

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

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 almenlystige boliger.

Front office foretager den operationelle del af statsgældspolitikken, herunder udstedelse 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 varetager afvikling af betalinger, herunder renter og afdrag på gæld og swaps, og udarbejder statsregnskabet sammen med Økonomistyrelsen.

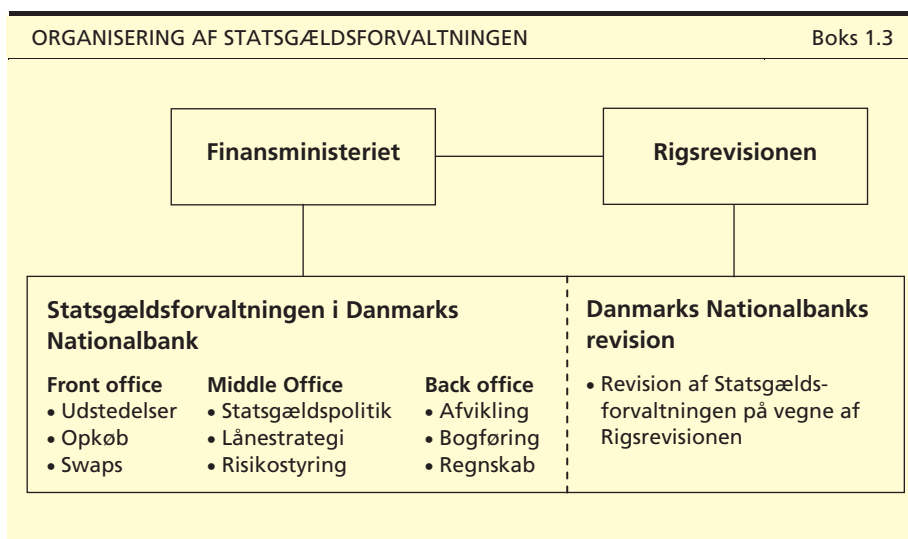
Statsgældsforvaltningen bliver revideret af Danmarks Nationalbanks revision på vegne af Rigsrevisionen. Rigsrevisionen undersøger, om de statslige institutioners regnskaber er retvisende, dvs. uden væsentlige fejl og mangler. Rigsrevisionen kan endvidere foretage en vurdering af, om de penge, statens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



KILDER TIL INFORMATION OM STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD	Boks 1.4
• Danmarks Nationalbanks nyhedsformidling (DN-nyheder) • Statsgældsforvaltningens websted, www.statsgaeld.dk¹ • Den årlige publikation <i>Statens låntagning og gæld</i> • Den halvårslige strategimeddelelse <i>Statsgældspolitikken</i> • Finansministeriets budgetoversigter, www.fm.dk • Danske og internationale handelsplatforme og nyhedsformidlere, fx Bloomberg, MTS, OMX København, Reuters, Ritzau mv. • Eventuelle spørgsmål eller henvendelse 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.

behov mv. samt mere generel information om rammerne for forvaltningen af statens gæld.

Implementeringen af EUs transparensdirektiv den 1. juni 2007 medførte, at udstedere som udgangspunkt kan vælge, hvilket informationssystem der benyttes til offentliggørelse af nyheder. Statsgældsforvaltningen anvender DN-nyheder, som er Danmarks Nationalbanks nyhedsservice, som den primære metode til udsendelse af meddelelser vedrørende statsgæld. DN-nyheder sikrer samtidig videredistribution til en række nyhedsbureauer.¹

Statsgældsforvaltningen har i 2007 fornyet sit websted, www.statsgaeld.dk, med henblik på at gøre informationerne på siden mere tilgængelige. 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.

¹ Alle nyhedsformidlere kan gratis tilmelde sig DN-nyheder.

Beretningskapitler

KAPITEL 2

Statens gæld og renteudgifter

I 2007 blev statsgælden nedbragt med 82 mia.kr. til 246 mia.kr. som følge af statens overskud. Statsgældens andel af BNP udgjorde 14 pct. af BNP ultimo 2007. Målt pr. indbygger svarer gælden ved udgangen af 2007 til ca. 45.000 kr. Den markante gældsreduktion i 2007 medførte, at statens renteudgifter faldt til 15,2 mia.kr., svarende til 0,9 pct. af BNP.

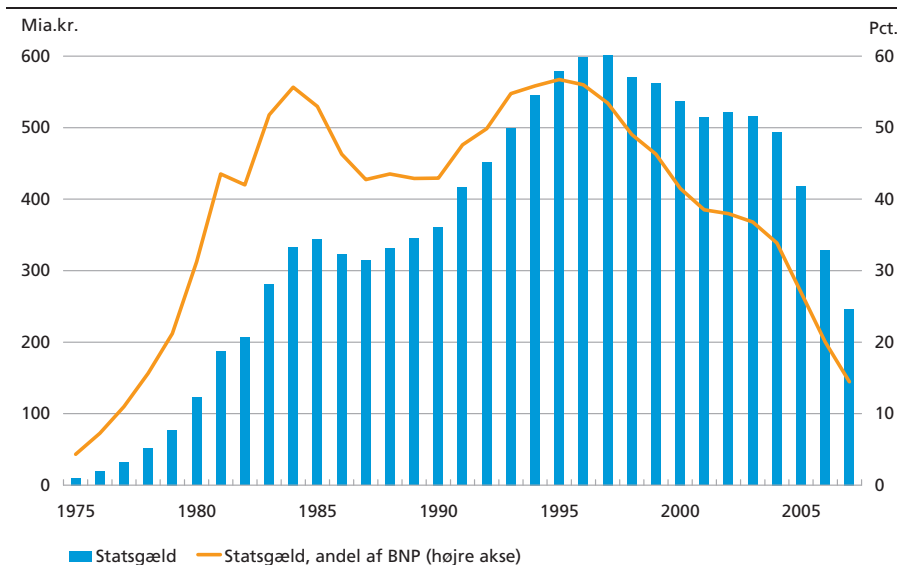
STATSGÆLD

2.1

Statsgælden opgøres som den nominelle værdi af indenlandsk og udenlandsk gæld fratrasket statens indestående i Danmarks Nationalbank og statens aktiver i fire statslige fonde, jf. boks 2.1. Statsgælden udgjorde 246 mia.kr. ultimo 2007, svarende til 14 pct. af BNP, jf. figur 2.1.1.

UDVIKLING I STATSGÆLDEN

Figur 2.1.1



Anm.: Statsgælden er opgjort inkl. statslige fonde fra 1982.

STATSGÆLDEN OPGJORT TIL NOMINEL VÆRDI, 2005-07			Tabel 2.1.1
Mia.kr.	2005	2006	2007
Indenlandsk gæld	516,5	454,4	402,0
Udenlandsk gæld	90,7	79,8	68,6
Statens konto i Danmarks Nationalbank ¹	-53,3	-71,0	-87,1
Den Sociale Pensionsfond ²	-133,2	-128,9	-126,9
Højteknologifonden	-1,8	-4,3	-6,2
Finansieringsfonden	-0,9	-1,4	-1,4
Forebyggelsesfonden	•	•	-2,7
Statsgæld til nominel værdi	417,9	328,6	246,4
Udestående genudlån ³	-23,1	-34,0	-37,6
Statsgæld korrejeret for genudlån	394,9	294,7	208,8

Anm: Hypotekbankens passiver overgik fra 2006 til statsgælden.

Kilde: *Statsregnskab* 2005 og 2006. 2007 er foreløbige tal fra statens bogføring.

¹ For 2007 er statens konto opgjort i henhold til Danmarks Nationalbanks månedsbalance.

² Den Sociale Pensionsfonds beholdning af indeksobligationer er opgjort til indekseret værdi.

³ Genudlån til Arealudviklingsselskabet I/S, Danmarks Radio, Danmarks Skibskredit A/S, Energinet.dk, Nordsøfonden, A/S Storebælt og A/S Øresund.

I 2007 blev statsgælden nedbragt med 82 mia.kr. til 246 mia.kr. som følge af statens overskud, jf. tabel 2.1.1. Målt pr. indbygger svarer gælden ved udgangen af 2007 til ca. 45.000 kr. Til sammenligning var gælden pr. indbygger ved udgangen af 1997 ca. 115.000 kr.

GÆLDSBEGREBER	Boks 2.1
Statsgæld: Opgøres som den nominelle værdi af indenlandsk og udenlandsk gæld fratrullet statens indestående i Danmarks Nationalbank og statens aktiver i Den Sociale Pensionsfond (DSP), Finansieringsfonden, 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 statens indestående i Danmarks Nationalbank ikke fratrækkes.	
Offentlig nettogæld: Omfatter alle finansielle aktiver og passiver i stat, regioner, kommuner og sociale kasser og fonde. Offentlig nettogæld opgøres til markedsværdi og påvirkes således af kursen på de offentlige aktiver og passiver. På statens aktivside indgår blandt andet statens indestående i Danmarks Nationalbank, alle aktiver i statens fonde, udlån til de statsgaranterede selskaber og statens beholdning af aktier.	

STATSGÆLDEN OPGJORT TIL MARKEDSVÆRDI, 2005-07			Tabel 2.2.1
Mia.kr.	2005	2006	2007
Indenlandsk gæld	564,2	480,2	416,4
Udenlandsk gæld	87,9	78,5	68,6
Statens konto i Danmarks Nationalbank ¹ ..	-53,3	-71,0	-87,1
Den Sociale Pensionsfond ²	-149,4	-139,2	-133,4
Højteknologifonden	-2,0	-4,5	-6,4
Finansieringsfonden	-1,0	-1,5	-1,5
Forebyggelsesfonden	•	•	-2,8
Statsgæld til markedsværdi	446,5	342,5	253,8
Udestående genudlån ³	-25,6	-36,0	-38,8
Statsgæld korrigeret for genudlån	420,9	306,5	214,9

Anm.: Hypotekbankens passiver overgik fra 2006 til statsgælden. 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 markedssrenter.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

¹ For 2007 er statens konto opgjort i henhold til Danmarks Nationalbanks månedsbalance.

² Den Sociale Pensionsfonds beholdning af indeksobligationer er opgjort til indekseret værdi.

³ Genudlån til Arealudviklingsselskabet I/S, Danmarks Radio, Danmarks Skibskredit A/S, Energinet.dk, Nordsøfonden, A/S Storebælt og A/S Øresund.

STATSGÆLD OPGJORT TIL MARKEDSVÆRDI

2.2

Ved udgangen af 2007 var statsgælden 254 mia.kr. opgjort til markedsværdi, jf. tabel 2.2.1. Opgørelsen til markedsværdi afhænger af markedssrenterne. I den nuværende situation, hvor gælden handles omkring pari, er forskellen mellem markedsværdi og nominel værdi begrænset.

I en række OECD-lande er der kommet øget fokus på opgørelse af statsgælden til markedsværdi, specielt i lande med faldende og/eller lav gæld. Eksempelvis anvender Australien og New Zealand både nominel værdi og markedsværdi i opgørelsen af statsgælden. Opgørelser til markedsværdi bliver især relevante, hvis der opbygges aktivporteføljer, købes op inden udløb eller anvendes derivater i forvaltningen af statens gæld.

RENTEUDGIFTER

2.3

I 2007 var renteudgifterne på statens gæld 15,2 mia.kr., hvilket er et fald på 2,2 mia.kr. i forhold til 2006, jf. tabel 2.3.1.

Renteudgifterne på statsgælden udgjorde 0,9 pct. af BNP i 2007. Til sammenligning udgjorde renteudgifterne på statens gæld ca. 4 pct. af BNP i 1997, jf. figur 2.3.1.

STATSGÆLDENS RENTEUDGIFTER, 2005-07

Tabel 2.3.1

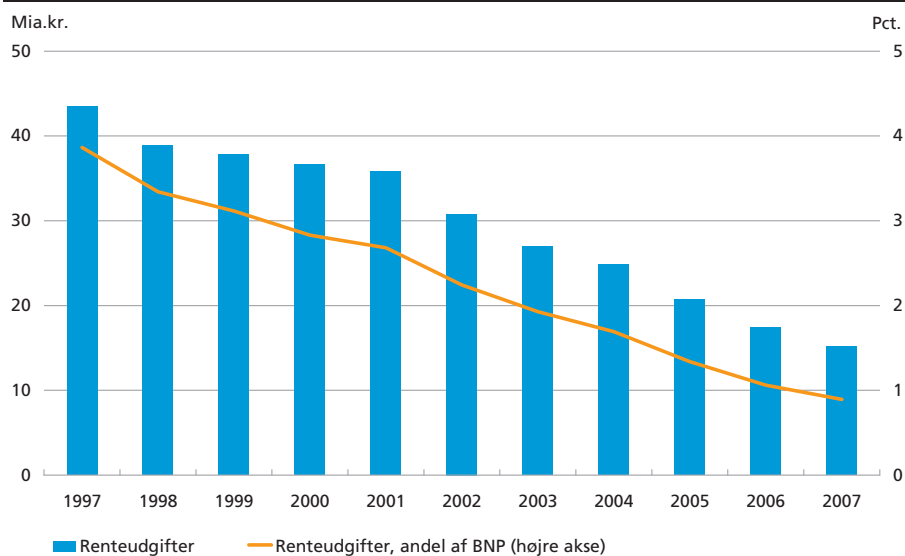
Mia.kr.	2005	2006	2007
<i>Renteudgifter vedr.</i>			
Indenlandsk gæld	27,8	23,0	21,0
Udenlandsk gæld	1,7	2,3	2,6
<i>Renteindtægter vedr.</i>			
Statens konto i Danmarks Nationalbank	-1,1	-1,2	-2,3
Den Sociale Pensionsfond	-7,6	-6,6	-5,8
Højteknologifonden	0,0	-0,1	-0,2
Finansieringsfonden	0,0	0,0	-0,1
Forebyggelsesfonden	•	•	-0,1
Statsgældens renteudgifter	20,7	17,4	15,2
Renteindtægter vedr. genudlån	-0,9	-1,2	-1,6
Statsgældens renteudgifter korrigeret for genudlån	19,8	16,2	13,6

Kilde: Statsregnskab 2005 og 2006. 2007 er foreløbige tal fra statens bogføring.

Siden 1997 er renteudgifterne reduceret, hvilket afspejler en faldende statsgæld og et faldende renteniveau, jf. figur 2.3.2. I 2007 kan faldet i renteudgifterne henføres til den faldende statsgæld, hvorimod udviklingen i renteniveauet isoleret set bidrog til højere renteudgifter på statsgælden.

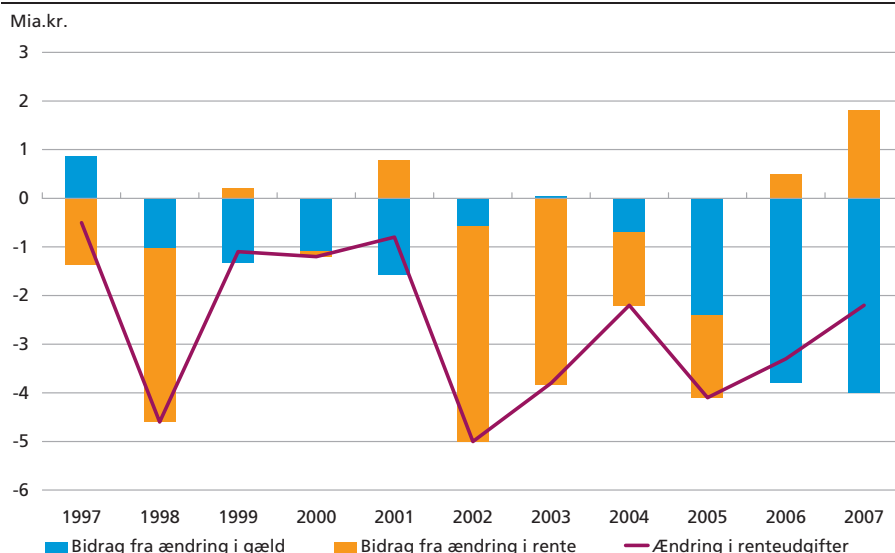
UDVIKLING I RENTEUDGIFTERNE

Figur 2.3.1



DEKOMPONERING AF ÅRLIG ÆNDRING I RENTEUDGIFTERNE

Figur 2.3.2



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.

ØVRIGE GÆLDSOPGØRELSER

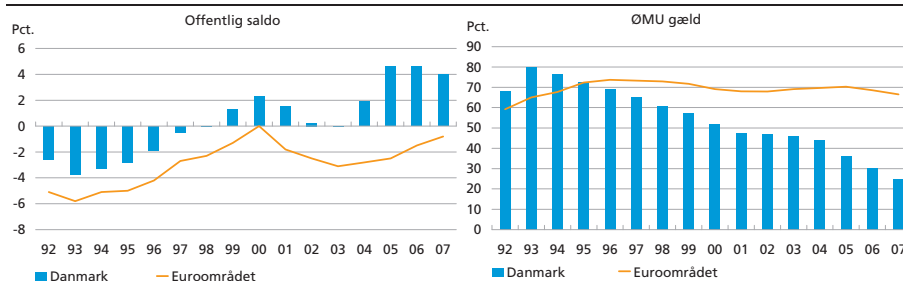
2.4

ØMU-gæld

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.

OFFENTLIG SALDO OG ØMU-GÆLD I PCT. AF BNP

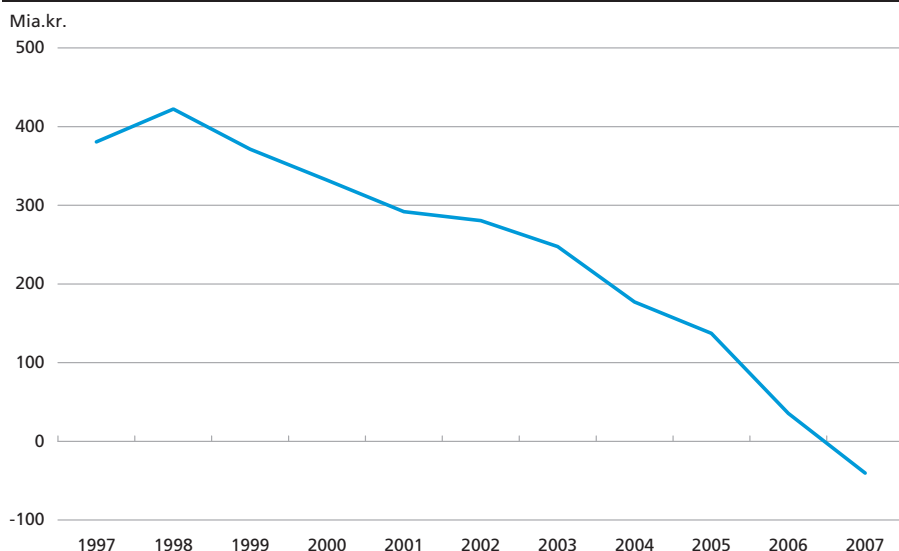
Figur 2.4.1



Kilde: EU-Kommissionens efterårsprognose, 2007.

OFFENTLIG NETTOGÆLD

Figur 2.4.2



Anm.: Nettogæld omfatter alle finansielle aktiver og passiver i stat, regioner, kommuner og sociale kasser og fonde og opgøres til markedsværdi. Observationer er ultimo året. For 2007 er anvendt skøn fra *Budgetoversigt 1*, februar 2008.

Kilde: Danmarks Statistik og Finansministeriet.

Danmark har stort set haft offentlige budgetoverskud siden slutningen af 1990'erne. De offentlige budgetoverskud har været medvirkende til at reducere den danske ØMU-gæld til 424 mia.kr. i 2007, svarende til ca. 25 pct. af BNP. I samme periode har den gennemsnitlige ØMU-gæld i euroområdet været omkring 70 pct., jf. figur 2.4.1.

Offentlig nettogæld

Den offentlige nettogæld har været faldende de seneste år, og ved udgangen af 2007 forventes staten at have nettoaktiver, jf. figur 2.4.2. I den offentlige nettogæld indgår de statslige aktieposter i bl.a. DONG, Københavns Lufthavne, Postdanmark og SAS. Faldet i den offentlige nettogæld afspejler offentlige overskud samt værdireguleringer af statens aktivbeholdninger, jf. boks 2.1. Den offentlige nettogæld anvendes som led i Finansministeriets holdbarhedsanalyser af finanspolitikken.

KAPITEL 3

Låntagning i 2007

I 2007 var statens overskud på 83,6 mia.kr., svarende til 4,9 pct. af BNP. Overskuddet blev større end ventet ved årets begyndelse.

Udstedelserne i 2007 var tilrettelagt efter et samlet lånebehov på 0. Udstedelsesbehovet i statsobligationer var 20 mia.kr. som følge af en forventet reduktion af skatkammerbevisprogrammet på 20 mia.kr. Der blev solgt for 16,9 mia.kr. i 4 pct. stående lån 2017 og 3,7 mia.kr. i 4 pct. stående 2010. Nettofinansieringsbidraget fra skatkammerbevisprogrammet blev -23,9 mia.kr.

Renterne steg i 1. halvår 2007 som følge af forbedrede vækstudsigter. Uro på de finansielle markeder i 2. halvår øgede investorernes risikoaversion, hvilket førte til rentefald på statsobligationer.

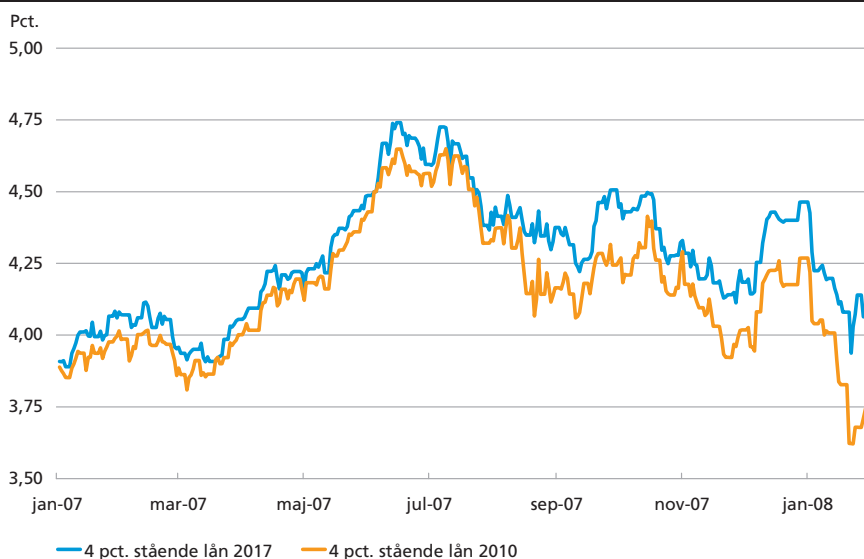
RENTEUDVIKLING

3.1

I 1. halvår 2007 steg renterne på de primære låneviftepapirer med 70-80 basispoint, jf. figur 3.1.1. Renterne steg som følge af forbedrede vækstudsigter i euroområdet, specielt i Tyskland, og deraf afledte forventninger

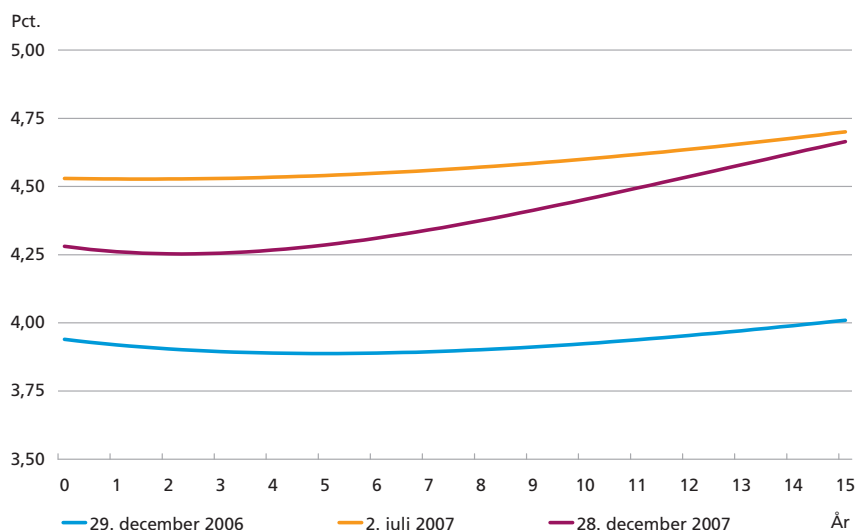
EFFEKTIVE RENTER FOR DE PRIMÆRE LÅNEVIFTEPAPIRER

Figur 3.1.1



STATSLIGE NULKUPONRENTESTRUKTURER

Figur 3.1.2



om pengepolitiske stramninger. I løbet af 2. halvår faldt renterne 50-60 basispoint blandt andet som følge af uro på de finansielle markeder.

Rentestigningen i 1. halvår var jævnt fordelt over hele kurven. I 2. halvår faldt renterne specielt i de korte segmenter, og rentekurven fik sidst på året en mere positiv hældning, jf. figur 3.1.2. I begyndelse af 2008 er tendensen til større hældning forstærket som følge af rentefald i statspapirer med kortere løbetid.

Henover sommeren opstod der, på baggrund af stigende tab på amerikanske subprime-boliglån, betydelig uro på de finansielle markeder, jf. boks 3.1.

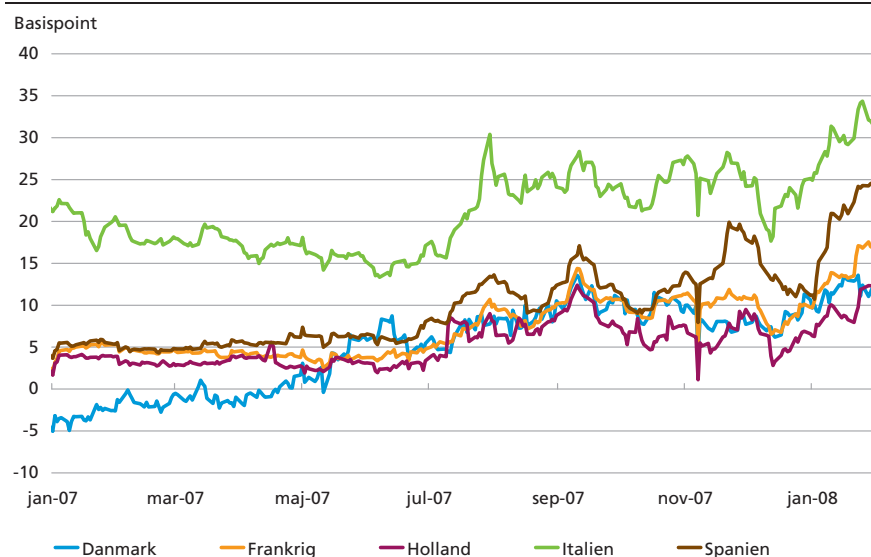
UROEN PÅ DE FINANSIELLE MARKEDER

Boks 3.1

De finansielle markeder i USA og Europa har siden sommeren 2007 været præget af en betydelig uro. Uroen udsprang af tab på boliglån til mindre kreditværdige amerikanske boligejere, såkaldte subprime-lån. Specialiserede fonde, som havde investeret i værdipapirer med sikkerhed i subprime-lån, fik problemer med at finansiere sig på normale vilkår i pengemarkedet. Fondene begyndte at trække på likviditetsfaciliteter i US-dollar, som bl.a. amerikanske og europæiske banker havde stillet til rådighed. For at være sikre på at have tilstrækkelig med likviditet til at kunne gennemføre egne betalinger blev bankerne tilbageholdende med at låne ud. Usikkerhed om omfanget af bankernes eksponering over for subprime-krisen, og hvilke banker der var berørt, bidrog også til den generelle tilbageholdenhed.

10-ÅRIGT RENTESPÆND TIL TYSKLAND I 2007

Figur 3.1.3



Anm.: Rentespændene er løbetidskorrigerede. Danmark, Frankrig, Holland og Spanien har en rating på Aaa/AAA. Italien har en rating på Aa2/A+.

Kilde: Bloomberg.

Det resulterede i store prisudsving på de finansielle markeder som følge af øget usikkerhed. På baggrund af højere risikoaversion omlagde investorerne i stigende grad deres porteføljer til sikre aktiver, hvorved renterne faldt i 2. halvår.

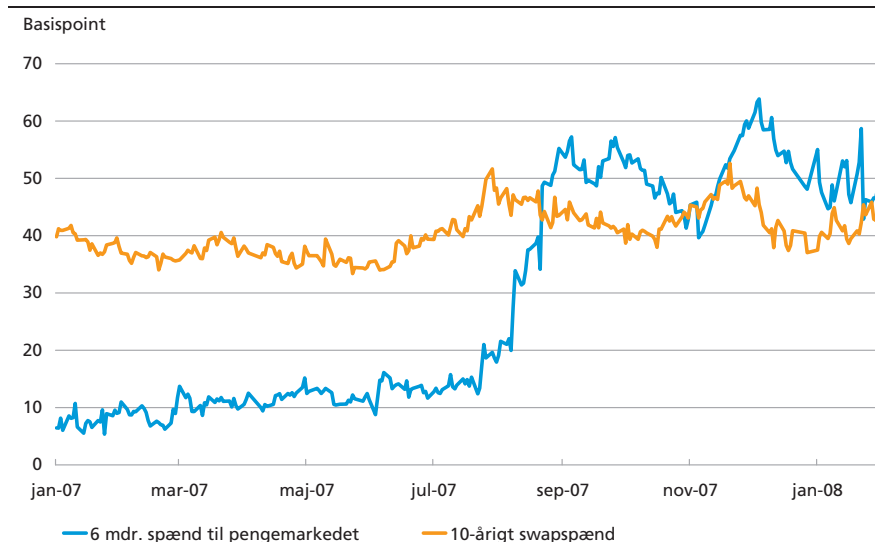
Efterspørgslen var størst efter tyske statsobligationer, der har særlig høj likviditet blandt statspapirer i Europa. Det medførte en stigning i det 10-årige rentespænd mellem højtratede europæiske statsobligationer og Tyskland, jf. figur 3.1.3. Det 10-årige danske rentespænd til Tyskland steg specielt i 1. halvår fra omkring -5 basispoint til omkring 10 basispoint. I 2. halvår fulgte det danske rentespænd udviklingen i de øvrige højtratede europæiske lande.

Den finansielle uro medførte, at risikopræmien på usikrede lån steg markant, hvilket blev afspejlet i en kraftig udvidelse af det statslige rentespænd til pengemarkedet i august, jf. figur 3.1.4. Spændet har siden ligget på et højt niveau.

Anvendelsen af renteswaps i risikostyringen, hvor der swappes fra lang til kort rente, betyder, at staten har en renteesponering i korte pengemarkedsrenter, jf. kapitel 8. Udvidelsen af det statslige rentespænd til pengemarkedet har isoleret set medført højere renteomkostninger.

STATSLIGE RENTESPÆND TIL PENGEMARKEDET OG SWAPMARKEDET

Figur 3.1.4



Anm.: 6-mdr. spænd til pengemarkedet er forskellen mellem den usikrede pengemarkedsrente og skatkammerbevisrenten. Swapspænd er forskellen mellem swaprenten og den statslige rente.

Kilde: Bloomberg.

EJERFORDELING

3.2

Udlændinge har i løbet af 2007 øget beholdningen af indenlandske statspapirer fra 113 mia.kr. til 170 mia.kr., jf. tabel 3.2.1. Stigningen i beholdningen hos udlændinge modsvares af fald i alle andre sektorer, særligt hos livsforsikrings- og pensionskasser (L&P) og finansielle institutioner. L&P-sektorens ejerandel, korregeret for beholdningen i statens fonde, er faldet fra at udgøre 43 pct. efter Danmarks Nationalbanks renteforhøjelse i februar 2006 til 21 pct. ved udgangen af 2007.

EJERFORDELING FOR INDENLANDSKE STATSPAPIRER

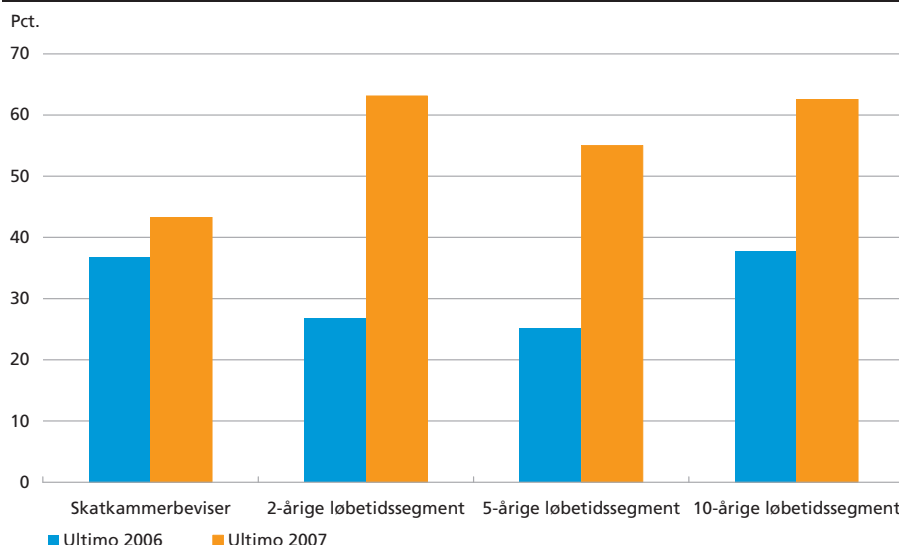
Tabel 3.2.1

Mia.kr., nominelt udestående	Dec 2005	Dec 2006	Dec 2007
Finansielle institutioner inkl. Danmarks			
Nationalbank	104,7	74,4	47,8
Livsforsikrings- og pensionskasser	127,3	134,8	61,2
Ikke-finansielle selskaber	14,9	8,1	4,2
Offentlig sektor	131,6	136,1	127,7
Husholdninger mv.	7,6	5,1	5,1
Udlændinge	141,2	113,4	170,0
Uoplyst	7,6	6,9	6,9
I alt	534,8	478,8	422,7

Kilde: Danmarks Nationalbank, Værdipapirstatistik.

UDLÆNDINGES EJERANDEL I INDENLANDSKE STATSPAPIRER

Figur 3.2.1



Anm.: Ejerandelen er beregnet ekskl. statens fondes beholdning. I det 2-årige løbetidssegment indgår statsobligationer med løbetid fra 1 til 3,5 år, i det 5-årige indgår statsobligationer med løbetid fra 3,5 til 6,5 år, og i det 10-årige indgår statsobligationer med løbetid fra 6,5 til 13,5 år.

Kilde: Danmarks Nationalbank, *Værdipapirstatistik*.

Udlændinge har øget ejerandelen af indenlandske statspapirer i alle løbetidssegmenter og udgør i gennemsnit ca. 50 pct., jf. figur 3.2.1. Den udenlandske efterspørgsel efter indenlandske statspapirer giver et vigtigt bidrag til at understøtte likviditeten i det danske statspapirmarked og er med til at sikre lave renteomkostninger på statsgælden.

LÅNTAGNING

3.3

Udstedelserne i 2007 var tilrettelagt efter et samlet lånebehov på 0. Udstedelsesbehovet i statsobligationer var 20 mia.kr. som følge af en forventet reduktion af skatkammerbevisprogrammet på 20 mia.kr. Udstedelserne i statsobligationer var primært rettet mod det 10-årige løbetidssegment, jf. boks 3.2.

Statens overskud blev større end ventet ved årets begyndelse med et nettofinansieringsbehov på -83,6 mia.kr. Indeståendet på statens konto voksede med 15,6 mia.kr., og ved udgangen af året var indeståendet 87,1 mia.kr. Der var store udsving i indeståendet på statens konto igennem året som følge af fordelingen af statens betalinger, jf. figur 3.3.1.

STRATEGISKE BENCHMARK FOR 2007

Boks 3.2

Udstedelser og likviditet

- 4 pct. stående lån 2017 opbygges mod det endelige mål for udeståendet på omkring 50 mia.kr.
- 4 pct. stående lån 2010 opbygges til et udestående på mindst 35 mia.kr. i 2007
- Nettofinansieringsbidraget fra skatkammerbevisprogrammet forventes at blive omkring -20 mia.kr. Der åbnes to nye skatkammerbeviser i 2007
- I tilfælde af særlige markedsforhold kan der udstedes i de øvrige stående lån med udløb efter 2007
- Staten kan købe op i alle statspapirer, bortset fra de primære udstedelsespapirer (4 pct. stående lån 2010 og 4 pct. stående lån 2017).

Risikostyring

- Renterisikoen styres i 2007 inden for et varighedsbånd på 3 år $\pm$ 0,5 år.

Anm.: Offentliggjort i *Statens Låntagning og Gæld 2006*, Kapitel 4.

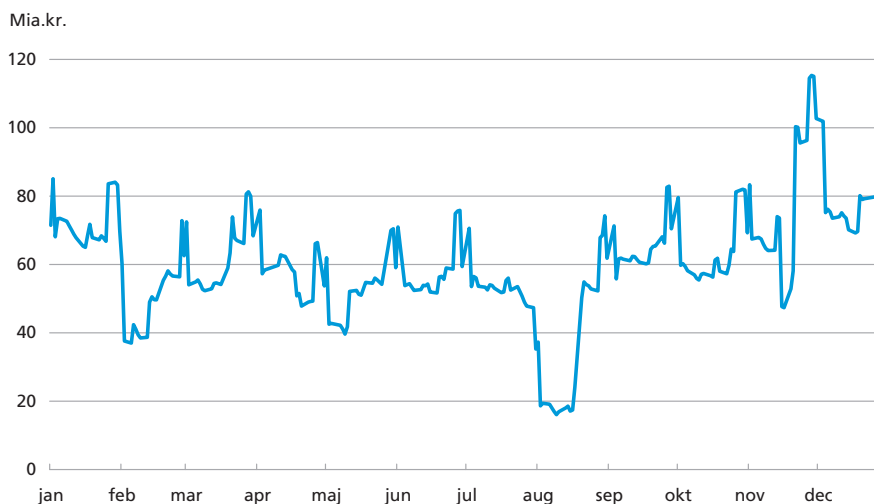
Indenlandske statsobligationer

Udstedelsesbehovet i danske statsobligationer på 20 mia.kr. blev dækket ved salg for 16,9 mia.kr. i 4 pct. stående lån 2017 og 3,7 mia.kr. i 4 pct. stående lån 2010, jf. tabel 3.3.1. Udeståendet i 4 pct. stående lån 2010 blev opbygget til den udmeldte minimumsstørrelse for 2007 på 35 mia.kr.

Salget af statsobligationer var jævnt fordelt over året med juni som en undtagelse, jf. figur 3.3.2. Det større salg i juni skyldes bl.a., at der blev gennemført en ombytningsauktion på 1,6 mia.kr.

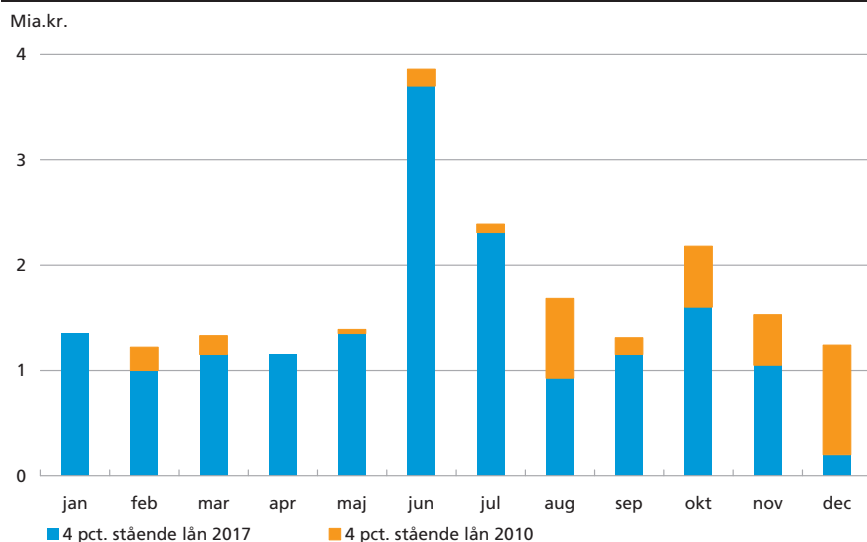
INDESTÅENDE PÅ STATENS KONTO, 2007

Figur 3.3.1



SALG AF STATSOBLIGATIONER, 2007

Figur 3.3.2



Skatkammerbeviser

Der blev i 2007 udstedt skatkammerbeviser for 28,3 mia.kr. til kursværdi og indfriet for 52,2 mia.kr. Det medførte, at skatkammerbevisprogrammet blev reduceret med 23,9 mia.kr., hvilket var lidt mere end forventet. Efterspørgslen efter skatkammerbeviser var forholdsvis lav med undtagelse af auktionerne i april og juli, hvor der forfaldt skatkammerbeviser.

STATSLIGE INDENLANDSKE UDSTEDELSER I 2007

Tabel 3.3.1

Mio.kr.	Udstedelse		Nominelt udstående ultimo 2007
	Nominelt	Kursværdi	
4 pct. stående lån 2010	3.700	3.682	35.590
4 pct. stående lån 2017	16.935	16.433	41.635
Stående lån i alt	20.635	20.115	
Skatkammerbeviser	29.180	28.254	19.660
Indfrielse	-52.180	-52.180	
Skatkammerbeviser, netto	-23.000	-23.926	
Indenlandsk statspapirsalg i alt	-2.365	-3.811	

Udenlandsk låntagning

I 2007 forfaldt udenlandske lån for 19,4 mia.kr. Udenlandske forfald finansieres gennem indenlandsk låntagning.

Der blev indgået valutaswaps mellem kroner og euro for 6,0 mia.kr. Herudover er der i forbindelse med statens salg af Scandlines i juni modtaget en eurobetaling til staten modsvarende værdien af 5,9 mia.kr., hvilket mindskede behovet for at indgå yderligere valutaswaps i den resterende del af 2007.

OPKØB

3.4

Opkøb af statspapirer sker for at understøtte likviditeten i de primære låneviftepapirer og udjævne den indenlandske afdragsprofil. Der foretages opkøb, såfremt markedspriserne vurderes fair, fx i forhold til priserne på statens udstedelser.

Staten og de statslige fonde har i 2007 opkøbt indenlandske statspapirer fra markedet for 32,1 mia.kr., jf. tabel 3.4.1. Opkøbene har hovedsageligt været i 5 pct. stående lån 2013 og 4 pct. stående lån 2015. Endvidere har staten opkøbt udenlandske statspapirer for 0,7 mia.kr.

STATENS OPKØB OG FONDENES NETTOOPKØB I 2007 Tabel 3.4.1

Mio.kr., kursværdi	Staten	Statslige fonde ¹	Opkøb fra markedet
7 pct. stående lån 2007	13.980	-13.376	604
5 pct. serielån 2007	0	-	0
Papirer med udløb i 2007	13.981	-13.376	605
4 pct. stående lån 2008	149	4.482	4.631
6 pct. stående lån 2009	4.547	-3.009	1.539
6 pct. stående lån 2011	54	2.448	2.503
5 pct. stående lån 2013	4.058	5.795	9.853
4 pct. stående lån 2015	2.644	7.098	9.742
4 pct. serielån 2017	0	-	0
7 pct. stående lån 2024	667	2.524	3.191
3,5 pct. 1886 uamortisabelt	0	-	0
Papirer med udløb efter 2007	12.122	19.338	31.460
Indenlandske statspapirer i alt	26.102	5.962	32.064
3,125 pct. eurolån 2010	724	-	724
3,0 pct. 1894 uamortisabelt	0	-	0
3,5 pct. 1909 uamortisabelt	0	-	0
Udenlandske statspapirer i alt	724	-	724

Anm.: Negativt fortegn betyder nettosalg. De statslige fonde sælger ikke til markedet.

¹ Den Sociale Pensionsfond, Finansieringsfonden, Højteknologifonden og Forebyggelsesfonden.

VARIGHEDSSTYRING

3.5

Varigheden på statsgældsporteføljen opgøres som Macauley-varigheden og styres inden for et bånd, der fastsættes årligt i forbindelse med statsgældsmødet i december. I 2007 var båndet fastlagt til 3 år $\pm$ 0,5 år.

Store ændringer i indeståendet på statens konto fik varigheden til at variere betydeligt i 2007, jf. figur 3.5.1. Et lavt indestående på statens konto i august og et højt indestående i november gav således anledning til, at varigheden kortvarigt var uden for årsbåndet. I takt med at statsgælden falder, får udsving i indeståendet på statens konto større betydning for varighedsudviklingen, da statens konto vægter mere i den samlede gældsportefølje. Rentebevægelser kan også påvirke varigheden, men havde i 2007 marginal betydning. Varigheden opgjort med et fast indestående på statens konto og en fast rente var i hele året tæt på 3,0 år.

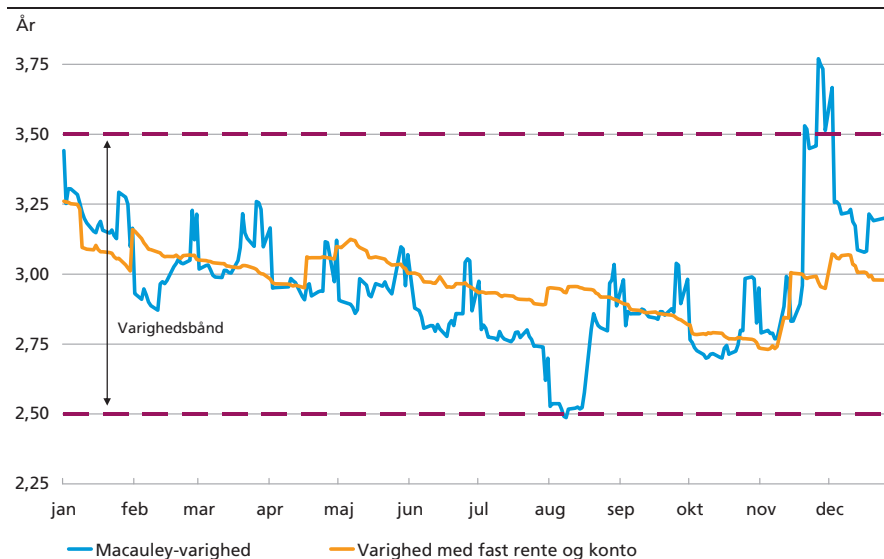
EVALUERING AF STATSGÆLDSPOLITIKKEN

3.6

I 2007 blev en systematisk ramme for kvantitativ evaluering af statens transaktioner, opkøbspolitik og varighedsstyring indført, jf. *Statens låntagning og gæld 2006*, kapitel 11. Evalueringsrammen er under fortsat udvikling.

VARIGHED I 2007

Figur 3.5.1



Anm: Varighed med fast rente og konto er beregnet med en konto på 60 mia.kr. og en rente på 3,89 pct.

EVALUERING AF UDSTEDELSER OG OPKØB

Tabel 3.6.1

Mio.kr.	Mængde	Gennemsnitligt spænd til månedsgennemsnit (basispoint)	Værdi af spændet
Tapudstedelser	18.657	-0,1	1,4
Opkøb.....	26.445	0,5	7,8
Ombytningssauktion, udstedelser	1.550	6,8	-4,6
Ombytningssauktion, opkøb.....	1.415	5,2	
I alt			4,6

Evaluering af transaktioner

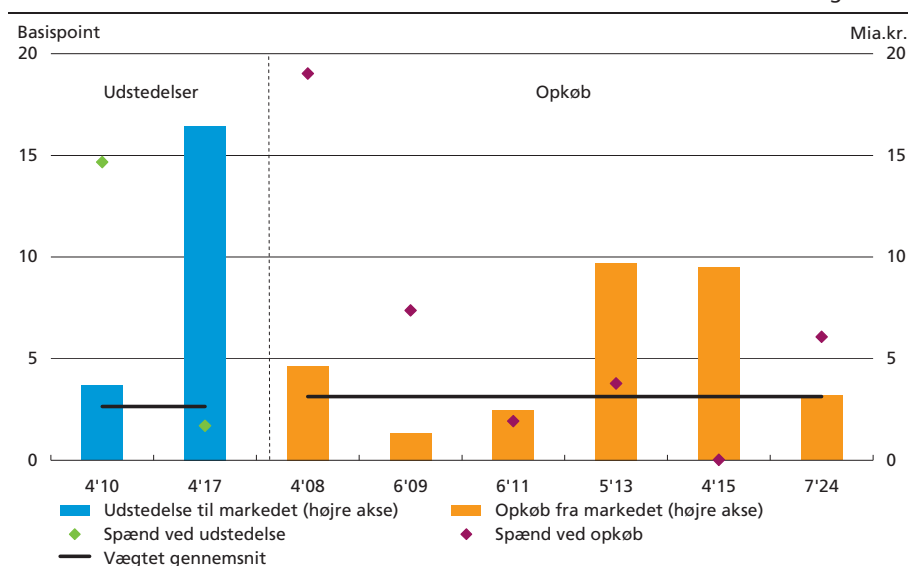
Ved evaluering vurderes timingen af udstedelserne og opkøb i hver måned sammenlignet med en reference, hvor det samme transaktionsomfang fordeles jævnt på alle handelsdage i hver måned. Beregningerne for 2007 viser, at værdien af de gennemførte transaktioner sammenlignet med referencen har været ca. 5 mio.kr., jf. tabel 3.6.1.

Evaluering af opkøbspolitikken

Opkøb foretages kun, hvis markedsprisen anses for fair, fx i forhold til priserne på statens udstedelser. Opkøbspolitikken evalueres ved at sammenligne rentespænd til Tyskland ved salg og opkøb. I 2007 var det

SPÆND TIL DEN TYSKE STATSKURVE VED UDSTDELSE OG OPKØB

Figur 3.6.1

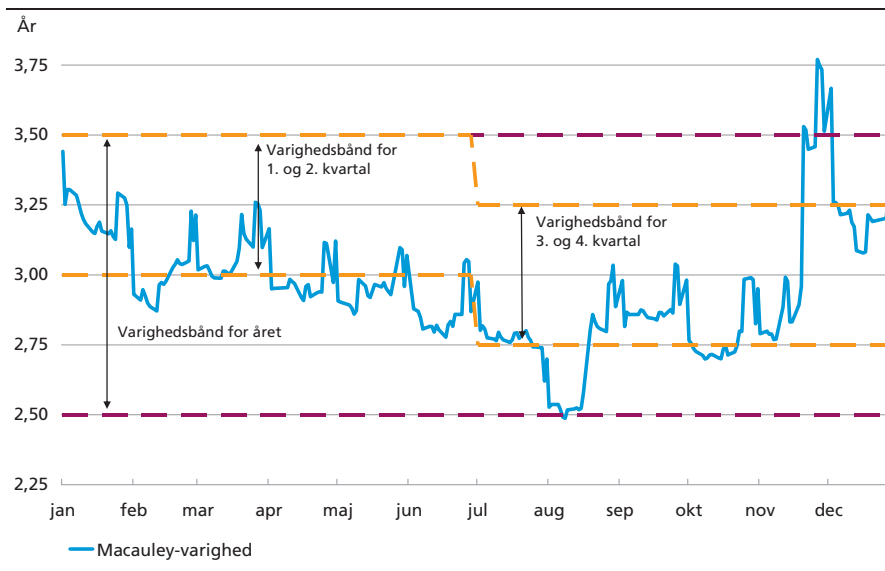


Anm.: Rentespænd er korrejeret for løbetidsforskelle. I det vægtede gennemsnit af spænd på henholdsvis udstedelses- og opkøbspapirer vægtes med papirernes handelsvolumen og modificerede varighed.

Kilde: Bloomberg og egne beregninger.

FAKTISK VARIGHED OG DE KVARTALSVISE BÅND, 2007

Figur 3.6.2



gennemsnitlige rentespænd til Tyskland på opkøbene 0,5 basispoint højere end på udstedelserne, jf. figur 3.6.1. Det indikerer, at opkøbspolitikken har været hensigtsmæssig i 2007.

Evaluering af varighedsstyringen i 2007

Varighedsstyringen for året evalueres ved at sammenligne den faktiske varighedsstyring med midtpunktet i årsbåndet. Den gennemsnitlige varighed i varighedsstyringen i 2007 var 3,01 år, så der er ikke i gennemsnit over året taget positioner i forhold til referencen på 3 år.

Hvert kvartal fastlægges et snævrere kvartalsligtebånd for varigheden, som giver mulighed for taktiske justeringer i varighedsstyringen. Kvartalsligtebåndene evalueres ved at sammenligne midtpunkterne i kvartalsbåndene med den faktiske varighedsudvikling.

Kvartalsbåndene lå i 1. og 2. kvartal i årsbåndets øvre del (midtpunkt 3,25 år), jf. figur 3.6.2. I 3. og 4. kvartal lå kvartalsligtebåndet midt i årsbåndet (midtpunkt 3,0 år).

EVALUERING AF KVARTALSBÅNDET MOD DEN FAKTISKE VARIGHED

Tabel 3.6.2

Mio.kr.	1. kvartal	2. kvartal	3. kvartal	4. kvartal	I alt
Swaps for at opnå kvartalsbåndet	-8.000	-5.300	8.500	15.100	10.300
Værdi ultimo 2007	254	15	7	-111	165

Ved evaluering sammenlignes kvartalssigtebåndenes midtpunkter med den faktiske varighedsudvikling. Det giver anledning til, at der i 1. halvår skulle indgås modsatrettede (payer) swaps for ca. 13 mia.kr. og indgås (receiver) swaps for ca. 24 mia.kr. i 2. halvår. Ultimo året ville disse swaps have haft en markedsværdi på 165 mio.kr., jf. tabel 3.6.2. Denne markedsværdi afspejler især, at det ville have været hensigtsmæssigt med en placering højt i årsbåndet i årets første del, hvor renterne var lave. I hovedparten af 1. og 2. kvartal var varigheden lavere end midtpunktet i kvartalssigtebåndet.

Statsgældsforvaltningen vil i 2008 øge fleksibiliteten i varighedsstyringen. Det kan fx ske ved at indgå transaktioner i futuremarkedet som led i varighedsstyringen.

KAPITEL 4

Strategi 2008

I 2008 forventes et lånebehov i statsobligationer på 30 mia.kr. Statens udstedelser koncentrerer primært i det 10-årige løbetidssegment, der i starten af 2008 udgøres af 4 pct. stående lån 2017, og som medio 2008 afløses af et nyt 10-årigt låneviftepapir. Der udstedes fortsat for mindre beløb i 4 pct. stående lån 2010. Skatkammerbevisprogrammet udfases i 2008.

Opkøb foretages i det omfang, at de kan gennemføres til fair markedspriser, fx når der sammenlignes med priser for udstedelser i de primære låneviftepapirer.

UDSTEDELSESTRATEGI

4.1

Statsgældsforvaltningen har analyseret perspektiverne for den fremtidige indretning af statspapirmarkedet i rapporten *Statsgældspolitikken i lyset af faldende gæld*. Rapporten viser, at det gennemsnitlige årlige lånebehov i perioden 2008-15 er omkring 30 mia.kr. På den baggrund er udstedelsesstrategien de kommende år at åbne et nyt 10-årigt statspapir ca. hvert andet år, der opbygges til et endeligt udestående på omkring 50 mia.kr. Strategien vil blive evalueret efter 3-4 år.

Strategisk benchmark for udstedelser og likviditet i 2008

I 2008 forventes et lånebehov i statsobligationer på 30 mia.kr. Statens udstedelser koncentrerer i det 10-årige løbetidssegment. Udstedelsen i 4 pct. stående lån 2017 fortsætter med henblik på at nå et udestående på omkring 50 mia.kr. Medio 2008 åbnes et nyt 10-årigt låneviftepapir med udløb 15. november 2019, jf. tabel 4.1.1. Det nye papir erstatter 4 pct. stående lån 2017 som primært låneviftepapir og opbygges til et endeligt udestående på omkring 50 mia.kr. Der udstedes fortsat for mindre beløb i 4 pct. stående lån 2010. I tilfælde af særlige markedsforhold kan der udstedes i de øvrige stående lån med udløb efter 2008, jf. boks 4.1.

I 2008 udfases skatkammerbevisprogrammet. Nogle markedsdeltagere anbefalede, at Statsgældsforvaltningen skulle fortsætte udstedelsen i skatkammerbeviser. I lyset af den faldende gæld er det imidlertid et overordnet hensyn at fortsætte koncentrationen af udstedelsen på få likvide statspapirer, herunder først og fremmest det 10-årige løbetids-

PRIMÆRE LÅNEVIFTEPAPIRER, 2008		Tabel 4.1.1
Lån	Løbetidssegment	Termin/Udløb
4 pct. stående lån 2010	2 år	15. november
4 pct. stående lån 2017	10 år	15. november
x pct. stående lån 2019 (åbnes medio 2008)...	10 år	15. november
<i>Skatkammerbeviser</i>	≤12 måneder	
SKBV 2008 I		2. juni 2008
SKBV 2008 II		1. december 2008

segment. Udfasningen af skatkammerbevisprogrammet skal ses som et resultat heraf.

Der vil i 2008 fortsat blive afholdt auktioner i de eksisterende skatkammerbeviser (SKBV 2008 I og SKBV 2008 II) frem til en måned før udløb.

Der kan købes op i alle udestående statspapirer, bortset fra de primære låneviftepapirer i det 2- og 10-årige løbetidssegment, jf. tabel 4.1.2. Opkøb foretages i det omfang, at de kan gennemføres til fair markedspriser, fx når der sammenlignes med priser for udstedelser i de primære låneviftepapirer.

Statens udlånsordning omfatter primære låneviftepapirer, mens værdipapirudlån i andre statspapirer kan ske via Den Sociale Pensionsfonds værdipapirudlånsordning, jf. tabel 4.1.2.

OPKØBSVIFTEN OG VÆRDIPAPIRUDLÅNSORDNINGER, PRIMO 2008				Tabel 4.1.2
Mio.kr., nominel værdi	Udestående mængde, ultimo 2007	Opkøbsvifte	Statens værdipapirudlånsordning ¹	DSPs værdipapirudlånsordning ¹
<i>Skatkammerbeviser</i>	19.660	X	X	
<i>Stående lån</i>				
4 pct. 2008	47.124	X		X
6 pct. 2009	61.950	X		X
4 pct. 2010	35.590		X	
6 pct. 2011	60.500	X		X
5 pct. 2013	74.180	X		X
4 pct. 2015	57.560	X		X
4 pct. 2017	41.635		X	
7 pct. 2024	24.431	X		X
<i>Udenlandske lån</i>				
3,25 pct. 2008 eurolån	17.150	X		
3,125 pct. 2009 eurolån	15.025	X		
3,125 pct. 2010 eurolån	12.676	X		
<i>Øvrige lån</i>		X		

¹ Betingelserne for værdipapirudlån er specificeret i *Vilkår for statens og Den Sociale Pensionsfonds værdipapirudlånsordninger*, der kan findes i bilagsdelen bagerst i publikationen.

STRATEGISKE BENCHMARK FOR 2008

Boks 4.1

Udstedelser og likviditet

- Udstedelser i statsobligationer på 30 mia.kr.
- 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.
- Der udstedes fortsat i 4 pct. stående lån 2010
- Skatkammerbevisprogrammet udfases
- 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 låneviftepapirer.

Risikostyring

- Renterisikoen styres i 2008 inden for et varighedsbånd på $3,25 \text{ år} \pm 0,5 \text{ år}$.

RISIKOSTYRING**4.2**

Renterisikoen på statens gæld styres gennem et strategisk benchmark for gældsporteføljens varighed i form af Macauley-varigheden for de samlede passiver og aktiver under statsgældsområdet, jf. kapitel 8. Styringen af varigheden sker ved indgåelse af renteswaps, hvorved udstedelse og risikostyring separeres. Som strategisk benchmark i 2008 er fastsat et varighedsbånd på $3,25 \text{ år} \pm 0,5 \text{ år}$.

I den daglige styring benyttes et snævrere kvartalssigtebånd for Macauley-varigheden på $\pm 0,25 \text{ år}$, der ligger inden for årets strategiske benchmark. Båndet fastsættes på de kvartalsvise møder med Finansministeriet.

KAPITEL 5

Udstedelse og handel med statspapirer

Danske statsobligationer udstedes til en kreds af primary dealere. Primary dealerne har en løbende forpligtelse til at stille bud- og udbudspriser (market making). Market making bidrager til, at markedet for danske statsobligationer er gennemsigtigt og velfungerende.

Primary dealerne har besluttet, at market making i danske statsobligationer i 2008 foregår på MTSDenmark. Primary dealerne vil løbende evaluere den valgte handelsplatform.

Danske statsobligationer handles på en række elektroniske platforme og i telefonmarkedet. Den gennemsnitlige daglige omsætning på de elektroniske handelsplatforme blev fordoblet i 2007 og var i slutningen af året omkring 3 mia.kr. Den højere omsætning i danske statsobligationer skal blandt andet ses i lyset af øget efterspørgsel efter statspapirer som følge af uroen på de finansielle markeder.

PRIMARY DEALER-ORDNING I DANSKE STATSOBLIGATIONER

5.1

Danske statsobligationer udstedes til og opkøbes fra en gruppe af banker, der har indgået en primary dealer-aftale med Statsgældsforvaltningen. Primary dealer-aftalerne blev indgået første gang i forbindelse med introduktionen af elektronisk handel på MTS-systemet i 2003. I 2008 omfatter ordningen 11 banker, jf. tabel 5.1.1.

OVERSIGT OVER PRIMARY DEALERE OG MARKET TAKERE I DANSKE
STATSOBLIGATIONER, 2008

Tabel 5.1.1

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

PRIMARY DEALER-AFTALE

Boks 5.1

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.

Primary dealernes væsentligste rettigheder omfatter retten til at:

- anvende betegnelsen primary dealer i danske statsobligationer
- være modpart i statens udstedelses- og opkøbstransaktioner
- benytte statens og Den Sociale Pensionsfonds værdipapirudlånsordninger.

Primary dealernes væsentligste forpligtelser omfatter:

- 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, jf. nedenstående tabel
- 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.

Primary dealere skal stille priser i statens benchmark- og primære låneviftepapirer med mere end 13 måneders restløbetid. Market making i de øvrige statsobligationer går på skift mellem primary dealerne, så der altid er minimum fem market makere. I praksis foretager de fleste primary dealere market making i alle statsobligationer, der er omfattet af primary dealer-aftalen.

MARKET MAKING-FORPLIGTELSE I FORSKELLIGE LØBETIDER

	Benchmarkpapirer			Øvrige statsobligationer		
Løbetidssegment	2 år	5 år	10 år	2 år	5 år	10 år
Maksimalt spænd	3 ticks	5 ticks	7 ticks	5 ticks	8 ticks	10 ticks
Minimumsbeløb, kr.	80 mio.	40 mio.	50 mio.	60 mio.	20 mio.	20 mio.

Anm.: 2 år er segmentet fra 13 mdr. til 3,5 år; 5 år er segmentet fra 3,5 år til 6,5 år; 10 år er segmentet fra 6,5 år til 13,5 år. I hvert segment kan der være flere statspapirer. 7 pct. stående lån 2024 indgår i øvrige statsobligationer, og det maksimale spænd er 20 ticks, og minimumsbeløbet er 10 mio.kr. 1 tick svarer til 0,01 kurspoint.

Primary dealer-aftaler indgås med markedsdeltagere, der ønsker at indgå i et længerevarende samarbejde med udsteder om at handle og videre-sælge danske statsobligationer til en bredere investorkreds. Ved indgåelse af en primary dealer-aftale opnår bankerne rettigheder til at aftage statsobligationer ved udstedelse og være modpart i opkøbstransaktioner. Samtidig forpligtes primary dealerne til at foretage market making i statsobligationer ved løbende at stille bud- og udbudspriser inden for fastlagte maksimale spænd og for minimumsbeløb i hovedparten af handelsdagen, jf. boks 5.1.

PRIMARY DEALERE I DANMARK OG DERES AKTIVITET I UDVALGTE EU-LANDE Tabel 5.1.2

	AT	BE	FI	FR	GR	IE	IT	NL	PT	ES	SE
Barclays Bank	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Danske Bank											X
Deutsche Bank	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	
Fionia Bank											
HSH Nordbank											
JP Morgan	X	X	X	X	X		X	X		X	
Morgan Stanley	X	X	X	X	X		X		X		
Nordea			X								X
Nykredit Bank											
SE-Banken											X
Sydbank											

Anm.: Et X angiver, at den givne finansielle institution er primary dealer i statspapirer i det pågældende land. Den tyske statsgældsforvaltning har ingen primary dealere og er derfor udeladt i tabellen.

Kilde: De respektive statsgældsforvaltningers hjemmesider.

Udover primary dealerne har market takere mulighed for at handle i engrosmarkedet. En market taker kan handle på priser stillet af primary dealere, men har ikke selv mulighed for at stille priser. Pr. 1. januar 2008 var 11 banker tilknyttet som market takere, jf. tabel 5.1.1.

Primary dealer-gruppen består af såvel regionale som internationale banker. De internationale banker er også primary dealere i størsteparten af de øvrige europæiske statspapirmarkeder, jf. tabel 5.1.2.

I 2008 udfases skatkammerbevisprogrammet, og der er derfor ikke indgået nye primary dealer-aftaler for skatkammerbeviser. Der afholdes fortsat månedlige auktioner, hvor der udstedes i de eksisterende skatkammerbeviser. Auktionerne er åbne for alle banker, der har adgang til auktionssystemet.

Valg af elektroniske handelsplatforme

Som led i den løbende evaluering af markedsinfrastrukturen bad Statsgældsforvaltningen i 2007 primary dealerne om en vurdering af statspapirmarkedets indretning, herunder valg af handelsplatform for market making.

Primary dealerne vurderede, at det danske statspapirmarked ikke er stort nok til at understøtte market making på mere end en handelsplatform. Det skyldes bl.a. den faldende statsgæld. Der vil efter primary dealernes opfattelse være en betydelig risiko for, at market making på flere platforme vil mindske likviditeten i danske statsobligationer. Endvidere nævnte flere primary dealere, at det vil være forbundet med ekstra omkostninger at være tilkøbt flere handelsplatforme, hvorfor de i givet fald vil overveje deres primary dealer-status. Det vil således blive

vanskeligt at opretholde det nuværende antal primary dealere, hvis market making foretages på flere platforme.

Fremadrettet vil primary dealerne årligt evaluere den anvendte handelsplatform og beslutte, om der er behov for at skifte platform.

Generelt udtrykte primary dealerne tilfredshed med den nuværende platform. Primary dealer-gruppen besluttede på den baggrund at foretage market making på den elektroniske handelsplatform MTSDenmark i 2008.

Clearing og afvikling

En central del af infrastrukturen på engrosmarkedet for statspapirer er clearing og afvikling. Markedsdeltagerne kan vælge imellem Værdipapircentralen (VP), Euroclear og Clearstream som deres foretrukne clearingscentral til direkte afvikling af handler indgået på engrosmarkedet for statspapirer. Denne indretning reducerer adgangsbarriererne til markedet, idet nye markedsdeltagere kan blive tilsluttet uden at skulle foretage ændringer i interne afviklingsprocesser.

Værdipapirudlån

Formålet med udlån af værdipapirer er at understøtte og styrke et effektivt marked for handel med statsobligationer. Værdipapirudlånsordningerne understøtter likviditeten i det sekundære marked, da primary dealerne kan låne statsobligationer i tilfælde af knaphed i markedet. Derved har primary dealerne lettere ved at foretage market making og samtidig mindskes risikoen for en skæv prisdannelse.

Primary dealerne har adgang til statens og Den Sociale Pensionsfonds (DSP) udlånsordninger for værdipapirer. Statens værdipapirudlånsordning omfatter som udgangspunkt primære udstedelsespapirer. DSP kan udlåne i alle statsobligationer af typen stående lån med over en måneds restløbetid, som DSP har i sin portefølje. Værdipapirudlån sker mod sikkerhed i andre danske statspapirer. Vilkårene for anvendelse af ordningerne kan findes i bilagsdelen bagerst i publikationen.

I 2007 var omfanget af det samlede udlån i statens og DSPs værdipapirudlånsordning 128,1 mia.kr., jf. tabel 5.1.3. Omfanget af værdipapir-

VÆRDIPAPIRUDLÅN FRA 2005 TIL 2007¹

Tabel 5.1.3

Mia.kr.	2005	2006	2007
Staten	18,7	83,9	36,0
DSP	20,1	49,8	92,1
Værdipapirudlån i alt	38,8	133,7	128,1

¹ Den gennemsnitlige løbetid for udlånene vægtet efter markedsværdi har været nogenlunde konstant omkring 1,5 dag i perioden.

udlånet skal ses i sammenhæng med den faldende statsgæld, som kan føre til perioder med knaphed i det private marked for værdipapirudlån. Samtidig har turbulensen på de finansielle markeder medført stigende interesse for statspapirer, hvilket har bidraget til at øge mængden af værdipapirudlån.

UDSTEDELSE OG OPKØB I STATSOBLIGATIONER

5.2

Udstedelse

Ved åbning af nye statsobligationer afholdes der en auktion, hvor det tilstræbes at sikre et tilstrækkeligt udestående, så der efterfølgende kan foretages løbende pristillelse. Herefter udstedes ved løbende tapsalg. Ved tapsalg spredes udstedelserne over hele året, og salget foregår direkte i det sekundære marked til priser stillet af primary dealerne. Ved udstedelsen har Statsgældsforvaltningen status som market taker, dvs. salget foregår til den bedste budpris.

For at undgå markedspåvirkning udstedes generelt, når den underliggende interesse er stor, dvs. når kursforskellen mellem bud- og udbudspris er lav, og dybden i markedet er stor. I 2007 aftog de seks største aftagere lidt under 80 pct. af de samlede udstedelser, jf. figur 5.2.1.

Opkøb

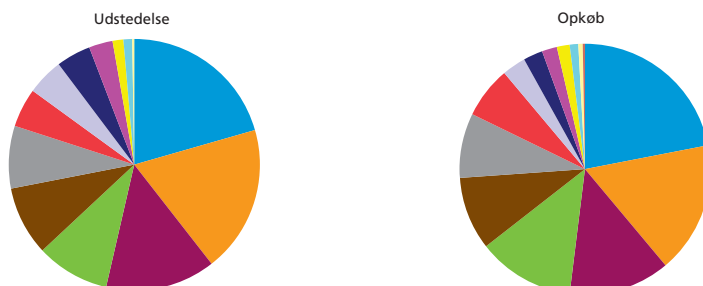
I takt med den faldende statsgæld er det hensigtsmæssigt med flere instrumenter til gennemførelse af opkøb. Dermed øges fleksibiliteten i forbindelse med statens opkøb fra markedet. Staten kan foretage opkøb fra primary dealerne via tre faciliteter:

- *Tapopkøb* foretages til den gældende markedspris (bedste udbudspris) stillet af primary dealerne.
- *Opkøbsfaciliteten* er en videreudvikling af auktionssystemet, der anvendes til udstedelse af skatkammerbeviser. Ved anvendelse af opkøbsfaciliteten kan Statsgældsforvaltningen og primary dealerne handle en større mængde statsobligationer på en gang.
- *Ombytningsfaciliteten* gør det muligt for Statsgældsforvaltningen at opkøbe statsobligationer og samtidigt udstede i de primære låneviftepapirer.

De tre opkøbsfaciliteter medvirker til at have en bred kreds af aktive deltagere. Seks primary dealere var modpart ved ca. 80 pct. af de gennemførte opkøb, jf. figur 5.2.1.

FORDELING AF UDSTEDELSE OG OPKØB PR. PRIMARY DEALER, 2007

Figur 5.2.1



Anm.: Opkøb omfatter opkøb via tap samt opkøbs- og ombytningsfaciliteten.

Kilde: MTSDenmark.

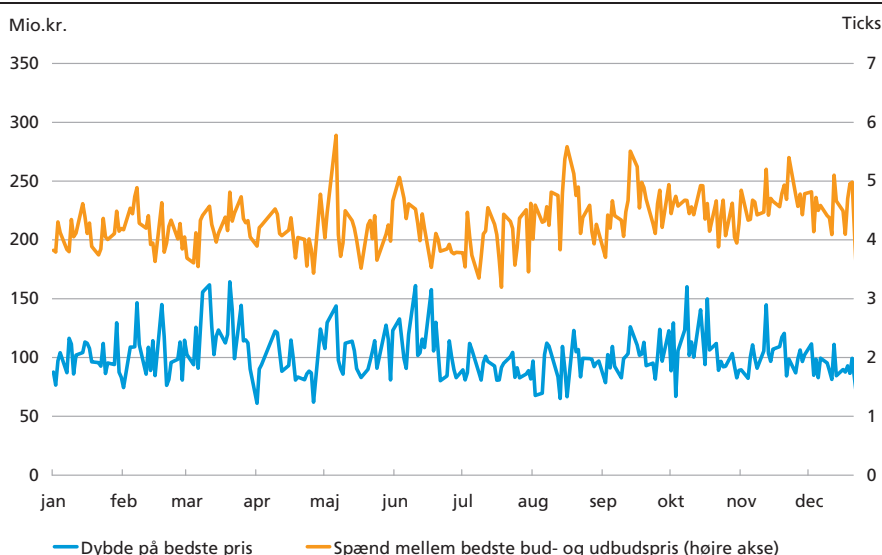
Elektronisk handel og market making

Primary dealernes market making medfører, at der i statsobligationsmarkedet løbende er adgang til handlebare priser. Det øger gennemsigtigheden og medvirker til at øge omsætteligheden i markedet.

2. halvår 2007 var præget af turbulens på de finansielle markeder. Markedsusikkerheden har til tider gjort det vanskeligt for primary dealerne at stille priser inden for de aftalte spænd. Som følge heraf blev det maksimale bud-/udbudsspænd udvidet til det dobbelte i to korte perioder i 3. kvartal. Beslutningen blev truffet sammen med primary dealerne.

BUD-/UDBUDSSPÆND OG DYBDE I DET 10-ÅRIGE BENCHMARKPAPIR

Figur 5.2.2

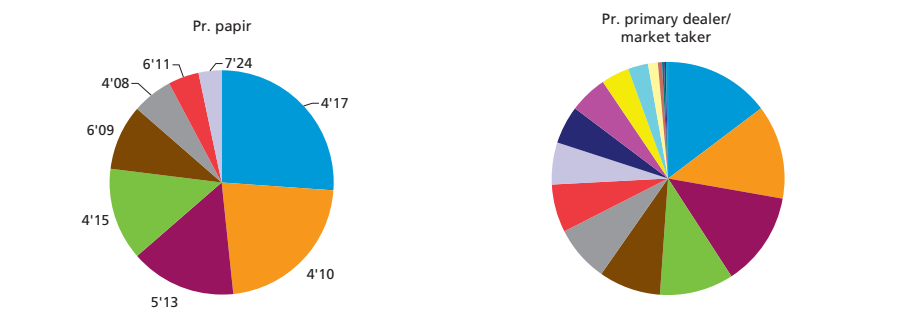


Anm.: Spænd mellem bud- og udbudsprisen er beregnet som et tidsvægtet gennemsnit af henholdsvis bedste bud- og udbudspris. Dybden beregnes som det tidsvægtede gennemsnit af den gennemsnitlige mængde, der er indlagt på den bedste bud- og udbudspris. Dybden angiver volumen, som kan handles på den bedste pris.

Kilde: MTSDenmark.

FORDELINGEN AF OMSÆTNINGEN I STATSOBLIGATIONER PR. PAPIR OG
PR. MARKEDSDELTAGER, 2007

Figur 5.2.3



Kilde: MTSDenmark.

På trods af uroen var der i hele perioden handlebare priser i det danske marked. Spændet mellem den bedste bud- og udbudspris blev udvidet kortvarigt i forbindelse med højere usikkerhed bl.a. i midten af august og september, jf. figur 5.2.2. Spændet var dog stadig omkring 5 ticks. I perioden har der løbende været mulighed for at handle for omkring 100 mio.kr. på den bedste pris.

Omsætningen i danske statsobligationer er nogenlunde bredt fordelt på statspapirer. Halvdelen af omsætningen i statsobligationer på MTSDenmark blev dog foretaget i de primære låneviftepapirer 4'10 og 4'17, jf. figur 5.2.3. Omsætningen var nogenlunde ligeligt fordelt blandt primary dealerne i det danske statspapirmarked.

UDSTEDELSE AF SKATKAMMERBEVISER I 2007

5.3

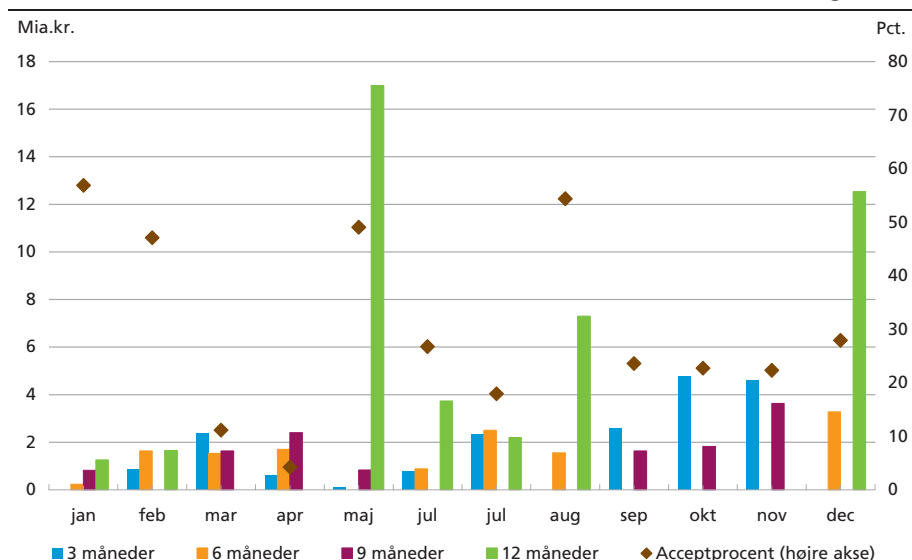
I henhold til udstedelsesstrategien for 2007 blev salget i skatkammerbeviser reduceret. I de fleste andre sammenlignelige lande er der set en øget efterspørgsel efter skatkammerbeviser som følge af den finansielle uro i 2. halvår 2007. I Danmark har efterspørgslen været faldende, og den gennemsnitlige acceptprocent i 2007 var på ca. 30 pct., svarende til niveauet året før, jf. figur 5.3.1.

OMSÆTNING I DANSKE STATSPAPIRER

5.4

På interdealermarkedet omsættes danske statspapirer bl.a. på MTSDenmark og ICAP/BrokerTec¹. Udover handel på interdealermarkedet omsættes danske statspapirer også på en række andre elektroniske platforme som eksempelvis Bloomberg, Bondvision og TradeWeb. Disse platforme er kendetegnet ved at fokusere på videreformidling mellem banker

¹ ICAP/BrokerTec tilbyder både handel på en elektronisk platform og via en brokerfacilitet.

BUDMÆNGDE OG ACCEPTPROCENT I SKATKAMMERBEVISAUKTIONER, 2007 Figur 5.3.1

Anm.: 3 måneder inkluderer papirer med restløbetid på 1, 2 og 3 måneder. 6 måneder inkluderer papirer med en restløbetid på 4, 5 og 6 måneder. 9 måneder inkluderer papirer med en restløbetid på 7, 8 og 9 måneder, og 12 måneder inkluderer papirer med restløbetid på 10, 11 og 12 måneder.

Kilde: Danmarks Nationalbank og MTSDenmark.

og deres kunder. Derudover omsættes danske statspapirer i et betydeligt omfang på elektroniske single dealer-platforme¹ og i telefonmarkedet. Endelig har Statsgældsforvaltningen en prisstillerordning på OMX Den Nordiske Børs København (OMX København).

Elektronisk handel med danske statspapirer

I lyset af uroen på de finansielle markeder blev omsætningen på de elektroniske handelsplatforme fordoblet i 2007, og i slutningen af året blev der omsat for omkring 3 mia.kr. dagligt, jf. figur 5.4.1. Højere usikkerhed på de finansielle markeder har ført til større efterspørgsel efter statspapirer, og samtidig har øget volatilitet ført til større behov blandt investorerne for at tilpasse deres porteføljer.

Udover den elektroniske handel med statspapirer er der en betydelig omsætning på telefonmarkedet. Ofte anvendes telefonhandel i en situation, hvor investor ønsker at gennemføre en handel med stor volumen.

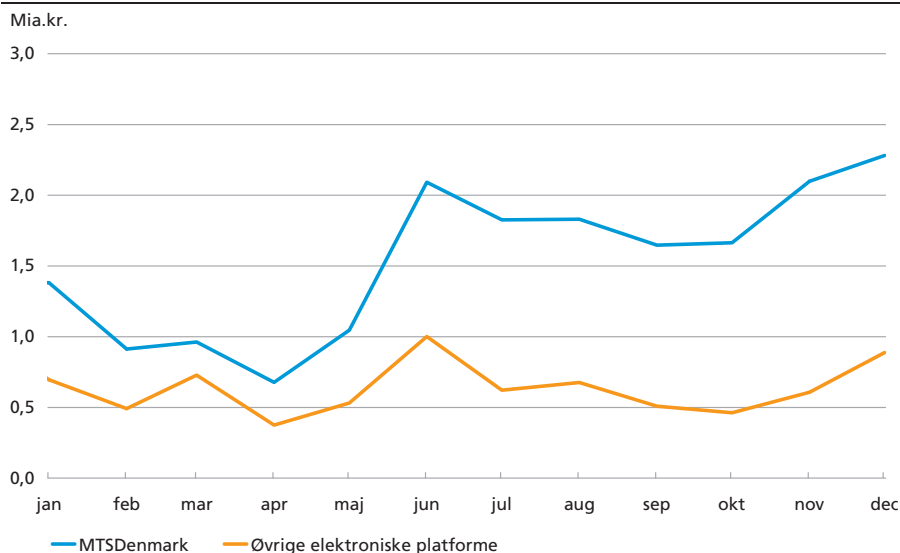
Prisstillerordning på OMX København

Statsgældsforvaltningen introducerede parallelt med introduktionen af engrosmarkedet MTSDenmark også en prisstillerordning på OMX København. En gruppe bestående af seks banker (Danske Bank, Fionia

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

GENNEMSITLIG DAGLIG OMSÆTNING I DANSKE STATSPAPIRER PÅ ELEKTRONISKE HANDELSPLATFORME, 2007

Figur 5.4.1



Anm.: Øvrige elektroniske handelsplatforme omfatter Bondvision, ICAP/BrokerTec, OMX København og TradeWeb.

Kilde: Bondvision, ICAP/BrokerTec, MTSDenmark, OMX København og TradeWeb.

Bank, Jyske Bank, Nordea, Nykredit Bank og Sydbank) har forpligtet sig til løbende at stille priser i danske statsobligationer på OMX København. Prisstillerordningen dækker alle statsobligationer af typen stående lån med en restløbetid over 13 måneder.

Medlemmerne af OMX Københavns obligationsdelmarked har mulighed for at handle på de priser, der bliver stillet af prisstillerne og selv lægge ordrer i systemet. Desuden har andre investorer mulighed for at indlægge handelsordrer via deres bankforbindelse. Handelsreglerne er udformet, så en ordre på mere end 1.000 kr. kan påvirke priserne i handelssystemet.

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

KAPITEL 6

Forvaltning af midlerne i statens fonde

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

Ved udgangen af 2007 udgjorde DSPs aktiver 128,6 mia.kr. I 2007 overførte DSP 9,8 mia.kr. til Velfærdsministeriet til dækning af pensionsforbedringer.

Staten indskød 2,0 mia.kr. i Højteknologifonden i 2007, og fondens aktiver var ultimo året 6,4 mia.kr. Finansieringsfonden og Forebyggelsesfondens aktiver var ultimo 2007 henholdsvis 1,5 mia.kr. og 2,8 mia.kr.

DEN SOCIALE PENSIONSfond

6.1

Den Sociale Pensionsfond (DSP) blev oprettet ved lov i 1970, hvor der blev indført et særligt folkepensionsbidrag. Midlerne blev henlagt til DSP og anbragt i obligationer. Med virkning fra 1. januar 1982 blev loven ændret, og indbetalingerne ophørte. Fonden blev videreført som en del af statens aktiver og indgår i opgørelsen af statsgælden.

Forvaltningen af midlerne i DSP sker under hensyntagen til statsgældspolitikken, jf. boks 6.1. Risikoen på fondens aktiver vurderes separat, men indgår i den konsoliderede risikostyring af den samlede statsgæld.

DSPs INDTÆGTER OG UDGIFTER	Tabel 6.1.1
Mia.kr.	2007
<i>Indtægter</i>	
Renter mv. ¹	5,8
<i>Udgifter</i>	
Overførsel til Velfærdsministeriet	9,8
Pensionsafkastskat	0,6
Netto	-4,6

Kilde: Foreløbige tal for statens bogføring.

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

FORVALTNING AF MIDLERNE I DSP

Boks 6.1

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:

- "Beløb der er overført til pensionsfondens konto, anbringes i børsnoterede obligationer, herunder indeksobligationer."
- "Placeringen af fondens midler samstyres med statens øvrige finansielle aktiver og passiver under statsgældsområdet, herunder særligt den indenlandske statsgæld. Samstyringen og en række andre hensyn betyder, at midlerne primært skal placeres i statsobligationer."
- "Der tilstræbes en god forrentning under hensyntagen til de samlede statsfinansielle konsekvenser af fondens dispositioner."

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 udgifter til pensionsforbedringer.

¹ Reglementet findes på Statsgældsforvaltningens websted, www.statsgaeld.dk under Statens fonde.

DSPs grundkapital blev reduceret i 2007, da udgifterne oversteg indtægter, jf. tabel 6.1.1. Ved udgangen af 2007 udgjorde DSPs beholdning af obligationer 126,9 mia.kr., og fondens indestående på kontoen i Danmarks Nationalbank var 1,7 mia.kr., jf. tabel 6.1.2.

FONDENES BALANCE, ULTIMO 2007

Tabel 6.1.2

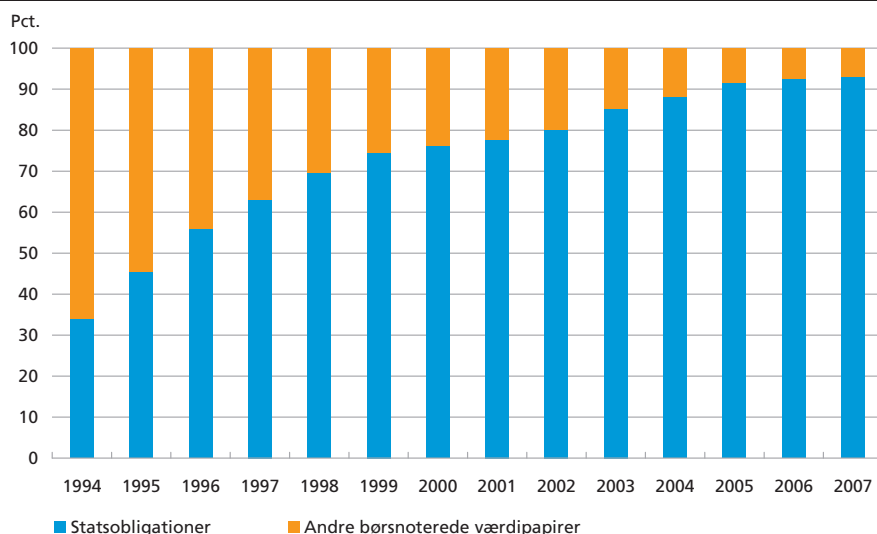
Nominal værdi, mia.kr.	DSP	Højteknologifonden	Finansieringsfonden	Forebyggelsesfonden	Andel af det samlede indestående (pct.)
4 pct. stående lån 2008	4,3	0,5	-	0,3	11
6 pct. stående lån 2009	30,3	2,2	0,7	0,6	55
6 pct. stående lån 2011	39,0	0,9	0,1	0,6	67
5 pct. stående lån 2013	34,7	1,6	0,6	0,6	51
4 pct. stående lån 2015	6,2	1,1	0,1	0,6	14
7 pct. stående lån 2024	3,7	-	-	-	15
Statsobligationer i alt.....	118,2	6,2	1,4	2,7	
Realkreditobligationer mv. ¹ ...	2,1	•	•	•	
Indeksobligationer ²	6,6	•	•	•	
Indestående på konto	1,7	0,1	0,0	0,1	
I alt	128,6	6,4	1,5	2,8	

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

² Indekseret værdi.

DSPs OBLIGATIONSBEHOLDNING

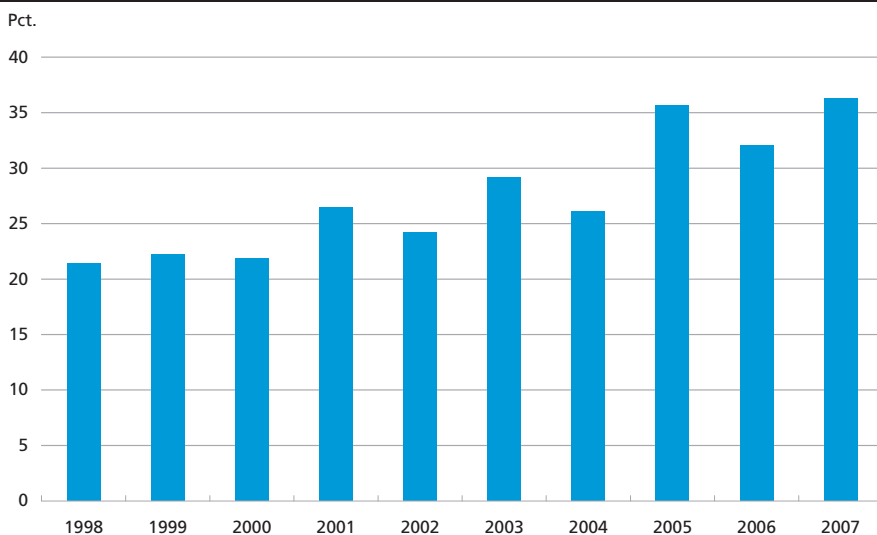
Figur 6.1.1



Siden 1994 er sammensætningen af DSPs portefølje ændret til i stigende grad at omfatte statsobligationer. I 1994 var 34 pct. af aktiverne placeret i statsobligationer, mens den resterende del primært var placeret i real-kreditobligationer. Ved udgangen af 2007 udgjorde statsobligationer 93 pct. af obligationsbeholdningen, jf. figur 6.1.1.

DSPs EJERANDEL AF STATSOBLIGATIONER EKSKL. PRIMÆRE LÅNEVIFTEPAPIRER

Figur 6.1.2



VARIGHED PÅ DSPs PORTEFØLJE		Tabel 6.1.3		
År	Ultimo 2005	Ultimo 2006	Ultimo 2007	
Statsobligationer	4,2	4,1	3,9	
Realkreditobligationer mv.	0,6	1,2	2,0	
Indeksobligationer	10,5	10,7	9,9	
Samlet portefølje	4,3	4,3	4,1	

Anm.: For konverterbare realkreditobligationer er anvendt en optionsjusteret varighed. Varigheden af indeksobligationer er beregnet med en inflationsantagelse på 2 pct. pr. år. Den samlede portefølje dækker også indeståendet på DSPs konto i Danmarks Nationalbank.

Placeringen i statsobligationer medfører en mere enkel risikostyring end ved placering i andre børsnoterede obligationer, da fondens statsobligationsbeholdning naturligt afdækker en del af risikoen på statens obligationsgæld.

DSP investerer ikke i statens primære låneviftepapirer. I takt med faldet i statsgælden udgør DSPs beholdning en stigende andel af den udestående mængde statspapirer ekskl. de primære låneviftepapirer, jf. figur 6.1.2. På den baggrund kan der være behov for, at DSP i højere grad end i dag gør brug af muligheden for at investere i andre børsnoterede obligationer end statsobligationer. DSPs investeringer vil ske inden for rammerne af det nuværende reglement, jf. boks 6.1.

I forvaltningen af DSPs midler tilstræbes en udjævning af investeringsprofilen, så det undgås, at store beløb skal placeres i perioder med uforudsigelige markedsvilkår.

Varigheden på DSPs portefølje var 4,1 år ved udgangen af 2007, jf. tabel 6.1.3. Varigheden har igennem 2007 ligget inden for det fastsatte varighedsbånd for DSP på 4 år $\pm$ 0,5 år.

HØJTEKNOLOGI-, FINANSIERINGS- OG FOREBYGGELSESFONDENE 6.2

Statsgældsforvaltningen administrerer foruden DSP også midlerne i Højteknologifonden, Finansieringsfonden og Forebyggelsesfonden. Opbygning af midler i fondene fastsættes på Finansloven. Midlerne placeres i danske statsobligationer, og varigheden på fondenes beholdning indgår i styringen af statsgældens samlede varighed.

Højteknologifonden og Finansieringsfonden

Loven om Højteknologifonden blev vedtaget i december 2004.¹ Fondens formål er at styrke vækst og beskæftigelse ved at understøtte Danmarks videre udvikling som højteknologisk samfund. I bemærkningerne til loven for Højteknologifonden fremgår, at der tilstræbes en opbygning

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

af fondens grundkapital til mindst 16 mia.kr. inden 2012. I 2007 indskød staten 2 mia.kr. i Højteknologifonden. På baggrund af finanslovsforslaget for 2008 forventes også et indskud på 2 mia.kr. i 2008.

Finansieringsfonden er oprettet med hjemmel i finansloven for 2005 til støtte for Danmarks grundforskning ved øgede uddelinger fra Danmarks Grundforskningsfond¹.

Fondenes midler er investeret med henblik på at opnå en ligelig fordeling af midlerne på korte, mellemlange og lange obligationer. Ved udgangen af 2007 udgjorde Højteknologi- og Finansieringsfondenes beholdninger af obligationer henholdsvis 6,2 mia.kr. og 1,4 mia.kr. Fondenes renteindtægter var i 2007 henholdsvis 233 mio.kr. og 52 mio.kr. Hvert år overføres fra hver af fondene et beløb, som er vedtaget på finansloven, til Ministeriet for Videnskab, Teknologi og Udvikling. I 2007 overførte Højteknologifonden 280 mio.kr. og Finansieringsfonden 65 mio.kr.

Forebyggelsesfonden

I 2007 blev Forebyggelsesfonden oprettet med det formål at støtte projekter, der forebygger og forhindrer fysisk og psykisk nedslidning.² Forebyggelsesfonden blev oprettet med en kapital på 3 mia.kr. Af disse blev 2,8 mia.kr. anbragt i statsobligationer og 200 mio.kr. overført til Beskæftigelsesministeriet. Fra og med 2008 skal der årligt overføres 350 mio.kr. til Beskæftigelsesministeriet. Der er ikke planlagt yderligere opbygning af fondens midler. Investeringsstrategien for forebyggelsesfonden fastlægges, så de fremtidige overførsler så vidt muligt modsvarer af fondens renteindtægter og forfald på obligationer.

¹ www.dg.dk.

² Lov nr. 87, Lov om Forebyggelsesfonden af 30. januar 2007, jf. www.forebyggelsesfonden.dk.

KAPITEL 7

Statslige lånegarantier og genudlån

Statsgældsforvaltningen administrerer statslige lånegarantier og genudlån til en række selskaber. Statslige lånegarantier og genudlån sikrer selskaberne gode lånevilkår, da selskaberne drager nytte af statens høje kreditværdighed.

Ved udgangen af 2007 udgjorde lånegarantierne 58,9 mia.kr. og genudlånene 37,6 mia.kr., heraf 6,9 mia.kr. til Danmarks Skibskredit A/S.

I 2008 er genudlånsviften udvidet. Udover statsobligationer af typen stående lån i løbetidssegmenterne mellem 2 og 10 år er der i den nye genudlånsvifte adgang til at optage syntetiske genudlån. De syntetiske genudlån ydes på lignende vilkår som de øvrige genudlån.

FORMÅL OG RAMMER FOR LÅNEGARANTIER OG GENUDLÅN

7.1

En række selskaber har adgang til at optage lån med statsgaranti eller til at optage lån direkte hos staten (genudlån). Statslige lånegarantier og genudlån har baggrund i et politisk ønske om at understøtte finansieringen af bestemte projekter. Langt hovedparten udstedes til offentlige selskaber, som er engageret i store infrastrukturprojekter, hvis opgaver og rammer for låntagning er fastlagt ved lov eller aktstykke. Derudover har Danmarks Skibskredit A/S adgang til en særlig genudlånsordning, jf. *Statens låntagning og gæld 2003*, kapitel 10.

Ved et statsgaranteret lån garanterer staten for, at selskabets lån i det private marked betales tilbage, hvorved låneomkostningerne reduceres. Ved statslige genudlån optager selskaber lån direkte hos staten. Statsgældsforvaltningen fastlægger en liste over, hvilke statslån der kan optages genudlån i (genudlånsviften), jf. afsnit 7.4.

Når et selskab henvender sig for at få genudlån, fastsætter Statsgældsforvaltningen kursen på lånet på baggrund af de aktuelle markedsf forhold. Låneprovenuet udbetales fra statens konto. Det afledte finansierungsbehov dækkes ved de løbende udstedelser, hvilket bidrager til at understøtte likviditeten i statens primære låneviftepapirer. Der udstedes ikke specifikt med henblik på at afdække risikoen ved det enkelte genudlån. Genudlånene indgår i den konsoliderede risikostyring på statsgælden, jf. kapitel 8.

RETNINGSLINJER FOR SELSKABERNES LÅNTAGNING	Boks 7.1
Retningslinjerne for selskabernes låntagning er fastlagt i et aftalesæt bestående af tre elementer¹: • En aftale mellem det relevante ministerium og Danmarks Nationalbank • En aftale mellem det relevante ministerium og det enkelte selskab • En liste over acceptable låntyper, der udarbejdes og vedligeholdes af Statsgældsforvaltningen. Listen over acceptable låntyper bygger på følgende kriterier: • Transaktionerne skal være kendte og brugte i markedet af anerkendte låntagere • Transaktionerne skal være opbygget af simple elementer, som gør transaktionerne gennemskuelige • Der 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).	

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

Statsgældsforvaltningen fastlægger de overordnede retningslinjer for låntagning i de selskaber, der har adgang til statsgaranteret låntagning eller genudlån, jf. boks 7.1. Staten har den samme eksponering over for et potentielt tab ved statsgarantier og ved genudlån, hvis et selskab misligholder sine lån. Lånegarantier og genudlån kan derfor overordnet set sidestilles, hvad angår risiko for staten, jf. *Statens låntagning og gæld 2004*, kapitel 9.

UDSTEDTE LÅNEGARANTIER

7.2

Ved udgangen af 2007 har de offentlige selskaber optaget gæld med statsgaranti for i alt 58,9 mia.kr., jf. tabel 7.2.1. Det er et fald fra 67,1 mia.kr. i 2006. I 2007 har de statslige selskaber stort set ikke optaget lån

STATSLIGE LÅNEGARANTIER		Tabel 7.2.1
Mia.kr.	Lånegarantier i 2007	Ultimo 2007
Danmarks Radio	-	2,8
DSB	-	10,6
A/S Storebælt	-	23,0
Sund & Bælt Holding A/S	-	-
A/S Øresund	-	3,2
Øresundsbro Konsortiet	0	19,3
I alt	0	58,9

Anm.: Indeholder statsgarantier administreret af Statsgældsforvaltningen.

med statsgaranti, hvilket bl.a. afspejler, at selskaberne har omlagt statsgaranteret låntagning til genudlån. Udover statsgarantierne, administreret af Statsgældsforvaltningen, har staten stillet garanti for yderligere ca. 100 mia.kr., bl.a. i forbindelse med almennyttigt boligbyggeri, eksportkreditter og internationale institutioner, jf. *Statsregnskabet*.

GENUDLÅN

7.3

I 2007 blev der ydet genudlån til offentlige selskaber for 6,3 mia.kr., jf. tabel 7.3.1, hvoraf 5,0 mia.kr. var refinansiering af afdrag på genudlån. Seks offentlige selskaber har i 2007 optaget genudlån, hvoraf Danmarks Radio og Nordsøfonden optog genudlån for første gang. Det samlede udestående var 30,7 mia.kr. ved udgangen af 2007.

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. Ordningen er omfattet af et aftalesystem, der svarer til det, som gælder for de offentlige selskaber.

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

Danmarks Skibskredit A/S optog i 2007 genudlån for i alt 635 mio.dollar, svarende til 3,5 mia.kr. Værdien af genudlån til Danmarks Skibskredit A/S var 6,9 mia.kr. ved udgangen af 2007.

GENUDLÅN		Tabel 7.3.1
Mia.kr., nominal værdi	Genudlån i 2007	Beholdning ultimo 2007
Arealudviklingsselskabet I/S ¹	0,4	10,8
Danmarks Radio	1,8	1,8
Energinet.dk	0,5	2,4
Metroselskabet I/S ¹	-	-
Nordsøfonden	0,1	0,1
A/S Storebælt	1,5	9,2
A/S Øresund	2,0	6,5
I alt	6,3	30,7

¹ Ørestadsselskabet I/S blev i 2007 opløst og afløst af to nye selskaber; Arealudviklingsselskabet I/S og Metroselskabet I/S. Ørestadsselskabets gæld er videreført i Arealudviklingsselskabet I/S.

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

UDVIDELSE AF GENUDLÅNSVIFTEN – SYNTETISKE GENUDLÅN

7.4

Genudlån i statsobligationer modsvarer de bagvedliggende statspapirers karakteristika, herunder kuponrente, rentetermin og afdragstidspunkt. Koncentrationen af gælden på færre statspapirserier har medført, at udbuddet af genudlån er reduceret. For at sikre selskaber med adgang til genudlån fleksibilitet i forhold til at skabe en ønsket afdragsprofil og likviditetsstyring udvides genudlånsviften i 2008 med syntetiske stående lån, jf. boks 7.2. Genudlånsviften omfatter dermed alle fastforrentede statsobligationer af typen stående lån i danske kroner i løbetidssegmentet mellem 2 og 10 år samt syntetiske lån med forfald i 2012, 2014 og 2016, jf. tabel 7.4.1.

Syntetiske genudlån gives på følgende vilkår:

- Forfaldsdatoen er 15. november i de givne år, svarende til genudlån optaget i statsobligationer.
- Kuponen er 4 pct., hvilket afspejler de nuværende markedsforhold.
- De syntetiske lån prisfastsættes på baggrund af den statslige nul-kuponrentekurve, jf. boks 7.2.
- Optagelse af syntetiske lån svarer til proceduren for genudlån optaget i statsobligationer.
- De syntetiske genudlån finansieres ved statens løbende udstedelser i låneviftepapirerne og indgår i den konsoliderede risikostyring.

GENUDLÅNSVIFTE

Tabel 7.4.1

	Sidste termin
4 pct. stående lån 2010	15. november 2010
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

EKSEMPEL PÅ BEREGNING AF PRIS PÅ SYNTETISK STATSOBLIGATION

Boks 7.2

Prisen på fastforrentede stående statslån med udløb i 2012, 2014 og 2016 kan, i modsætning til statens faktiske stående lån, ikke observeres direkte i markedet. I stedet fastsættes prisen ud fra den statslige nulkuponrentekurve, der kan estimeres ved en række forskellige metoder. Metoderne har forskellige egenskaber og teoretisk fundament, men baserer sig alle på priser for fastforrentede indenlandske statsobligationer.

Prisen på en syntetisk statsobligation fastsættes på følgende måde:

$$\text{Pris} = \sum_i c_i (1+r_i)^{-t_i}$$

Hvor c_i er betaling til termin i , r_i er statslig nulkuponrenten til termin i , og t_i er årbrøk til termin i .

På baggrund af den statslige nulkuponrentekurve og obligationens betalingsrække var prisen 100,55 på 4 pct. syntetisk stående lån 2012 den 4. januar 2008, jf. nedenstående tabel.

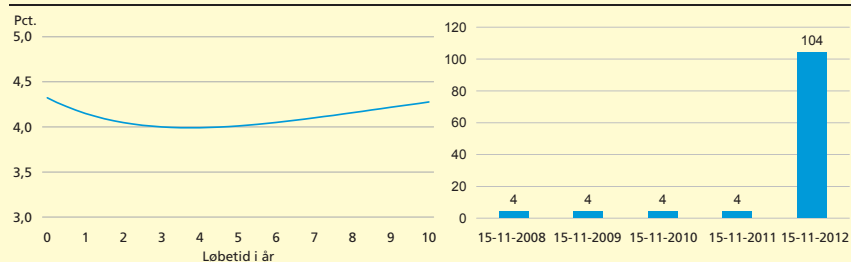
BEREGNING AF TEORETISK PRIS PÅ 4 PCT. SYNTETISK STÅENDE LÅN 2012

Rente, r_i	År til termin, t_i	Betalingsrække, c_i	Nutidsværdi, $c_i(1+r_i)^{-t_i}$
4,17	0,85	4	3,86
4,06	1,85	4	3,72
4,00	2,85	4	3,58
3,99	3,85	4	3,44
4,01	4,85	104	85,95
Teoretisk pris			100,55

Anm.: Nulkuponrentestrukturen er estimeret ved brug af estimationsmetoden Nelson Siegel Extended.

Den statslige nulkuponrentekurve 4. januar 2008 samt obligationens betalingsrække er vist i nedenstående figur.

NULKUPONRENTEKURVE OG BETALINGSRÆKKE



Valg af rentemodel til prisfastsættelse af syntetiske genudlån

Statsgældsforvaltningen har evalueret ni velkendte modeller til estimering af den statslige nulkuponrentekurve. De enkelte modellers evne til at prisfastsætte eksisterende statsobligationer er testet for perioden 2. januar 2006 til og med 15. juli 2007. I vurderingen af modellerne er anvendt følgende kriterier:

- Den teoretiske pris beregnet på baggrund af den estimerede nulkuponrentekurve skal i gennemsnit svare til den faktiske pris.
- Lavest mulig varians på afvigelserne mellem den teoretiske pris og den faktiske pris.

Estimeringerne viste, at modellerne Nelson Siegel Extended og Naturlig Cubic Spline bedst opfylder de ovennævnte kriterier. Statsgældsforvaltningen har valgt at benytte Nelson Siegel Extended til prisfastsættelse af syntetiske genudlån. Nelson Siegel Extended holdes løbende op mod Naturlig Cubic Spline som et konsistenstjek af prisfastsættelsen.¹

¹ Om rentemodeller, se Jessica James og Nick Webber, *Interest Rate Modelling*, 2000.

KAPITEL 8

Risikostyring

Renterisikoen på statens gæld styres gennem et strategisk sigtebånd for gældsporteføljens varighed. Der var stor usikkerhed på de finansielle markeder i slutningen af 2007, hvor sigtebåndet blev fastlagt. Analyser i CaR-modellen viste, at det var muligt at reducere renterisikoen på statsgælden, uden at de forventede renteomkostninger steg væsentligt. På den baggrund blev det strategiske sigtebånd for varigheden fastsat til $3,25 \text{ år} \pm 0,5 \text{ år}$, hvilket er $0,25 \text{ år}$ højere end i 2007.

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

Kreditrisikoen på statens swapportefølje begrænses ved at stille høje krav til modparternes kreditværdighed og kun at indgå swaps med modparter, der har indgået aftale om sikkerhedsstillelse. I 2008 vil statens kreditstyring blive revideret med henblik på at nedbringe statens kreditrisiko og forenkle kreditrisikostyringen.

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

RENTERISIKO

8.1

Principper for styring af statens renterisiko

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 renteudviklingen.

Renterisikoen styres ved at fastlægge en strategisk benchmark for statsgældsporteføljens varighed. Varigheden er stigende med rentebindingstiden og er derfor et summarisk mål for afvejningen mellem omkostninger og risici. Jo lavere varigheden er, jo højere vil renterisikoen på statsgælden være. Det skyldes, dels at udsving i de korte renter er større end for lange renter, dels at der på obligationer med kort løbetid oftere fastsættes ny, ukendt rente. Omvendt er finansieringen i korte obligationer normalt forbundet med lavere forventede renteudgifter,

da renteniveauet almindeligvis er stigende med løbetiden. Statsgældsforvaltningen styrer renterisikoen på statens aktiver og passiver samlet, dvs. efter et Asset Liability Management princip. Aktiverne omfatter statslige fondes aktiver, indeståendet på statens konto og genudlån. Passiverne omfatter indenlandsk og udenlandsk gæld.

I 2007 er Statsgældsforvaltningens Cost-at-Risk model (CaR) revideret. Der er lagt vægt på at øge gennemsigtigheden i modellen, hvilket mindsker den operationelle risiko og gør fortolkningen af resultaterne nemmere. Derudover er modelleringen af statsgældens aktivportefølje udbygget, hvilket skal ses i lyset af, at statens aktiver i dag udgør en større andel af gælden end tidligere.

I Danmark er udstedelsesstrategien adskilt fra styringen af statsgældens varighed gennem indgåelse af renteswaps. Fordelen ved denne adskillelse er, at udstedelsesstrategien kan rettes mod opbygning af store, likvide obligationsserier. Derved opnår staten en billigere låntagning.

Hvert år fastlægges en strategisk benchmark for statsgældens varighed på baggrund af en fremskrivning af statens renteomkostninger, rentefixingen og simuleringer med CaR-modellen. Statsgældsforvaltningens CaR-model giver en systematisk tilgang til kvantificering af afvejning mellem omkostninger og risici. CaR-modellen bygger på en række antagelser om fremtidig låntagning og renteudvikling. Resultaterne indgår derfor kun som en del af det samlede beslutningsgrundlag vedrørende renterisikostyringen.

Statens forventede renteomkostninger og rentefixing

I regeringens rapport *Mod nye mål – Danmark 2015* (2015-planen) forventes statslige overskud frem til 2015. Som følge heraf ventes statsgæl-

DEFINITION AF CENTRALE RISIKO- OG EKSPONERINGSBEGREBER

Boks 8.1

Rentefixing: Angiver størrelsen af den gæld, hvorpå der fastsættes ny, ukendt rente inden for ét år. Rentefixingen opgøres som årets udstedelse af statspapirer og beholdningen af renteswaps primo året fratrukket årets opkøb fra markedet, årets genudlån og indeståendet på statens konto ultimo året.

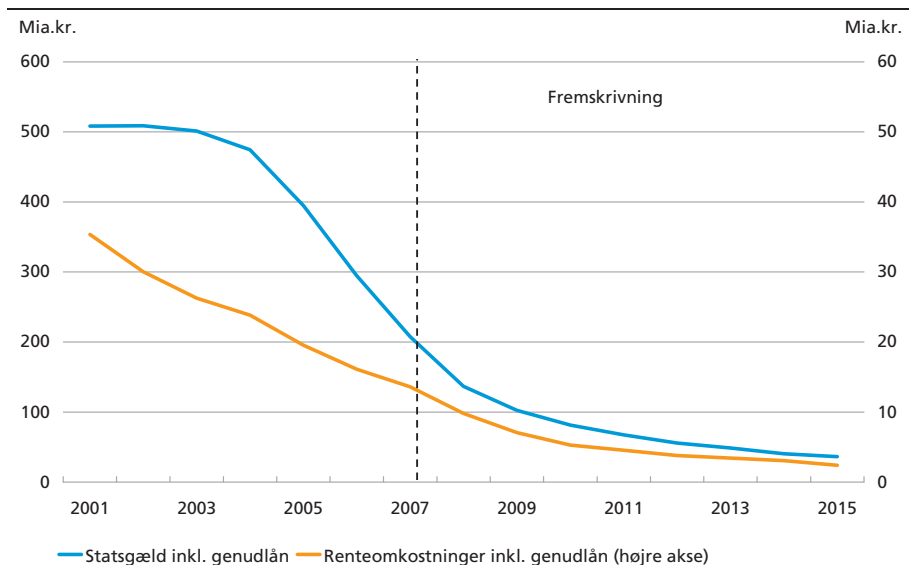
Varighed: Gældens varighed opgøres som Macauley-varighed. Varigheden anvendes som et udtryk for den gennemsnitlige rentebindingstid. En lang varighed indebærer, at renten er låst fast på en stor del af gælden i lang tid. Lang varighed er dermed forbundet med lav risiko.

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

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

STATSGÆLD OG RENTEOMKOSTNINGER

Figur 8.1.1



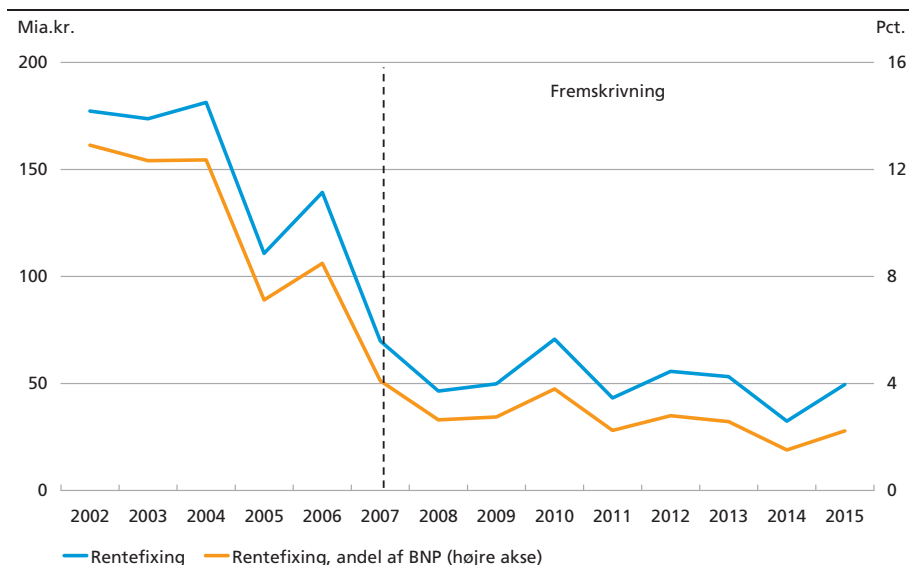
Anm.: Statsgæld og renteomkostninger er korrigeret for genudlån.

Kilde: Budgetoversigt 1, februar 2008 og 2015-planen.

den inkl. genudlån at falde fra ca. 200 mia.kr. i 2007 til ca. 40 mia.kr. i 2015, jf. figur 8.1.1. Det forventede fald i gælden medfører en reduktion af renteomkostningerne fra ca. 10 mia.kr. i 2008 til ca. 2,5 mia.kr. i 2015, baseret på et middelscenario fra Statsgældsforvaltningens rentemodel.

RENTEFIXING FOR VARIGHED 3,25 ÅR

Figur 8.1.2



Gældsporteføljens varighed indeholder ikke information om den absolute størrelse eller tidsmæssige spredning på statens renteeksponering. Derfor indgår en analyse af statsgældsporteføljens rentefixing i fastlæggelsen af statens renterisiko. Rentefixingen er det kronebeløb, der fastsættes ny rente på i et givet år, jf. boks 8.1. En stigning i renteniveauet på 1 procentpoint vil medføre en stigning i renteomkostningerne i det pågældende år på ca. 1 pct. af rentefixingen. Rentefixingen er faldet markant siden 2002 og var i 2007 ca. 70 mia.kr., jf. figur 8.1.2. Staten vil fortsat have en betydelig renteeksponering over for korte pengemarkedsrenter, hvis varigheden på gælden fastholdes omkring 3 år. Det skyldes, at statens udstedelser koncentrerer sig i det 10-årige løbetidssegment, hvorved der er behov for at indgå renteswaps for at opnå den ønskede varighed.

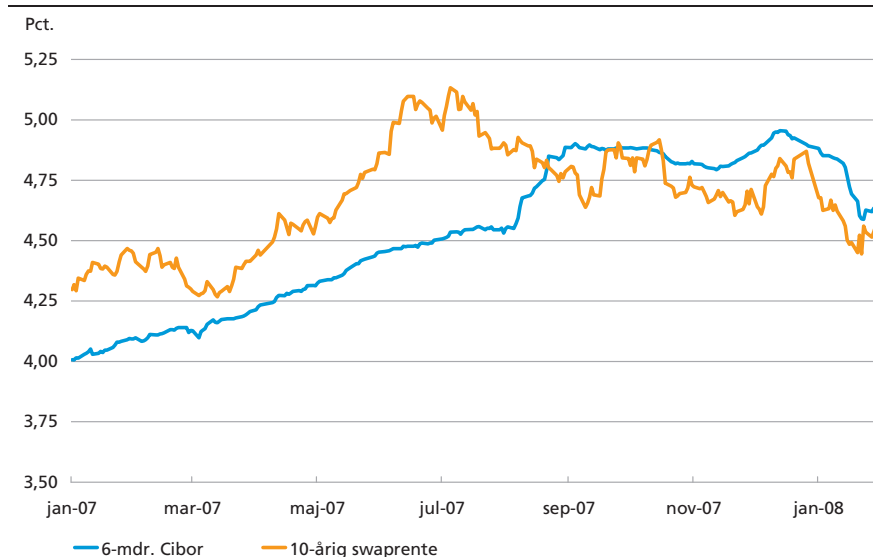
Cost-at-Risk analyse af strategisk benchmark for varigheden i 2008

I CaR-modellen simuleres renteomkostninger på mellemlangt sigt på baggrund af 2.500 scenarier for udviklingen i renteniveauet. Ud fra disse scenarier beregnes forventede renteomkostninger og risikoen på renteomkostningerne målt ved absolut CaR, jf. boks 8.1.

Renterisikoen analyseres for forskellige niveauer af varigheden ved at justere omfanget af renteswaps, hvor staten modtager den 10-årige swaprente og betaler 6-mdr. Cibur (usikret pengemarkedsrente). Der var stor usikkerhed på de finansielle markeder i slutningen af 2007, hvor

6-MDR. CIBOR OG 10-ÅRIG SWAPRENTE

Figur 8.1.3



Kilde: Bloomberg.

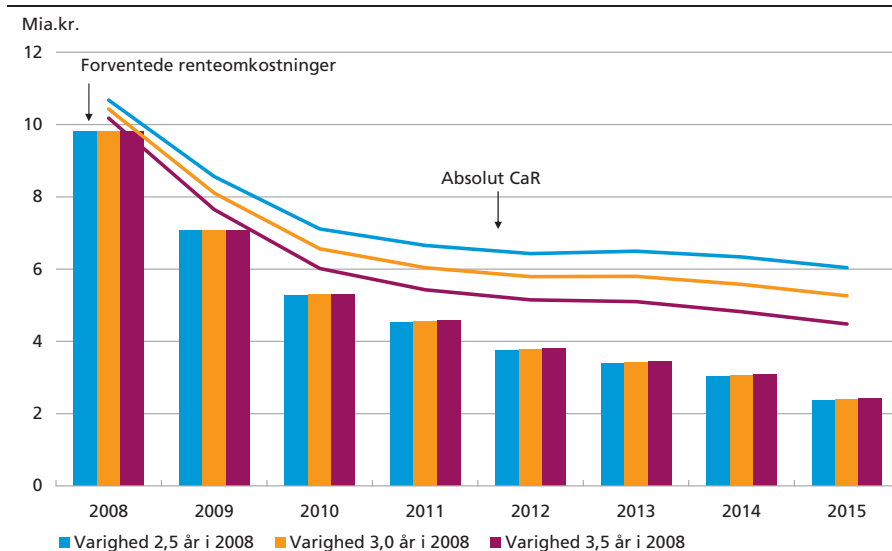
sigtebåndet for varigheden blev fastlagt. Den 10-årige swaprente var ca. 20 basispoint lavere end 6-mdr. Cibur, jf. figur 8.1.3. Det betød, at indgåelse af renteswaps ville medføre et umiddelbart tab. Udover øgede renteomkostninger påtager staten sig en højere renterisiko ved indgåelse af renteswaps. I begyndelsen af 2008 var swapkurven stadig invertet. Statsgældsforvaltningen forventer først at indgå renteswaps, når der er sket en normalisering af markedsforholdene, herunder at der igen er en positiv hældning på swapkurven.

Analysen i CaR-modellen viste, at det var muligt at reducere renterisikoen på statsgælden (øge varigheden), uden at de forventede renteomkostninger steg væsentligt. Det afspejler, at Statsgældsforvaltningens rente-model fremskrev en fortsat flad rentekurve og et stort set uændret niveau for renterne fremadrettet. Effekten af den faldende gæld dominerer i fremskrivningen, hvilket forklarer, at de forventede renteomkostninger og absolut CaR reduceres over simuleringshorisonten, jf. figur 8.1.4.

Staten opnår en meget lille forventet gevinst ved indgåelse af renteswaps i 2008 set i forhold til risikoen, jf. figur 8.1.5. En reduktion af varigheden på 0,5 år i 2008 svarer til, at der skal indgås for ca. 25 mia.kr. "ekstra" 10-årige renteswaps jævnt fordelt over året. Hvis niveauet for swapspændene fra december 2007 fastholdes i fremskrivningen, er den forventede besparelse ca. 14 mio.kr. årligt, mens der er 5 pct. sandsynlighed for et tab på ca. 350 mio.kr. i 2009 stigende til ca. 600 mio.kr. i 2015. Hvis swapspændene normaliseres i løbet af 2008, forbedres afvejningen mellem renteomkostninger og renterisici.

FORVENTEDE RENTEOMKOSTNINGER OG ABSOLUT CAR

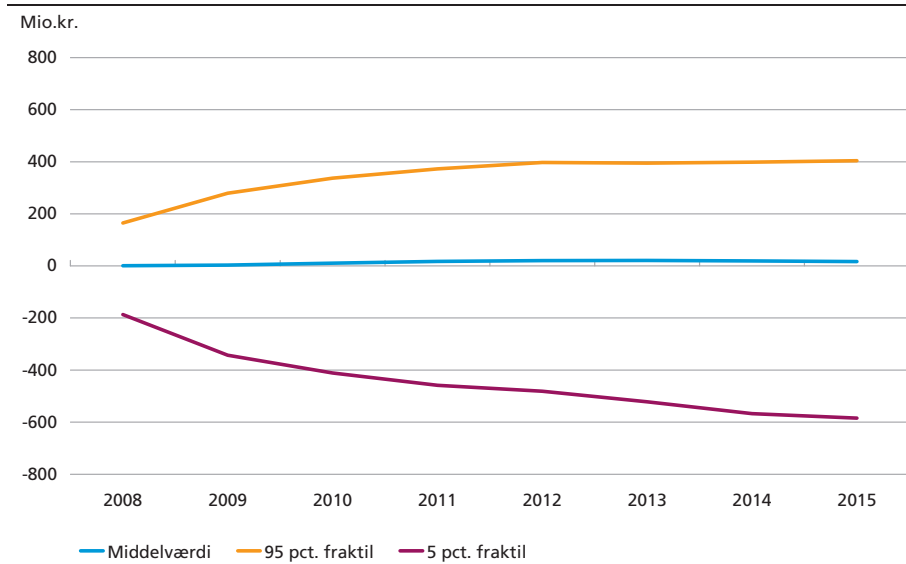
Figur 8.1.4



Anm.: Renteomkostninger på statsgælden inkl. genudlån.

FORVENTET BESPARELSE OG RISIKO VED INDGÅELSE AF RENTESWAPS FOR 25 MIA.KR. I 2008

Figur 8.1.5



På den baggrund er der truffet beslutning om at reducere statens renterisiko ved at øge det strategiske sigtebånd for varigheden til 3,25 år $\pm$ 0,5 år i 2008. Det er 0,25 år højere end i 2007.

I 2008 ventes en gennemsnitlig varighed på ca. 3,5 år uden indgåelse af renteswaps. I takt med at gælden falder, får ændringer i porteføljens sammensætning, herunder især statens konto, øget betydning for udviklingen i varigheden. Da varigheden styres over en længere tidshorisont, vil midlertidige udsving ud over båndet ikke blive modgået.

VALUTAKURSRISIKO

8.2

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 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.

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

Forsvarskommandoen har adgang til en valutaafdækningsfacilitet i Danmarks Nationalbank. Faciliteten giver mulighed for, at staten kan låse fremtidige udgifter fast i kroner, når der anskaffes militært udstyr, der er prisfastsat i US-dollar.

KREDITRISIKO

8.3

Kreditrisikoen er risikoen for at lide et finansielt tab som følge af en modparts misligholdelse af sine betalingsforpligtelser. Staten anvender swaps til at styre risikoen på statsgælden. Ved indgåelsen er markedsværdien af en swap 0, 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 beskrevet i boks 8.2. En mere detaljeret gennemgang findes i bilagsdelen bagerst i publikationen.

Statens swapportefølge i 2007

Ultimo 2007 udgjorde den samlede hovedstol på statens swapportefølge 143,7 mia.kr., jf. tabel 8.3.1. Der blev indgået nye swaps for en samlet hovedstolsværdi på 10,8 mia.kr. i 2007.

Overdragelsen af Hypotekbankens passiver til Statsgældsforvaltningen inkluderede fire swapkontrakter med en samlet hovedstolsværdi på 0,5 mia.kr. Disse swaps administreres særskilt, da de er indgået på andre vilkår end statens øvrige swaps, blandt andet er de ikke omfattet af aftaler om sikkerhedsstillelse.

STATENS SWAPPORTEFØLJE, 2005-07, ULTIMO			Tabel 8.3.1
	2005	2006	2007 ¹
Antal modparter	25	24	21
Antal swaps	351	396	354
	Hovedstol, mia.kr.		
Renteswaps, danske kroner	61,5	75,1	65,4
Renteswaps, andre valutaer	58,6	61,6	57,2
Valutaswaps DKK-EUR, EUR-DKK	16,9	14,2	13,3
Valutaswaps DKK-USD ²	2,7	4,9	7,9
Valutaswaps, andre	8,8	1,8	-
Strukturerede swaps	0,2	0,2	-
Hovedstol, i alt	148,7	157,8	143,7

¹ Inkluderer ikke hovedstolsværdien af swapporteføljen overdraget fra Hypotekbanken, som udgjorde 0,5 mia.kr. ultimo 2007.

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

STATENS STYRING AF KREDITRISIKO

Boks 8.2

Hovedpunkterne i statens principper for kreditrisikostyring er:

- Modparter skal have en høj kreditværdighed (rating)
- Der indgås kun swaps med modparter, som har underskrevet en aftale om ensidig sikkerhedsstillelse
- Der benyttes alene standardiserede og simple rente- og valutaswaps (plain vanilla)
- Der sikres spredning af swapomfanget på modparter
- Swaps kan ophæves, hvis modpartens rating falder under et vist niveau (rating triggers).

En modpart skal som hovedregel minimum have en rating på Aa3/AA- fra mindst to anerkendte ratingbureauer. Ved at stille krav til modparterens kreditværdighed holdes sandsynligheden for tab på et lavt niveau. Hvis en modpart misligholder sine betalingsforpligtelser, begrænses 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 afhænger af modpartens rating. I 2007 var 99 pct. af statens samlede swapportefølje omfattet af en CSA-aftale. Den sidste swap uden tilknyttet CSA-aftale udløber i 2009.

Alle statens aftaler med swapmodparter er baseret på den standardiserede ISDA Master Agreement, der blandt andet indeholder rating triggers. Rating triggers giver begge parter rettighed 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.

Markedsværdi af swapporteføljen

Markedsværdien af statens swaps ændrer sig i takt med ændringer i renter og valutakurser. Markedsværdien af statens renteswapportefølje stiger, når renterne falder, da staten betaler en variabel rente i de indgåede renteswaps. Markedsværdien af statens valutaswapportefølje påvirkes primært af swaps mellem kroner og US-dollar, der er indgået i forbindelse med genudlån til Danmarks Skibskredit A/S. Markedsværdien stiger, når US-dollar svækkes, da staten betaler US-dollar i de indgåede swaps. Staten har en større portefølje af valutaswaps mellem kroner og euro. Som følge af fastkurspolitikken over for euro svinger markedsværdien på disse swaps meget lidt.

Markedsværdien af statens swapportefølje faldt med ca. 3 mia.kr. i 2007 på baggrund af stigende renter og var stort set nul ved udgangen af 2007, jf. tabel 8.3.2. Markedsværdien kan svinge meget og afhænger især af renteutviklingen. Rentefaldet i januar 2008 gav anledning til, at markedsværdien steg igen.

SWAPPORTEFØLJENS MARKEDSVÆRDI (NETTO)			Tabel 8.3.2
Mia.kr.	Ultimo 2005	Ultimo 2006	Ultimo 2007 ¹
Renteswaps	9,8	3,5	0,1
Valutaswaps	-2,1	0,2	0,4
Strukturerede swaps	-0,0	-0,0	-
I alt	7,7	3,7	0,5

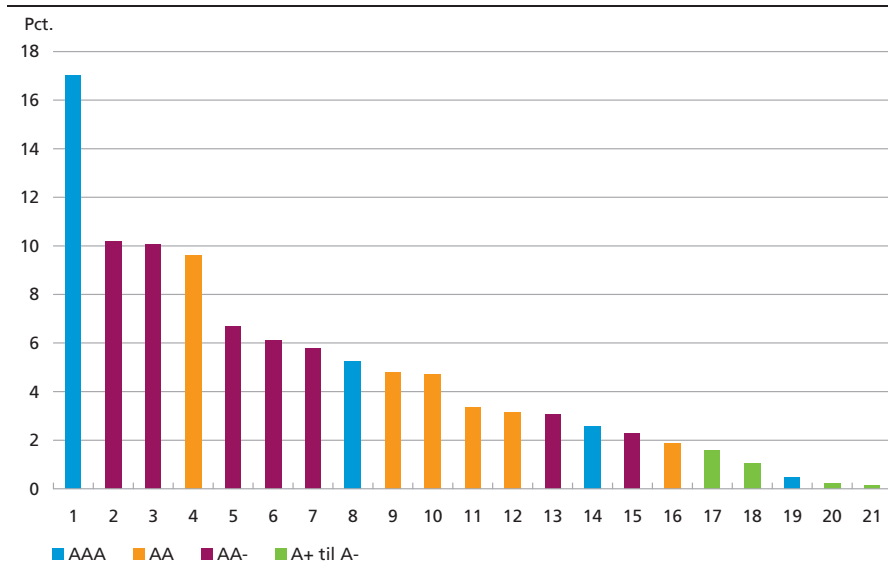
¹ Inkluderer ikke nettomarkedsværdien af swapporteføljen overdraget fra Hypotekbanken, som udgjorde -37 mio.kr. ultimo 2007.

Spredning og rating 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 2007 fordelt på 21 modparter, jf. figur 8.3.1. De 16 mest benyttede modparter har en rating på AA- eller højere.

Der var generelt opgraderinger af statens modparter hos Fitch, Moody's og Standard & Poor's i 1. halvår 2007. I 2. halvår 2007 blev en række af statens modparter nedgraderet, hvilket skal ses i lyset af en række bankers tab i forbindelse med den amerikanske subprime-krise. Kreditkvaliteten af statens swapportefølje vurderes samlet set at være næsten uændret i 2007, jf. figur 8.3.2.

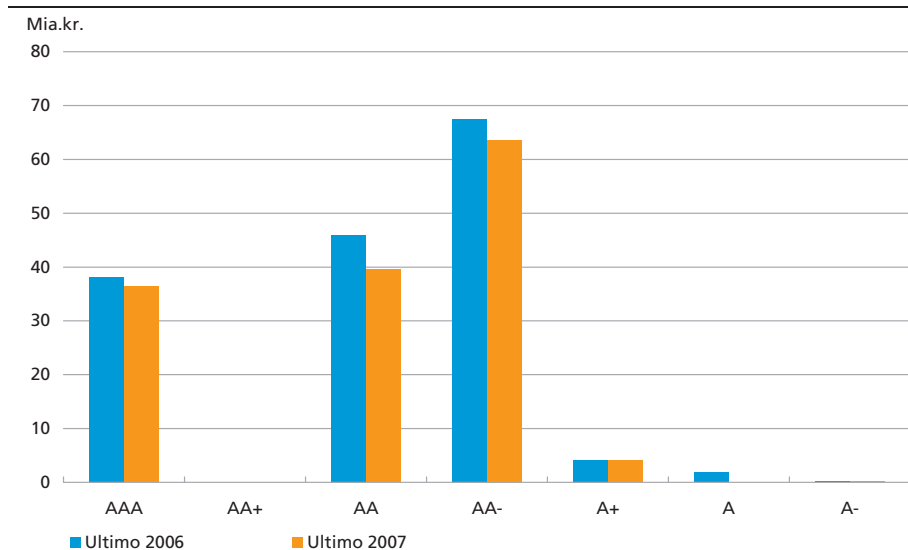
SWAPPORTEFØLJEN OPDELT PÅ STATENS SWAPMODPARTER Figur 8.3.1



Anm.: Inkluderer ikke swapporteføljen overdraget fra Hypotekbanken.

SWAPPORTEFØLJENS HOVEDSTOLE FORDELT PÅ MODPARTERS RATING

Figur 8.3.2



Anm.: Den laveste rating er anvendt, hvis en modpart har forskellige ratings hos de tre anvendte kreditvurderingsbureauer. Inkluderer ikke swapporteføljen overdraget fra Hypotekbanken.

Moody's opgraderede et stort antal banker i begyndelsen af 2007 efter implementeringen af en ny metode til rating af banker (Joint Default Analysis methodology)¹, som i højere grad end tidligere inkluderer ekstern støtte. Den nye metode har stort set ikke påvirket statens krediteksponering, da det er den laveste rating blandt de anvendte kreditvurderingsbureauer, der lægges til grund for kravet til sikkerhedsstillelse.

Udvikling af statens kreditrisikostyring i 2008

Statens CSA-aftaler blev indgået i slutningen af 1990'erne. Da der er sket en løbende udvikling inden for området vil Statsgældsforvaltningen i 2008 iværksætte et arbejde vedrørende statens CSA-aftaler med henblik på at reducere krediteksponeringen på statsgælden samt gøre aftalerne mere tidssvarende.

Krediteksponeringen kan reduceres ved at indgå nye CSA-aftaler med lavere tærskelværdier, jf. boks 8.3. Lavere tærskelværdier betyder, at statens modparter skal stille mere sikkerhed i forbindelse med rente- og valutawaps.

¹ Joint Default Analysis metoden er nærmere beskrevet på www.moodys.com.

KREDITSTYRINGSBEGREBER	Boks 8.3
Tærskelværdi: Angiver den maksimale grænse for uafdækket kreditrisiko på en modpart. Hvis markedsværdien af swapporteføljen overstiger tærskelværdien, anmodes modparten om at indlægge sikkerhed. Potentiel krediteksponering: Et tillæg til krediteksponeringen, som tager højde for, at markedsværdien af en modparts swapportefølje kan stige yderligere som følge af markedsudviklingen. Lines for maksimal total krediteksponering: Angiver den øvre grænse for den totale tilladte krediteksponering (tærskelværdi + potentiel krediteksponering).	

I begyndelsen af 2008 er det hensigten at justere sikkerhedsstillelsen dagligt mod tidligere normalt månedligt, hvilket reducerer statens krediteksponering. Daglig sikkerhedsstillelse gør det muligt at forenkle statens setup for kreditrisikostyring:

- Beregning af potentiel krediteksponering afskaffes. Potentiel krediteksponering tager højde for, at markedsværdien af en modparts swapportefølje kan stige yderligere som følge af markedsudviklingen. Det er ikke relevant, når sikkerhedsstillelsen justeres dagligt.
- Lines for maksimal krediteksponering afskaffes. Ved bortfald af potentiel eksponering er lines for maksimal krediteksponering sammenfaldende med tærskelværdierne, jf. boks 8.3.

OPERATIONEL RISIKO

8.4

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

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



Danmarks
Nationalbank

Statsgældspolitikken
i lyset af faldende gæld

Sammenfatning og konklusion

På baggrund af den faldende gæld har Statsgældsforvaltningen analyseret perspektiverne for den fremtidige indretning af det danske statspapirmarked. Rapporten har til formål at undersøge, hvordan det danske statspapirmarked skal indrettes i de kommende år, givet målsætningerne om at:

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

I forbindelse med udarbejdelsen af rapporten er centrale aktører i det danske statspapirmarked blevet konsulteret, herunder primary dealerne og andre markedsdeltagere.

KONSEKVENSEN AF FALDENDE GÆLD FOR STATSPAPIRMARKEDET

Rapporten består af tre dele, der analyserer følgende spørgsmål:

- I hvilket omfang forventes staten at få behov for at låne i fremtiden?
- Hvad er omkostningerne ved at stille statslig låntagning i bero og senere genetablere et indenlandsk statsobligationsmarked?
- Hvilken rolle spiller danske statspapirer på det indenlandske finansielle marked?

Lånebehov og strategi

Rapportens første del tager udgangspunkt i regeringens rapport *Mod nye mål – Danmark 2015* (2015-planen). Ifølge 2015-planen vil der i de kommende år være statslige overskud. Overskuddene forventes dog at falde frem mod 2015. Analysen viser, at der på grund af forfald af statspapirer fortsat er behov for at udstede statsobligationer. Det gennemsnitlige årlige lånebehov i perioden 2008-15 er omkring 30 mia.kr.

På længere sigt trækker særligt en større andel af ældre i retning af, at lånebehovet på ny stiger. Ifølge regeringens og Det Økonomiske Råds langsigtede fremskrivninger ophører overskuddene på statsfinansierne, og staten får et betydeligt lånebehov. Der er således ikke udsigt til, at udstedelse af statsobligationer kan stilles i bero. Lukning af statspapirmarkedet er kun en mulighed, hvis der opstår en længere

periode med overskud, som er væsentligt større end forventet i 2015-planen.

Hvis gælden afvikles, og der fortsat er overskud, opstår der et behov for at investere i aktiver. I en række lande med overskud over en længere periode sker opbygningen af statslige aktiver i særlige fonde med fastlagte formål, investeringspolitik og regler for ind- og udbetaling. Landene har samtidig valgt at fastholde et udstedelsesprogram af statsobligationer for at sikre et velfungerende indenlandsk kapitalmarked.

Omkostninger ved genetablering af statspapirmarkedet

I rapportens anden del undersøges, om der er omkostninger forbundet med midlertidigt at indstille statslig udstedelse og efterfølgende genetablere markedet. Lukning af statspapirmarkedet er kun en mulighed, hvis der opstår en længere periode med overskud, som er væsentligt større end forventet i 2015-planen. Analysen viser, at genetableringen er forbundet med omkostninger, primært som følge af en opstartsperiode med dårligere lånevilkår. Omkostningerne er vurderet ud fra tre tilgange:

- Lånevilkårene i det nuværende statslige låneprogram sammenlignes med lånevilkårene for andre højtratede indenlandske udstedere. Analysen viser, at staten med et etableret låneprogram låner til en rente, der er 25-35 basispoint lavere end andre højtratede indenlandske udstedere. Resultatet ligger tæt på en tilsvarende undersøgelse foretaget af den australske statsgældsforvaltning.
- Ved opstarten af statsobligationsmarkedet midt i 1970'erne lånte staten til en rente, der var op til 60 basispoint højere end renten på tilsvarende obligationer udstedt af realkreditinstitutterne.
- Erfaringerne fra eurolånprogrammet indikerer, at staten i en opstartsfase låner til en rente, der er omkring 10 basispoint højere sammenlignet med et veletableret program.

Samlet indikerer analysen, at der i en opstartsfase på nogle få år er dårligere lånevilkår. Der er dog betydelig usikkerhed om størrelsesordenen af omkostningerne og varigheden af opstartsfasen.

Alternativet til lukning og senere genetablering er at fortsætte udstedelse af statsobligationer, også selv om der i en periode ikke er et statsligt finansieringsbehov. Det skønnes, at låneprovenuet kan investeres til en rente mindst svarende til statens låneomkostninger, uden at staten pådrager sig finansielle risici af betydning. New Zealand udsteder fx indenlandske obligationer, selv om de i en periode ikke har haft et statsligt finansieringsbehov. Provenuet placeres i sikre udenlandske obligationer, og valutakursrisikoen afdækkes via valutaswaps.

Statspapirers rolle i Danmark

I den sidste del af rapporten undersøges, om statspapirer har en særlig rolle i at understøtte det finansielle marked i Danmark.

Statspapirmarkedet fungerer i en række sammenhænge som benchmark og reference for de øvrige finansielle instrumenter på rentemarkederne. Statspapirmarkedet bidrager derved til god prisdannelse og dermed effektiv kapitalallokering. Det skyldes, at statspapirerne er standardiserede instrumenter med lav kreditrisiko og høj likviditet. Statspapirers lave kreditrisiko gør dem samtidig velegnede til at indgå som en del af en investeringsportefølje som det sikre aktiv.

Analysen fokuserer på statspapirers rolle som prisreference og investeringsobjekt. Analysen viser, at andre typer finansielle instrumenter, fx realkreditobligationer, swapmarkedet eller udenlandske statspapirer, i normale situationer kan sikre en effektiv prisfastsættelse. Under unormale markedsforhold bliver forskelle mellem statspapirer og andre instrumenter dog mere åbenbare. Fraværet af statspapirer kan medføre, at kapitalmarkedet i en sådan situation fungerer mindre effektivt.

STATSGÆLDSPOLITIKKEN I DE KOMMENDE ÅR

På baggrund af analysen af perspektiverne for det danske statspapirmarked har Statsgældsforvaltningen i samarbejde med Finansministeriet besluttet at fortsætte udstedelsen af statsobligationer. Der er især lagt vægt på, at staten i de kommende år har behov for låntagning, og at der er omkostninger forbundet med genetablering af et låneprogram efter lukning. For at sikre et likvidt statspapirmarked er udstedelsesstrategien:

- Åbning af et nyt 10-årigt statspapir ca. hvert andet år, der opbygges til et endeligt udestående på omkring 50 mia.kr.

I det omfang de statslige fonde investerer i indenlandske statsobligationer, øges kravet til udstedelse for at sikre et likvidt statspapirmarked.

Det er hensigten fortsat at sikre rammer for statspapirmarkedet, der understøtter et velfungerende marked for danske og internationale markedsdeltagere og investorer. Statsgældsforvaltningens aftaler med en række banker (primary dealere) om udstedelse af og handel med statspapirer vil også i de kommende år være et centralt element i indretningen af statspapirmarkedet.

Strategien vil blive evalueret efter 3-4 år.

I. Lånebehov og udstedelsesstrategi

UDVIKLINGEN I STATENS LÅNEBEHOV

I.1

I de seneste 10 år er statsgælden nedbragt væsentligt fra ca. 600 mia.kr. ved udgangen af 1997 til ca. 250 mia.kr. ved udgangen af 2007, svarende til et fald fra 53 pct. af BNP til 14 pct. af BNP, jf. figur I.1.1.

Gældsnedbringelsen afspejler statslige overskud stort set hvert år siden 1997, særligt i de seneste tre år. I gennemsnit var overskuddene omkring 35 mia.kr. i perioden.

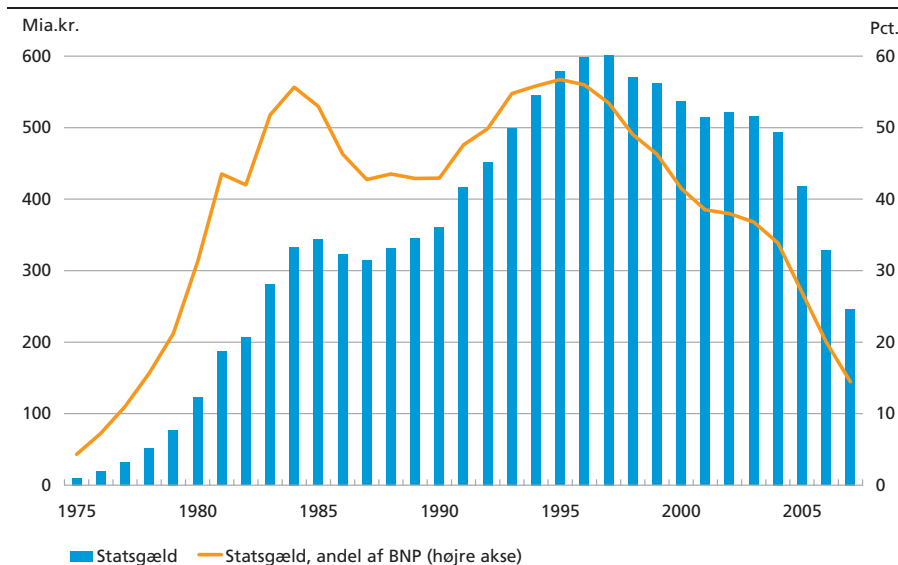
En væsentlig del af gældsnedbringelsen skyldes indtægter fra Nordsø-aktiviteter samt ekstraordinære forhold (fx statens salg af aktier i Tele Danmark A/S og ekstraordinært høje indtægter fra pensionsafkastskat), jf. figur I.1.2. Faldet i statsgælden og et lavere renteniveau har bidraget til en markant reduktion i statens renteomkostninger fra 44 mia.kr. i 1997 til 15 mia.kr. i 2007.

Lånebehovet frem til 2015

De seneste år har statens overskud været ekstraordinært store. Det afspejler, at en række forhold af midlertidig karakter har trukket i samme

STATSGÆLDEN, 1975-2007

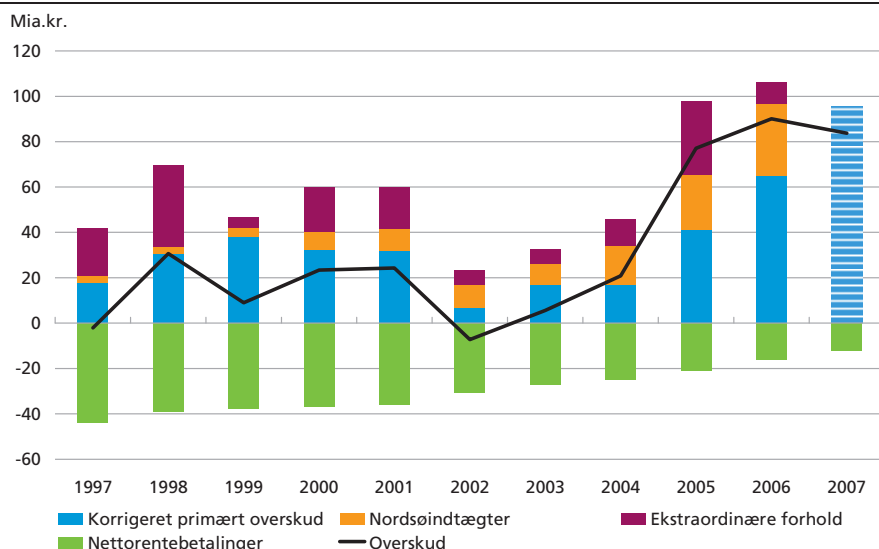
Figur I.1.1



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

DEKOMPONERING AF STATENS OVERSKUD

Figur I.1.2



Anm.: Overskud opgjort som statens nettokassesaldo. I det korrigerede overskud er fraregnet Nordsøindtægter, ekstraordinære forhold og nettorentebetalinger. For 2007 er alene overskud og nettorentebetalinger opgjort.

Kilde: Budgetoversigt 1, februar 2008 og Statsregnskabet.

retning, bl.a. den stærke konjunktursituation, høje oliepriser og kursstigninger på de finansielle markeder. I regeringens fremskrivning, *Mod nye mål – Danmark 2015* (2015-planen), forventes lavere overskud frem til 2015, jf. figur I.1.3. Navnlig fire forhold i 2015-planen trækker i retning af lavere overskud:

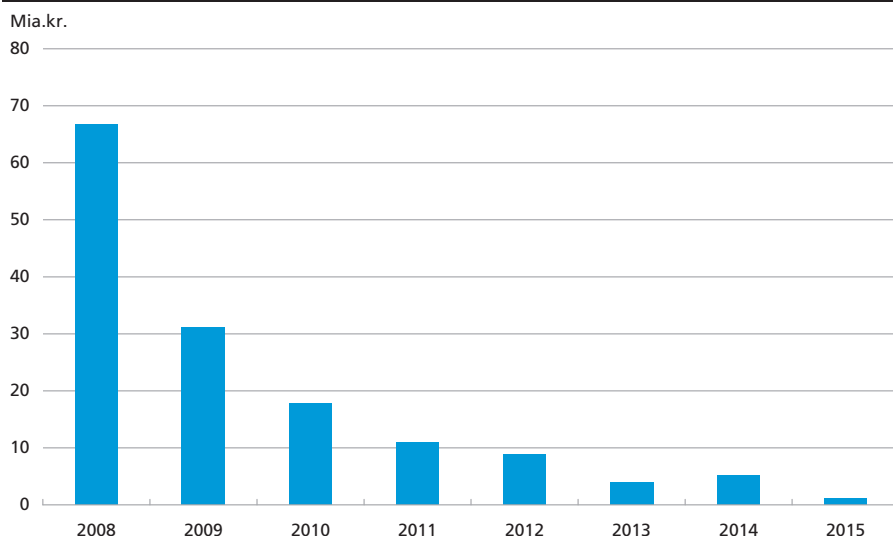
- Den meget stærke konjunktursituation i de senere år antages gradvist at blive normaliseret. Det forklarer over halvdelen af det forventede fald i overskuddet.
- Indtægterne fra Nordsø-produktionen falder gradvist fra det nuværende høje niveau.
- Udgifterne til folkepension stiger i takt med, at der bliver flere folkepensionister.
- Prioriteringen i udgifts- og skattepolitikken frem mod 2015 trækker i retning af lavere overskud.

Statens årlige lånebehov afhænger af statens overskud og refinansiering af forfald af statspapirer. I perioden 2008-15 forventes statens årlige lånebehov i gennemsnit at udgøre omkring 30 mia.kr., jf. figur I.1.4.

Fremskrivningen i 2015-planen angiver det forventede behov for låntagning i de kommende år. Det faktiske lånebehov kan afvige herfra, hvis fx konjunkturudviklingen afviger fra det forudsatte.

FREMSKRIVNING AF STATENS OVERSKUD

Figur I.1.3



Anm.: Det anvendte overskudsbegreb er statens nettokassesaldo.

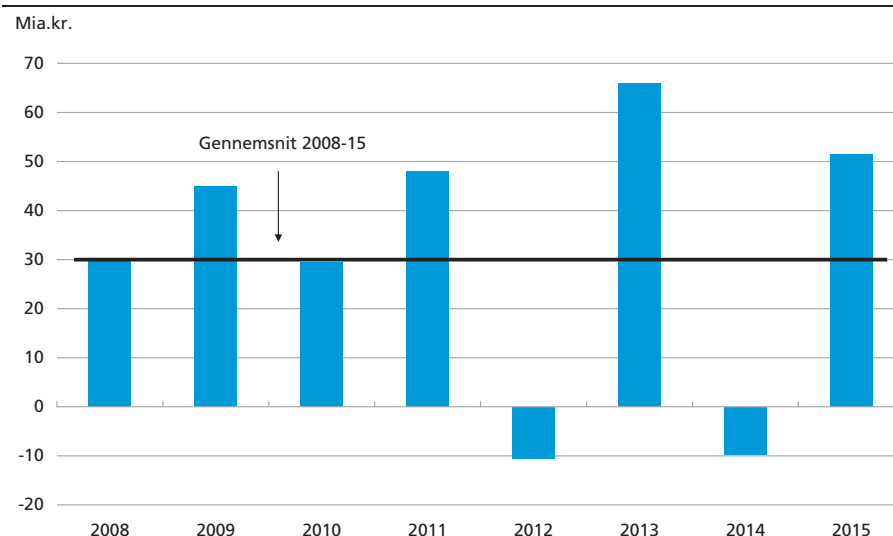
Kilde: *Mod nye mål – Danmark 2015* og *Budgetoversigt 1*, februar 2008.

Lånebehovet i årene efter 2015

I 2015-planen fremskrives den statslige saldo efter 2015 med såkaldte neutrale og beregningstekniske antagelser, bl.a. omkring udviklingen i levetiden og de udgiftspolitiske konsekvenser heraf. Fremskrivningen er behæftet med stor usikkerhed.

STATENS FORVENTEDE LÅNEBEHOV I STATSOBLIGATIONER

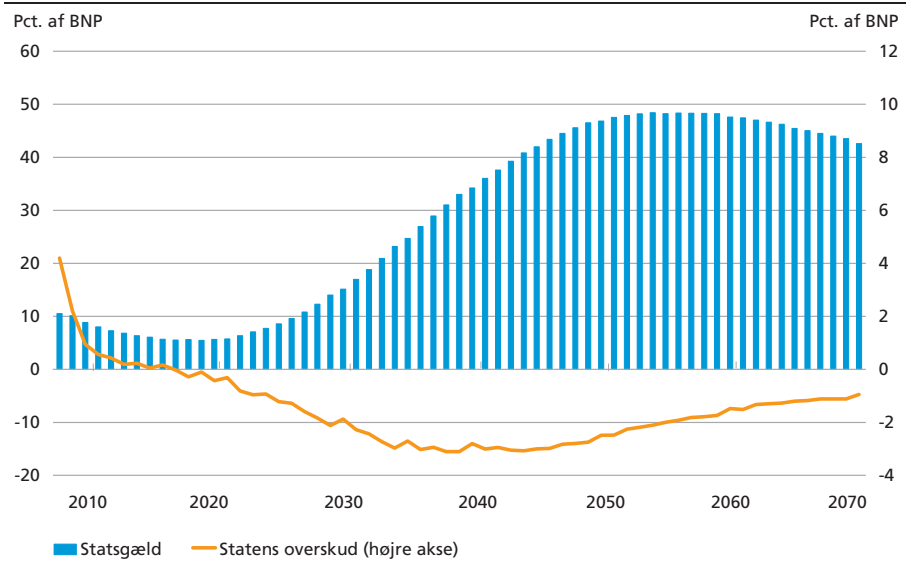
Figur I.1.4



Kilde: *Mod nye mål – Danmark 2015* og *Budgetoversigt 1*, februar 2008.

STATSGÆLD OG NETTOKASSEBALDO, 2008-70

Figur I.1.5

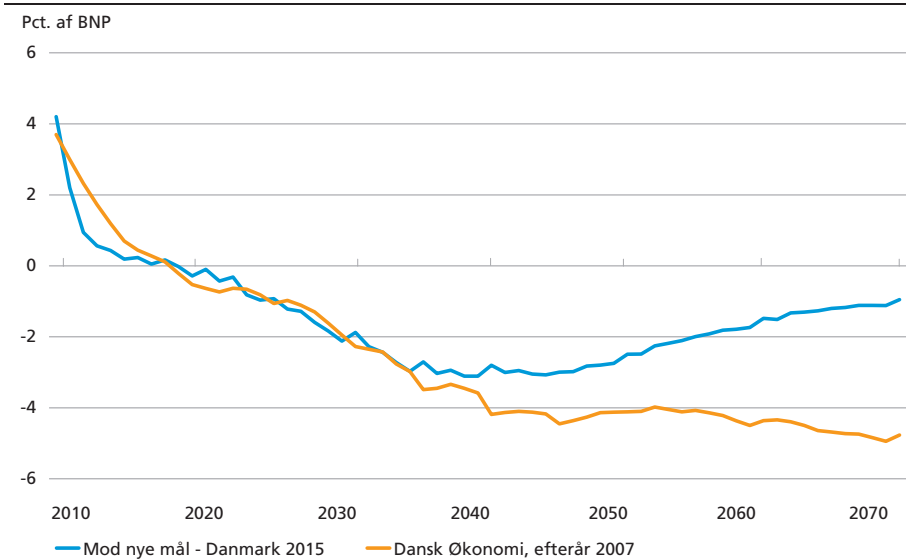


Kilde: *Mod nye mål – Danmark 2015*.

Ifølge den tekniske fremskrivning vil den statslige saldo efter 2015 være i underskud, der gradvist stiger til omkring 3 pct. af BNP i 2035, jf. figur I.1.5.

LANGSIGTEDE FREMSKRIVNINGER AF DEN OFFENTLIGE SALDO

Figur I.1.6



Kilde: *Dansk Økonomi, efterår 2007*, Det Økonomiske Råd og *Mod nye mål – Danmark 2015*.

Særligt to forhold forklarer udviklingen i fremskrivningen:

- Fra 2020 til 2040 forlader relativt store årgange arbejdsmarkedet, og antallet af beskæftigede i forhold til ikke-beskæftigede aftager. Det trækker i retning af underskud, bl.a. fordi større ældreårgange medfører øgede udgifter til ældrepleje og sundhed.
- Der forventes faldende indtægter fra Nordsøen, svarende til at det årlige provenu fra olie- og gasproduktion i Nordsøen aftager med ca. 0,5 pct. af BNP fra 2015 til 2040.

Det Økonomiske Råds seneste rapport, *Dansk Økonomi, efterår 2007*, indeholder en langsigtet fremskrivning af dansk økonomi, der viser større underskud end i 2015-planen, jf. figur I.1.6. Forskellene træder først tydeligt frem efter 2035 og skyldes andre forudsætninger, fx vedrørende udviklingen i arbejdsstyrken og virkningen af højere levetid på sundhedsudgifterne. Ifølge begge fremskrivninger har staten et betydeligt lånebehov på længere sigt.

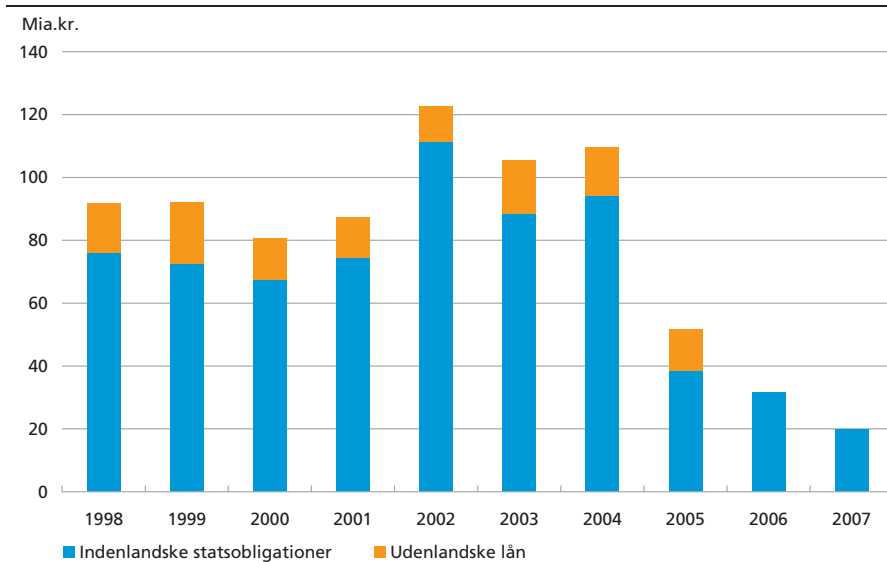
TILPASNING AF UDSTEDELSESTRATEGIEN

I.2

Statens udstedelsesstrategi har i lyset af flere års markante overskud været tilrettelagt efter at fastholde likviditet i det indenlandske statspæpirmarked. For få år siden udstedte staten skatkammerbeviser, 2-, 5- og 10-årige indenlandske statsobligationer samt 5-årige eurolån. I alt var det årlige udstedelsesomfang omkring 100 mia.kr., jf. figur I.2.1.

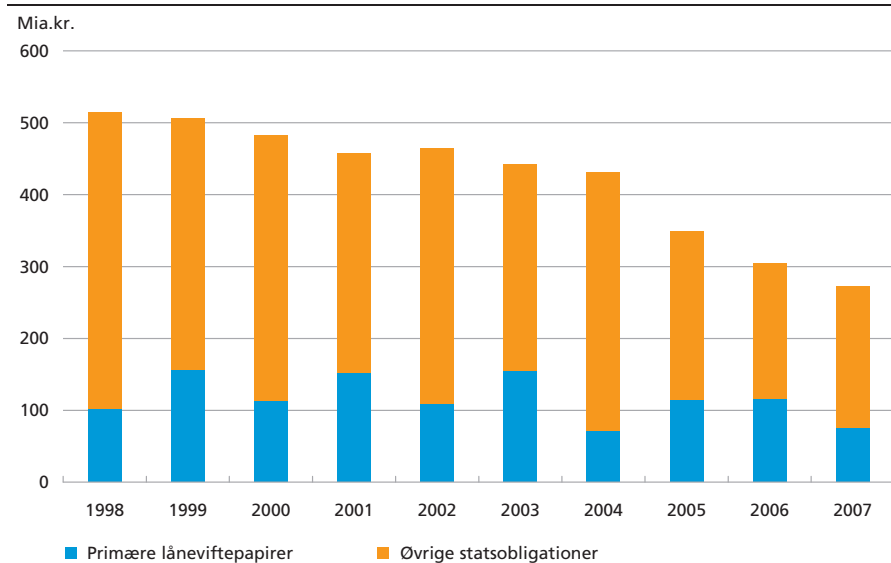
ÅRLIG UDSTEDELSE AF STATSOBLIGATIONER

Figur I.2.1



STATSOBLIGATIONER EKSKL. STATSLIGE FONDES BEHOLDNING

Figur I.2.2



I de seneste tre år har det årlige udstedelsesomfang i gennemsnit været ca. 30 mia.kr. Strategien er derfor ændret, således at statsobligationsudstedelserne er koncentreret om det 10-årige løbetidssegment, mens statens eurolånprogram er stillet i bero og skatkammerbevisprogrammet udfases i 2008.

Valget af løbetidssegment afspejler, at staten normalt har en komparativ fordel i det lange løbetidssegment på grund af sin høje kreditværdighed, og at det 10-årige løbetidssegment internationalt anses som det vigtigste.

Koncentrationen af udstedelserne på færre papirer har bidraget til at sikre likviditet i de primære låneviftepapirer. I perioden 1998-2007 har udeståendet i de primære udstedelsespapirer svinget omkring 100 mia.kr., mens udeståendet i de øvrige statsobligationer ekskl. de statslige fondes beholdning er faldet fra 400 mia.kr. til 200 mia.kr., jf. figur I.2.2.

Tilpasning af udstedelsesstrategien i Finland og Sverige

Finland og Sverige har haft faldende gæld og har, som Danmark, valgt at koncentrere udstedelserne i få papirer.

Den finske statsgæld er siden 1997 faldet fra ca. 65 pct. af BNP til ca. 30 pct. af BNP ved udgangen af 2007. Den finske statsgældsforvaltning forventer fortsat at være til stede i de finansielle markeder for at refinansiere forfald af lån og samtidig forberede sig på kommende udfordringer,

herunder særligt den stigende andel af ældre. Finland har ikke planer om at ændre på udstedelsespolitikken.¹

Den svenske statsgæld er siden 1997 faldet fra 75 pct. af BNP til ca. 40 pct. af BNP ved udgangen af 2007, og gælden forventes yderligere reduceret til omkring 30 pct. af BNP ved udgangen af 2009, bl.a. på grund af høj vækst og privatisering af statsejede selskaber. Det primære hensyn i udstedelsespolitikken er at fastholde et likvidt statsobligationsmarked. Som følge heraf er det svenske skatkammerbevisprogram nedskaleret i 2007, mens udstedelse af svenske indeksobligationer og obligationer i udenlandsk valuta bibeholdes. Hensigten er at sikre en stabil udstedelsespolitik samt velfungerende markeder.²

FORUDSÆTNINGER FOR ET LIKVIDT STATSPAPIRMARKED

I.3

Udstedelsesstrategien bygger på, at investorerne er villige til at betale en højere pris for likvide statsobligationer. Således kan staten ved at opbygge store likvide serier i statsobligationsmarkedet opnå en likviditetspræmie og dække lånebehovet til en lavere rente.

Statsgældsforvaltningen har tidligere analyseret likviditet i det danske statspapirmarked, jf. *Statens låntagning og gæld 2002*, kapitel 8. Analysen viste, at der var en likviditetspræmie i det danske statspapirmarked.

For at fastholde et likvidt statspapirmarked kræves et stort udestående i statsobligationer. Det er international standard, at statspapirer opbygges til minimum 5 mia.euro for at kunne handles på de internationale elektroniske handelsplatforme. I det 10-årige segment er størrelsen ofte noget større, typisk omkring 10 mia.euro. Statens primary dealere har tilkendegivet, at udeståendet i de 10-årige statsobligationer bør være mindst 50 mia.kr.

Derudover er det vigtigt at sikre rammer for statspapirmarkedet, der understøtter et velfungerende marked for danske og internationale markedsdeltagere og investorer. Det indebærer, at handel på elektroniske handelsplatforme og statens aftaler med primary dealerne videreføres.

UDSTEDELSESSTRATEGIEN I DE KOMMENDE ÅR

I.4

På baggrund af hensynet til likvide udstedelser og det forventede fremtidige lånebehov er udstedelsesstrategien:

- Åbning af et nyt 10-årigt statspapir ca. hvert andet år, der opbygges til et endeligt udestående på omkring 50 mia.kr.

¹ *Debt Management Annual Review 2006*, Finland. Se www.treasuryfinland.fi.

² *Statsupplåning – prognos och analysis 2007:3*, Sverige. Se www.rgk.se.

På sigt indebærer denne strategi, at statens obligationslån er fordelt på fem obligationsserier på hver ca. 50 mia.kr., svarende til et samlet udestående af statsobligationer på ca. 250 mia.kr. Strategiens udstedelsesomfang er konsistent med statens forventede årlige lånebehov på omkring 30 mia.kr. frem til 2015. I det omfang at de statslige fonde køber indenlandske statsobligationer, øges kravet til udstedelse for at sikre et likvidt statspapirmarked.

Hvis lånebehovet bliver større end forventet over en længere periode, kan udstedelsesstrategien tilpasses, fx ved at opbygge papirerne til et større udestående eller åbne yderligere statspapirer.

Udjævning af de årlige lånebehov

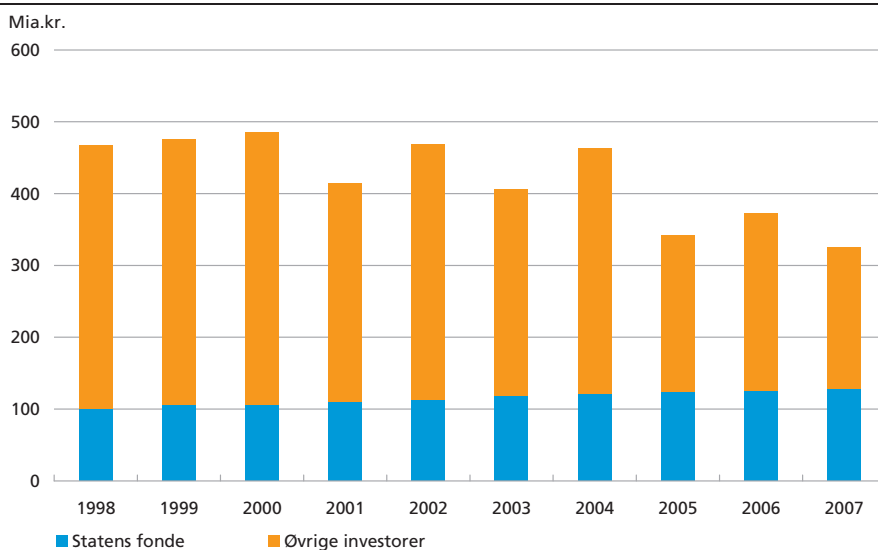
Det er hensigten at udjævne afdragsprofilen gennem opkøb. Derudover kan statens konto benyttes. En fleksibel anvendelse af statens konto betyder, at Statsgældsforvaltningen ikke er tvunget til at foretage opkøb til ufordelagtige priser. I år hvor lånebehovet er mindre end udstedelsesomfanget, kan indeståendet på statens konto stige, mens indeståendet kan nedbringes i år med større lånebehov.

STATENS FONDE

I.5

Statsgældsforvaltningen administrerer midlerne i Den Sociale Pensionsfond (DSP), Højteknologifonden, Finansieringsfonden og Forebyggelsesfonden. Samlet set forventes aktiverne i de statslige fonde at forblive på omkring 135 mia.kr. i de kommende år.

EJERFORDELING AF STATSOBLIGATIONER EKSKL. PRIMÆRE LÅNEVIFTEPAPIRER Figur I.5.1



Fondene har i en årrække primært investeret i statsobligationer, dog ikke de primære låneviftepapirer. I takt med faldet i statsgælden udgør fondenes beholdning en stigende andel af den udestående mængde statsobligationer, jf. figur I.5.1.

Den faldende gæld betyder, at der er et mindre udestående og færre statsobligationer end tidligere. Det gør det sværere for fondene at investere i statsobligationer, uden at priserne presses op. Ved køb til højere priser reduceres forrentningen af fondenes midler.

Derudover kan fondenes investeringer i statsobligationer bidrage til at mindske likviditeten i statspapirmarkedet i en situation, hvor den faldende gæld i forvejen sætter likviditeten under pres. Det øger risikoen for knaphed og unormale markedsforhold på statspapirmarkedet.

På den baggrund kan der være behov for, at DSP i højere grad gør brug af muligheden for at købe andre børsnoterede obligationer end statsobligationer. DSPs investeringer vil fortsat ske inden for rammerne af det nuværende reglement.

OPBYGNING OG FORVALTNING AF STATSLEGE AKTIVER

I.6

Strategien for de kommende år er tilrettelagt ud fra 2015-planens fremskrivning, der viser faldende overskud frem mod 2015. Hvis statens overskud bliver væsentligt større end i 2015-planen, er der behov for at genoverveje strategien.

I det følgende gennemgås erfaringer med faldende gæld og opbygning af aktiver i Australien, Irland, New Zealand og Norge. Opstår en tilsvarende situation i Danmark, er der behov for en analyse af, hvordan statslige aktiver i givet fald skal forvaltes.

Opbygning og forvaltning af statslige aktiver i lande med faldende gæld

Hvis gælden afvikles, og der fortsat er statslige overskud, opstår der et behov for at investere i aktiver. I en række lande med overskud over en længere periode, sker opbygningen af statslige aktiver i særlige fonde. Fondenes formål er fastsat politisk og ofte med et langsigtet perspektiv, for eksempel:

- Bidrage til finansieringen af stigninger i statens udgifter relateret til den demografiske udvikling med en større andel af ældre.
- Bidrage til finansieringen af specifikke offentlige udgiftsposter på langt sigt, fx uddannelse eller forskning.
- Styrke finanspolitisk disciplin og udjævne det offentlige forbrug mellem generationer ved at fjerne en del af overskuddet fra den årlige budgetramme.

Kapitaltilførslen til fondene er typisk lagt i faste rammer, jf. tabel I.6.1. Irland har et mål om en fast årlig overførsel målt i procent af BNI, Australiens overførsler afhænger af statens overskud og Norge overfører statens indtægter fra olieaktiviteter.

Forvaltningen af aktiverne sker med mandat fra landenes finansministerier. Den daglige forvaltning sker i statsgældsforvaltningen, centralbanken eller særligt oprettede enheder.

Der er desuden fastlagt klare regler for fondenes investeringsmuligheder. Fondenes midler er primært placeret i udenlandske aktier og obligationer. Det skyldes bl.a., at de indenlandske finansielle markeder ikke har en tilstrækkelig størrelse sammenholdt med fondenes investeringsomfang.

STATSLIGE AKTIVFONDE I AUSTRALIEN, IRLAND, NEW ZEALAND OG NORGE Tabel I.6.1

Fond	Overførsler	Udbetaling	Forvaltning	Formål
<i>Australien:</i> Future Fund	Regeringen fastsætter, hvor stor en del af statens overskud og provenu fra privatisering, der overføres.	Udbetaling kan finde sted, når fondens formue modsvarer pensionsforpligtelserne (forventet omkring 2020).	Den daglige forvaltning varetages af en uafhængig enhed. En bestyrelse udpeget af finansministeren fører tilsyn og fastlægger investeringsstrategien.	Finansiering af fremtidige pensionsforpligtelser.
<i>Irland:</i> National Pensions Reserve Fund	1 pct. af BNI overføres årligt.	Udbetaling kan finde sted fra 2025 i overensstemmelse med regler fastlagt af finansministeren.	Den daglige forvaltning varetages af den irske statsgældsforvaltning på et 10-årigt mandat. En kommission fastlægger investeringsstrategien og fører tilsyn.	Imødegå stigende udgifter til velfærd og pension fra 2025.
<i>New Zealand:</i> Superannuation Fund	Ca. 2 mia. NZD forventes overført årligt i 20 år.	Udbetaling kan finde sted fra 2020.	En uafhængig enhed varetager den daglige forvaltning. En bestyrelse fører tilsyn og fastlægger investeringsstrategien.	Delvis finansiering af fremtidige pensionsforpligtelser.
<i>Norge:</i> Statens Pensjonsfond	Statens indtægter fra olieaktiviteter overføres.	Hensigten er udbetaling af fondens realafkast.	Finansministeriet fastlægger retningslinjerne for fonden. Fondens udenlandske portefølje styres af Norges Bank og den indenlandske porteføljensudgifterne af Folketrygdfondet.	Udjævning af olieindtægter over generationer og imødegåelse af stigninger i pensionsudgifterne.

Kilde: Australiens Future Fond: www.futurefond.gov.au, Irlands National Pensions Reserve Fund: www.nprf.ie, New Zealands Superannuation Fund: www.nzsuperfund.co.nz, Norges Folketrygdfondet: www.ftf.no og Norges Bank: www.norgesbank.no.

Udstedelse af statsobligationer i lande med nettoaktiver

Med overskud over en længere periode kan det overvejes at stoppe udstedelsen af statspapirer. I Australien, New Zealand og Norge er statens aktiver større end gælden. Landene har valgt at fastholde et udstedelsesprogram af statspapirer, primært begrundet med statspapirernes rolle i det indenlandske finansielle system, fx opretholdelse af et futuremarked baseret på statspapirer, jf. kapitel III. Derudover vil fortsat udstedelse af statsobligationer sikre, at staten har adgang til billig låntagning på et senere tidspunkt, hvis staten igen får behov for at låne, jf. kapitel II.

II. Omkostninger ved genetablering af statspapirmarkedet

LUKNING OG GENETABLERING AF STATSPAPIRMARKEDET

II.1

Staten har i de kommende år fortsat behov for at udstede statspapirer, jf. kapitel I. Der er således ikke udsigt til, at udstedelse af statsobligationer kan stilles i bero. Lukning af statspapirmarkedet er kun en mulighed, hvis der opstår en længere periode med overskud, som er væsentligt større end forventet i 2015-planen.

Lukkes låneprogrammet, skal det genetablers, når staten igen får behov for at låne. Såfremt der opstår et stort lånebehov over en længere periode, vil strategien være at opbygge et indenlandsk statsobligationsmarked. Det er i overensstemmelse med anbefalingerne for gældsforvaltning fra IMF, OECD og Verdensbanken.

Genetablering af et indenlandsk statsobligationsmarked

Genetablering af et indenlandsk statsobligationsmarked involverer to typer omkostninger:

- Administrative omkostninger
- Omkostninger i form af en periode med dårligere lånevilkår sammenlignet med et etableret låneprogram.

Opbygning af et låneprogram indebærer en række administrative omkostninger, fx omkostninger til at opbygge den nødvendige ekspertise i Statsgældsforvaltningen, it-systemer til portefølje- og risikostyring, aftaler vedrørende handel på elektroniske platforme og marked making-ordninger samt juridiske aftaler. Der er imidlertid også administrative omkostninger ved at opretholde udstedelse, som ikke skal afholdes i den periode, hvor programmet er lukket. Samlet set vurderes de administrative omkostninger at være uden væsentlig betydning for en beslutning om at opretholde eller lukke et låneprogram.

Omkostningerne ved at lukke og genetablere et låneprogram afhænger primært af, om lånevilkårene i en periode er dårligere end vilkårene i et etableret låneprogram. Der kan forventes dårligere lånevilkår i en etableringsperiode. Det skyldes primært, at et nyt låneprogram ikke vil være likvidt fra begyndelsen, og at det tager tid at opbygge rammer, der understøtter et velfungerende marked, jf. boks II.1.

ÅRSAGER TIL DÅRLIGE LÅNEVILKÅR VED OPSTART AF ET LÅNEPROGRAM

Boks II.1

En række faktorer kan bidrage til dårlige lånevilkår for staten:

- Et nyt låneprogram vil ikke være likvidt fra begyndelsen. For at sikre et likvidt program er det nødvendigt med et stort udestående i de enkelte serier, og at markedet har tillid til fortsat udstedelse i programmet.
- Det tager tid at genopbygge rammer for statspapirmarkedet, der i dag understøtter et velfungerende marked og effektiv konkurrence blandt aftagerne af statsobligationerne, herunder en primary dealer-ordning og handel på elektroniske handelsplatforme.
- Markedsdeltagerne vil skulle afholde engangsomkostninger til genopbygning af kendskabet til danske statspapirer og tilpasning af it-systemer. Markedsdeltagerne vil derfor betale en lavere pris for danske statsobligationer i en opstartsfasen.
- Den strukturelle efterspørgsel efter danske statsobligationer vil være mindre i opstartsfasen. Fx vil danske statsobligationer ikke fra begyndelsen indgå i globale obligationsindeks eller være umiddelbart anvendelige som sikkerhedsstillelse. Desuden vil kendskabet til danske statsobligationer blandt internationale markedsdeltagere være mindre.

Alternativet til lukning og senere genetablering er at fortsætte udstedelse af statsobligationer, også selv om der i en periode ikke er et statsligt finansieringsbehov. Det skønnes, at låneprovenuet kan investeres til en rente mindst svarende til statens låneomkostninger, uden at staten pådrager sig finansielle risici af betydning. New Zealand udsteder fx indenlandske obligationer, selv om de i en periode ikke har haft et statsligt finansieringsbehov. Provenuet placeres i sikre udenlandske obligationer, og valutakursrisikoen afdækkes via valutaswaps.

KVANTIFICERING AF LÅNEOMKOSTNINGER VED GENETABLERING

II.2

I det følgende analyseres omkostningerne i form af dårligere lånevilkår i opstartsfasen og længden af opstartsfasen ud fra tre tilgange:

- Statens lånevilkår i dag sammenlignes med lånevilkårene for andre udstedere i det indenlandske marked med samme rating som staten.
- Historiske erfaringer fra etablering af det nuværende statspapirmarked i Danmark.
- Erfaringer fra etableringen af eurolånprogrammet.

Der er betydelig usikkerhed om størrelsesordenen af omkostningerne og varigheden af opstartsfasen.

Rentespænd til indenlandske udstedere med samme rating som staten

Lån fra KommuneKredit og realkreditinstitutterne har samme rating hos internationale kreditvurderingsinstitutter som staten. Lånene er normalt

SAMMENLIGNING AF LÅNEOMKOSTNINGER I 2007

Tabel II.2.1

Basispoint	Statens lånefordel (10-årigt spænd)	Årlig meromkostning ved 10-årig udstedelse på 40 mia.kr. ¹
Lånevilkår som realkreditinstitutter	-25	100 mio.kr.
Lånevilkår som KommuneKredit	-34	135 mio.kr.

Anm.: Rentespænd er statens lånerente fratrukket rente på lån fra realkreditinstitutter og KommuneKredit. Rentespænd er korrigeret for løbetid og konverteringsret.

¹ Den årlige meromkostning afholdes i 10 år som følge af finansiering med en 10-årig udstedelse.

ikke så likvide som statsobligationer. Blandt andet som følge heraf optager staten lån til en rente, der er ca. 25-35 basispoint lavere end renten på KommuneKredit og realkreditinstitutternes lån, jf. tabel II.2.1.

I det følgende antages, at staten ved genetablering af et låneprogram kan låne på samme vilkår som KommuneKredit eller realkreditinstitutterne. Hvis staten ved genetableringen udsteder 10-årige statsobligationer for 40 mia.kr. (svarende til ca. 2 pct. af BNP), kan opstartsomkostningerne udgøre 100-135 mio.kr. årligt i 10 år. De samlede opstartsomkostninger ved det første års udstedelse vil over hele lånets løbetid (10 år) kunne udgøre op mod 1-1,3 mia.kr.

Australiens statsgældsforvaltning analyserede i 2002 omkostningerne ved en eventuel genetablering af det australske statspapirmarked.¹ Analysen viste, at staten lånte til en rente, der var ca. 30 basispoint lavere end de lokale delstaters lån, der havde samme rating som den australske stat. Australiens statsgældsforvaltning vurderede, at lånefordelen ville forsvinde i en periode, såfremt det australske statsobligationsmarked blev lukket ned og senere genåbnet.

Etableringen af statspapirmarkedet i 1970'erne

Udstedelsen af danske statsobligationer startede for alvor i midten af 1970'erne i takt med underskud på statsbudgettet, jf. figur II.2.1.

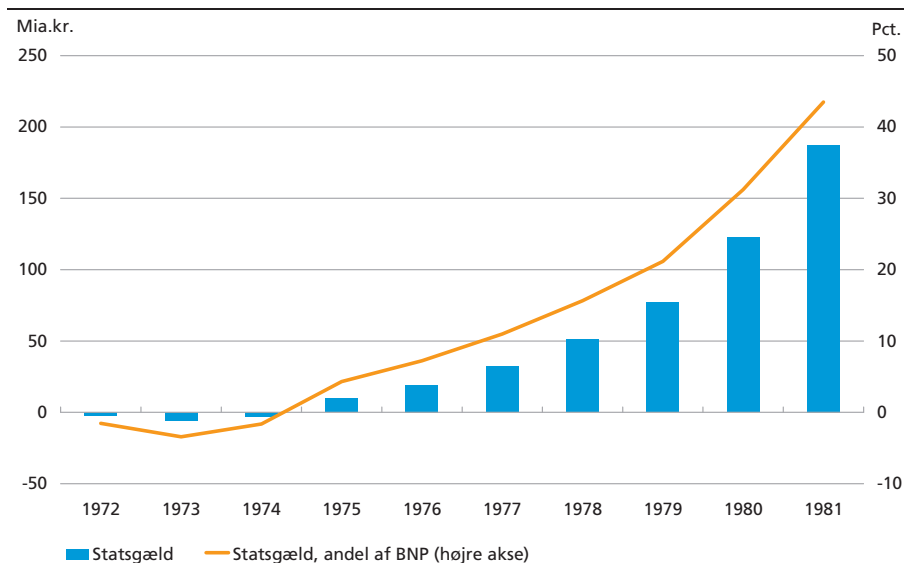
Det danske realkreditobligationsmarked var på det tidspunkt velfungerende. Den cirkulerende mængde af indenlandske statspapirer udgjorde 8,4 mia.kr. primo 1976, mens den tilsvarende mængde realkreditobligationer udgjorde 176 mia.kr. En sammenligning af de daværende statsobligationsrenter med realkreditobligationsrenter kan give en indikation af, hvor store meromkostningerne er i en opstartsfase, og hvor lang tid opstartsfasen varer.

Ved opstarten af statsobligationsmarkedet lånte staten til en rente, der var højere end renten på tilsvarende obligationer udstedt af realkreditinstitutterne, svarende til et positivt rentespænd, jf. tabel II.2.2. Efterhånden som statsobligationsmarkedet blev opbygget, lånte staten

¹ Se www.debtreview.treasury.gov.au.

STATSGÆLD, 1972-81

Figur II.2.1



til en lavere rente end realkreditinstitutterne (negativt rentespænd). I begyndelsen af 1980'erne var spændet ca. -30 basispoint, svarende til statens lånefordel i dag.

Spændindsnævringen faldt sammen med to forhold, som isoleret set kunne trække i retning af større spænd. For det første øget kreditrisiko, idet statsgælden steg fra 7 pct. til 44 pct. af BNP fra 1976 til 1981, og for det andet lavere efterspørgsel på grund af forbuddet i 1979 mod salg af statsobligationer til udlandet. Det skal bemærkes, at renteniveauet var væsentligt højere på daværende tidspunkt, hvilket vanskeliggør sammenligning.

De følgende beregninger tager udgangspunkt i en antagelse om, at staten i 1976-77 kunne låne til samme vilkår som realkreditinstitutterne, hvis

10-ÅRIGE RENTER PÅ STATS- OG REALKREDITOBLIGATIONER, 1976-81

Tabel II.2.2

Pct.	Statsobligationer	Realkreditobligationer	Rentespænd (basispoint)	Årlig meromkostning ved 10-årig udstedelse på 40 mia.kr. ¹
1976	17,25	16,67	58	232 mio.kr.
1977	17,85	17,61	24	96 mio.kr.
1978	18,12	18,39	-27	
1979	19,12	19,04	8	
1980	19,62	19,79	-17	
1981	19,63	19,96	-33	

Anm.: De udstedte statsobligationer var serielån, mens realkreditobligationerne var stående lån eller annuitetslån. For samme løbetid var varigheden derfor større på realkreditobligationer end på statsobligationer.

Kilde: Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, februar 1983.

¹ Den årlige meromkostning afholdes i 10 år som følge af finansiering med en 10-årig udstedelse.

der havde været et veletableret statsligt låneprogram. Det indebærer, at staten i det første år efter opstart lånte til en rente, der var henholdsvis ca. 60 og ca. 25 basispoint højere end den rente, realkreditinstitutterne lånte til. Ved en statslig udstedelse på 40 mia.kr. i 10-årige statsobligationer det første år svarer det til opstartsomkostninger på 232 mio.kr. årligt i 10 år, jf. tabel II.2.2. En tilsvarende udstedelse i det andet år svarer til yderligere opstartsomkostninger på ca. 100 mio.kr. årligt i 10 år.

Opstartsomkostningerne ville have været endnu større, hvis der alternativt tages udgangspunkt i, at staten kunne låne billigere end realkreditinstitutterne, svarende til situationen i dag.

De historiske erfaringer fra Danmark med etablering af et statspapirmarked peger således på, at der i nogle år kan være væsentlige opstartsomkostninger.

Etablering af eurolånprogrammet

I perioden 2002 til 2005 udstedte staten årligt et syndikeret eurolån. I alt blev der udstedt fire eurolån, inden programmet blev stillet i bero i 2006.

Opstartsomkostningerne ved eurolånprogrammet kan være indikative for opstartsomkostningerne ved et nyt låneprogram efter nedlukning, uden at de to situationer helt kan sammenlignes. Fx var det ved etableringen af eurolånprogrammet en fordel, at danske statspapirer allerede var et kendt produkt i markedet, og at der var interesse hos udenlandske investorer for et dansk statspapir denomineret i euro. Hvis etableringen var sket uden eksisterende låntagning, ville opstartsomkostningerne samt tidshorizonten for opstartsfasen formentlig have været større.

Opstartsomkostningerne ved eurolånprogrammet kan vurderes ved at se på udstedelsernes relative fordelagtighed i forhold til den tyske statskurve. Den relative fordelagtighed i forhold til den tyske statskurve er som udgangspunkt sammenlignelig over tid, da udstedelserne blev foretaget i euro.

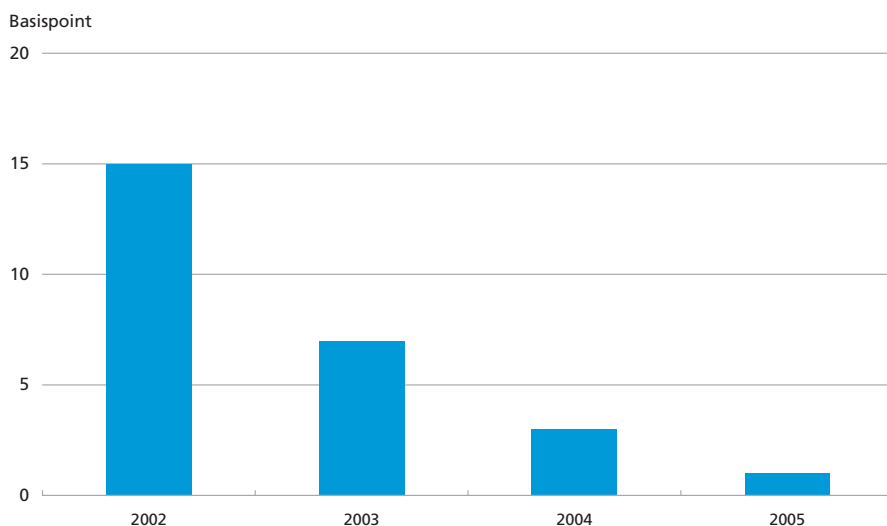
Det første syndikerede eurolån fra 2002 blev prissat ca. 15 basispoint over den tyske statskurve, jf. figur II.2.2. Ved de efterfølgende udstedelser af eurolån nærmede renten sig gradvist den tyske statskurve. Det tyder på, at eurolånene er blevet prissat mere og mere fordelagtigt relativt til tyske statspapirer, i takt med at markedet har opbygget erfaring med udstedelserne.

Hvis det lægges til grund, at forskellen i fordelagtighed mellem eurolånene i henholdsvis 2002 og 2003 alene skyldes opstartsomkostninger, kan meromkostningerne ved at udstede i et endnu ikke fuldt etableret program opgøres til 15 basispoint det første år og 6 basispoint det andet år.

Hvis erfaringen fra etableringen af eurolånprogrammet overføres til en genetablering af et statsobligationsmarked med 10-årige udstedelser,

RENTESPÆND TIL TYSKLAND FOR EUROLÅN VED UDSTEDELSE

Figur II.2.2



Anm.: Rentspændet er korrigeret for løbetidsforskelle.

Kilde: Bloomberg.

vil låntagning på 40 mia.kr. i det første år efter genetablering indebære meromkostninger på ca. 60 mio.kr. årligt i 10 år sammenlignet med udstedelse i et fuldt etableret program.

III. Statspapirers rolle på det finansielle marked i Danmark

STATSPAPIRER SOM BENCHMARK

III.1

Prisfastsættelsen af finansielle instrumenter spiller en væsentlig rolle for velfungerende kapitalmarkeder. God prisfastsættelse medvirker til effektiv kapitalallokering.

De fleste modeller til prisfastsættelse af finansielle instrumenter tager udgangspunkt i en værdiansættelse af det finansielle instruments delkomponenter. Fx kan prisen på en obligation opdeles i den risikofrie rente og prisen på risiko.¹

Danske statspapirer har en høj kreditværdighed med en AAA rating og kan derfor anvendes som estimat for den risikofrie rente. Statspapirer er desuden kendetegnede ved at være likvide, standardiserede instrumenter. Baseres rentekurven på illikvide papirer eller mere komplicerede instrumenttyper, er der en risiko for, at prisfastsættelsen forvrides.

Hvis statspapirer ikke er tilgængelige, sker prisfastsættelse på grundlag af andre finansielle instrumenter. I det følgende overvejes de tre nærmeste substitutter: swapmarkedet, realkreditmarkedet og højtratede eurostatspapirer.

Swapmarkedet som benchmark

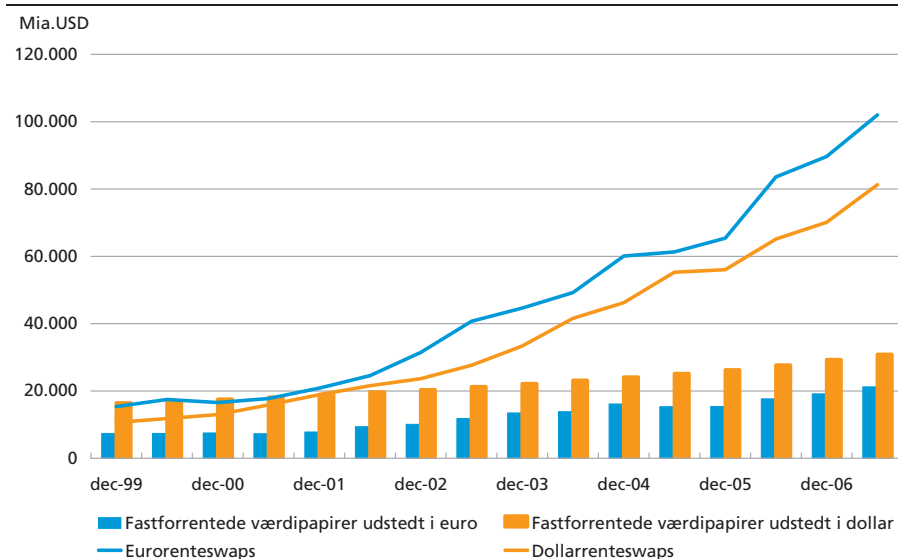
I de senere år er swapmarkederne i stigende omfang anvendt som reference i prisfastsættelse af instrumenter. Det skyldes primært, at likviditeten i swapmarkedet er steget betydeligt, og at det samlede udestående i swapmarkedet (notional værdi) langt overstiger den samlede udestående mængde i fastforrentede værdipapirer i Europa, jf. figur III.1.1. Dertil kommer, at renteswaps er standardiserede instrumenter og dækker de væsentlige punkter på kurven. Euroswapmarkedet er med til at give en referencekurve på tværs af de europæiske lande og giver dermed mulighed for en relativ sammenligning.

Imidlertid kan der være udfordringer ved at anvende swapkurven i stedet for statskurven. Det skyldes, at swapkurven afhænger af de bagvedliggende bankers kreditværdighed, da swaprenter inkluderer mod-

¹ Eksempelvis anvender Capital Asset Pricing Modellen (CAPM), at det forventede afkast $E(r)$ på et givet aktiv er: $E(r) = r_f + \beta \cdot (E(r_M) - r_f)$, hvor r_f er den risikofrie rente, $E(r_M)$ er det forventede markedsafkast og β er mængden af risiko.

UDESTÅENDE I SWAPMARKEDET OG FASTFORRENTEDE VÆRDIPAPIRER

Figur III.1.1



Anm.: Udstedelser er omregnet til USD.

Kilde: BIS.

partsrisiko. Når usikkerheden og risikoaversionen stiger i markedet, vil spændet mellem statskurven og swapkurven – det såkaldte swapspænd – typisk blive udvidet. Som følge af swapkurvens større følsomhed over for usikkerhed og risikoaversion kan swapkurven være uhensigtsmæssig at anvende til prissammenligning over tid.

Særligt i perioder med finansiell uro er der en tendens til, at forskelle mellem statspapirer og andre værdipapirer bliver mere åbenbare. Eksempelvis medførte uroen på de finansielle markeder i 2. halvår 2007 en udvidelse af swapspændet, jf. figur III.1.2. Siden 1999 har det 10-årige swapspænd svinget mellem 10 og 70 basispoint.

Realkreditobligationer som benchmark

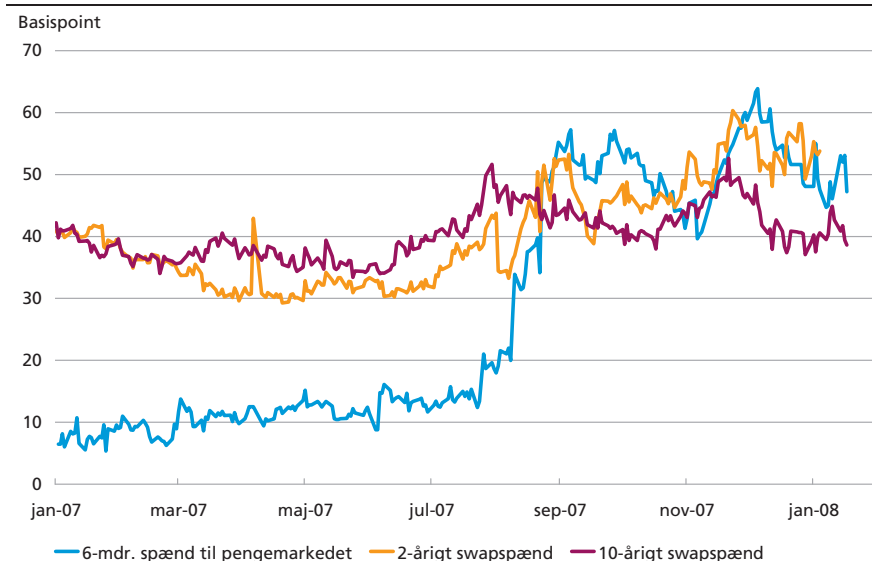
Realkreditmarkedet har tidligere fungeret som benchmark på det danske obligationsmarked. Realkreditmarkedet i Danmark er kendetegnet ved et stort udestående og lav kreditrisiko. Realkreditmarkedet er desuden karakteriseret ved, at likviditeten typisk er koncentreret i korte og meget lange papirer.¹ Likviditeten i de enkelte punkter er splittet op mellem flere udstedere.

Rentespændet mellem statsobligationer og realkreditobligationer er normalt begrænset. I forbindelse med markedsuroen i 2. halvår 2007

¹ I den korte ende udstedes inkonverterbare stående lån og konverterbare lån med forskellige varianter af renteloft. De korte inkonverterbare stående lån er umiddelbart sammenlignelige med statsobligationer. Udstedelserne i den lange ende er typisk konverterbare annuitetslån, som ikke umiddelbart er sammenlignelige med statspapirer, idet investorerne skal tage højde for konverteringsrisikoen.

STATSLIGE RENTESPÆND TIL PENGEMARKEDET OG SWAPMARKEDET

Figur III.1.2



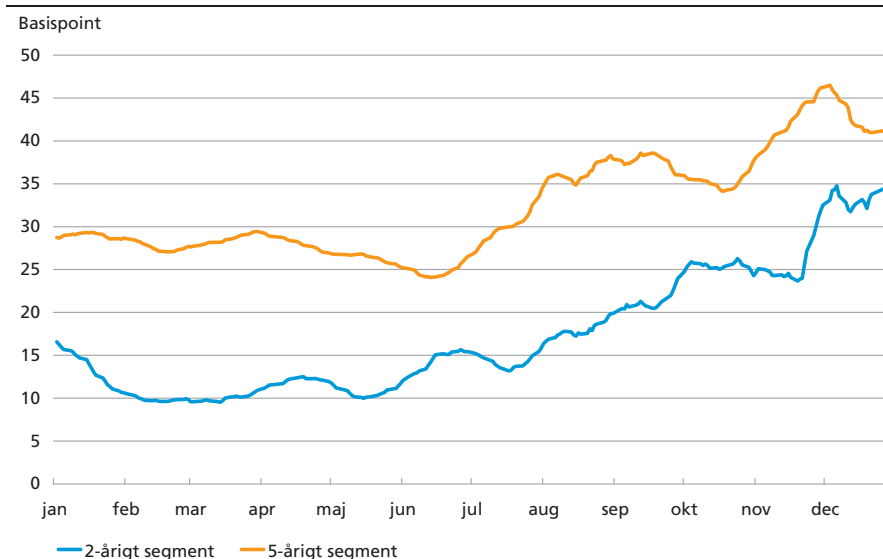
Anm: 6-mdr. spænd til pengemarkedet er forskellen mellem den usikrede pengemarkedsrente og skatkammerbevisrenten. Swapspænd er forskellen mellem swaprenten og den statslige rente.

Kilde: Bloomberg.

blev rentespændet mellem stats- og realkreditobligationer udvidet, ligesom det var tilfældet på swapmarkedet, jf. figur III.1.3. I disse perioder er det sværere at benytte realkreditobligationer som estimat for den risikofrie rente.

RENTESPÆND MELLEM STATS- OG REALKREDITOBLIGATIONER, 2007

Figur III.1.3



Anm.: Realkreditkurven er estimeret på baggrund af inkonverterbare obligationer, og rentespænd er korrigeret for forskelle i løbetid. 10 dages løbende gennemsnit.

Eurostatspapirer som benchmark

Danmarks fastkurspolitik over for euro indebærer, at eurodenominerede statspapirer stort set kan sidestilles med danske statspapirer i kroner. Som alternativ til den danske rentekurve kan investorer derfor anvende statspapirer fra eurolande med høj rating som estimat for den risikofrie rente ved prisfastsættelse på de danske rentemarkeder. Eurostatspapirmarkedet er meget likvidt, dækker de væsentlige punkter på rentekurven og er stort set uden kreditrisiko.

Opbygning og understøttelse af effektive markeder

Statspapirmarkeder nævnes ofte som en forudsætning for opbygning af et velfungerende indenlandsk kapitalmarked. Statspapirer kan også spille en rolle i veludviklede markeder, fx som underliggende aktiv for andre typer finansielle instrumenter. I 2002 besluttede Australien at fortsætte udstedelsen af statsobligationer med henvisning til futuremarkedet.¹ Statsobligationer er det underliggende aktiv bag rentefutures og således nødvendige for at fastholde et futuremarked.

I Europa er der et stort og likvidt marked for futures på tyske statsobligationer, der spiller en væsentlig rolle for prisdannelsen på de europæiske rentemarkeder. Dette marked er afhængigt af fortsat udstedelse af tyske statsobligationer.

STATSPAPIRER SOM INVESTERINGSOBJEKT

III.2

Statsobligationer har traditionelt udgjort en stor andel af de danske pensionskassers porteføljer, blandt andet på grund af reguleringsmæssige forhold. Pensionskasserne har forpligtelser med lang varighed. Ved at investere i statspapirer med lang varighed opnås en afdækning af renterisikoen.

I de senere år har pensionskasserne udvidet deres investeringsunivers til at omfatte flere typer finansielle instrumenter. Specielt er markedet for afledte produkter (derivatmarkedet) siden slutningen af 1990'erne blevet anvendt i større omfang. I dag foretager pensionskasserne fx en stor del af deres risikostyring via det danske og europæiske renteswapmarked.

Danske statspapirer indgår fortsat som investeringsobjekt i pensionskassernes aktivportefølje. Renteswapmarkedet kan ikke anvendes til at dække pensionskassernes behov for at foretage placeringer i egentlige aktiver.² Den samlede opgørelse fra pensionskasserne viser, at danske

¹ Se www.debtreview.treasury.gov.au.

² I modsætning til obligationer sker der ikke placering ved anvendelse af renteswaps.

statspapirer udgør en relativ stor andel af den samlede obligationsportefølje. Således var ca. 15 pct. af obligationsbeholdningen placeret i danske statspapirer i 2006.¹

Ifølge flere pensionskasser skyldes interessen primært, at danske statspapirer i perioder giver et afkast på niveau eller lidt over andre europæiske højtratede statspapirer. Pensionskasserne har i en årrække foretaget store porteføljeomlægninger i takt med udviklingen i rentespændet. Høj omsættelighed i det danske statspapirmarked understøtter muligheden for at foretage store porteføljeomlægninger. Da pensionskassernes forpligtelser er i danske kroner, er der dog en tilskyndelse mod at holde danske papirer (home bias).

¹ *Livsforsikringsselskaber. Statistisk materiale 2006*, Finanstilsynet.

Bilag

Information om statens låntagning og gæld

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

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

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

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

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

INFORMATION VEDRØRENDE STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD

	Overordnet indhold	Her findes informationen	Udgivelses- frekvens
<i>Statens låntagning og gæld</i> , normalt i februar	• Udviklingen det foregående år • Detaljerede gælds- og transaktionsopgørelser • Rapportering med beretning, evaluering og strategi	• www.statsgaeld.dk	Årligt
<i>Statsgældspolitikken</i> , juni og december	• Strategi for låntagning • Lånevifte • Opkøbsvifte • Varighedsbånd	• DN-Nyheder • www.statsgaeld.dk	Halvårligt
Åbning af nye papirer	• Kupon • Udløbsdato • Åbningsdag	• DN-Nyheder • www.statsgaeld.dk	Irregulært
<i>Budgetoversigt</i> , normalt i maj, august og december	• Nettofinansierings- og lånebehov, indeværende og kommende år	• Publikation fra Finansministeriet • www.fm.dk	Normalt 3 gange årligt
Skatkammerbevisauktion	• Indkaldelse til auktion • Resultat af auktion	• DN-Nyheder • www.statsgaeld.dk	Månedligt
Månedligt opkøb og salg, 1. bankdag	• Md. salg fordelt på papirer • Md. opkøb fordelt på papirer • Md. valutaswaps	• www.statsgaeld.dk	Månedligt
Statens fondes beholdning af statspapirer, 1. bankdag	• Statens fondes beholdning af danske statspapirer opgjort ultimo foregående måned	• www.statsgaeld.dk	Månedligt
<i>Valuta og likviditet</i> , 2. bankdag	• Statens nettofinansieringsbehov	• Pressemeddelelse fra Danmarks Nationalbank • www.nationalbanken.dk	Månedligt
<i>Dagsfordeling af statens betalinger</i> , 2. sidste bankdag	• Dagsfordeling for likviditetspåvirkningen af statens betalinger i de kommende måneder	• Opgørelse fra Danmarks Nationalbank • www.nationalbanken.dk	Månedligt
Statens lånebehov	• Lånebehov opgjort på baggrund af <i>Budgetoversigt</i> • Statens udstedelser	• DN-Nyheder • www.statsgaeld.dk	Dagligt
Dagligt opkøb og salg	• Dagligt salg fordelt på papirer • Dagligt opkøb fordelt på papirer	• DN-Nyheder • www.statsgaeld.dk	Dagligt

Principper for styring af kreditrisiko på statens swaps

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

Juridisk aftalegrundlag: Der indgås kun swaps med modparter, hvor 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 swaps med modparter, der har indgået en sikkerhedsaftale i form af et ISDA Credit Support Annex til de indgæede ISDA Master Agreements. 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 indgæede 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, valutaswaps fra kroner til euro og valutaswaps fra euro til kroner.

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

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

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

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

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

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

Vilkår for statens værdipapirudlån

1. Der udlånes statspapirer, som indgår i statens lånevifte, og statspapirer med benchmarkstatus.
2. De nærmere vilkår for udlån af det enkelte statspapir meddeles i statens meddelelser om låneviften.
3. Statsobligationer kan udlånes til primary dealere i statsobligationer.
4. Skatkammerbeviser kan udlånes til banker med adgang til auktionssystemet for skatkammerbeviser.
5. Det maksimale udlån for hver af statsobligationerne er under normale omstændigheder 4 mia.kr., og det maksimale udlån for alle skatkammerbeviser er 10 mia.kr. Dette loft kan hæves i situationer med unormal prisdannelse på det private marked for værdipapirudlån.
6. Gebyret er 0,2 pct. p.a. for udlån af statsobligationer. For alle skatkammerbeviser er gebyret 0,15 pct. p.a.
7. Udlån sker som såkaldte buy-/sell-back transaktioner. Deltagere låner papirer i én buy-/sell-back transaktion og udlåner samtidig (stiller sikkerhed) i en anden buy-/sell-back transaktion.
8. Papirerne kan lånes i en periode på 1-5 handelsdage.
9. Transaktioner kan indgås i tidsrummet mellem kl. 9.00 og 15.30, men bør så vidt muligt indgås inden kl. 14.00.
10. Udlånene foretages i den rækkefølge, værdipapirhandlere henvender sig til Danmarks Nationalbank den pågældende dag. Der forbeholdes ret til at foretage en diskretionær tildeling, hvis det skønnes hensigtsmæssigt.

11. Som sikkerhed accepteres danske statspapirer i kroner (stående lån) udstedt gennem Værdipapircentralen (VP) i serier med et udestående på mindst 3 mia.kr.
12. Der anvendes et tillæg, henholdsvis et fradrag, på 2,5 pct. på hver buy-/sell-back transaktion. Markedsprisen på papiret udlånt af staten øges således med 2,5 pct., og markedsprisen på sikkerhedsstillelsespapiret reduceres med 2,5 pct.
13. Afvikling finder sted som handelstransaktioner den efterfølgende handelsdag.
14. I tilfælde af at kun én af buy-/sell-back transaktionerne afvikles, ligegyldigt om det er udlåns- eller sikkerhedsstillelsestransaktionen, er deltagerne forpligtet til øjeblikkeligt at sikre afvikling af den ikke-gennemførte transaktion.
15. For medlemmer af obligationsdelen på OMX Den Nordiske Børs København (OMX København) sker indberetning af transaktionerne til OMX København som to eller flere separate genkøbsforretninger.
16. Statsgældsforvaltningen kan løbende ændre vilkårene for statens værdipapirudlånsordning for at afspejle vilkår i markedet og for at sikre en velfungerende værdipapirudlånsordning. Statsgældsforvaltningen informerer primary dealerne mindst én uge før ikrafttrædelse af ændringer i vilkårene for værdipapirudlånsordningen.
17. Henvendelse om indgåelse af værdipapirudlånsforretninger sker til Danmarks Nationalbank, Handelsafdelingen, tlf. 3363 6747 eller 3363 6736.

Vilkår for Den Sociale Pensionsfonds (DSPs) udlån af statspapirer

1. DSPs beholdning af statspapirer af typen stående lån med en restløbetid over 1 måned kan udlånes.
2. Udlån foretages til primary dealere i danske statsobligationer.
3. Gebyret er 0,2 pct. p.a.
4. Udlån sker som såkaldte buy-/sell-back transaktioner. Deltagere låner papirer i én buy-/sell-back transaktion og udlåner samtidig (stiller sikkerhed) i en anden buy-/sell-back transaktion.
5. Papirerne kan lånes i en periode på 1-5 handelsdage.
6. Transaktioner kan indgås i tidsrummet mellem kl. 9.00 og 15.30, men bør så vidt muligt indgås inden kl. 14.00.
7. Udlånene foretages i den rækkefølge, værdipapirhandlere henvender sig til Danmarks Nationalbank den pågældende dag. Der forbeholdes ret til at foretage en diskretionær tildeling, hvis det skønnes hensigtsmæssigt.

8. Som sikkerhed accepteres danske statspapirer i kroner (stående lån) udstedt gennem Værdipapircentralen (VP) i serier med et udestående på mindst 3 mia.kr.
9. Der anvendes et tillæg henholdsvis et fradrag på 2,5 pct. på hver buy-/sell-back transaktion. Markedsprisen på papiret udlånt af staten øges således med 2,5 pct., og markedsprisen på sikkerhedsstillelsespapiret reduceres med 2,5 pct.
10. Afvikling finder sted som handelstransaktioner den efterfølgende handelsdag.
11. I tilfælde af at kun én af buy-/sell-back transaktionerne afvikles, ligegyldigt om det er udlåns- eller sikkerhedsstillelsestransaktionen, er deltagerne forpligtet til øjeblikkeligt at sikre afvikling af den ikke-gennemførte transaktion.
12. For medlemmer af obligationsdelen på OMX København sker indberetning af transaktionerne til OMX København som to eller flere separate genkøbsforretninger.
13. Statsgældsforvaltningen kan løbende ændre vilkårene for DSPs værdipapirudlånsordning for at afspejle vilkår i markedet og for at sikre en velfungerende værdipapirudlånsordning. Statsgældsforvaltningen informerer primary dealerne mindst én uge før ikrafttrædelse af ændringer i vilkårene for værdipapirudlånsordningen.
14. Henvendelse om indgåelse af værdipapirudlånsforretninger sker til Danmarks Nationalbank, Handelsafdelingen, tlf. 3363 6747 eller 3363 6736.

Bilagstabeller

1. Statsgælden, ultimo 1997-2007	122
2. Renter og afdrag på statens gæld pr. 31. december 2007	124
3. Statens DAU-, netto- og bruttokassesaldo, 1997-2007	126
4. Statens lånoptagelse, 2007	128
5. Statens renteswaptransaktioner, 2007	130
6. Statens valutaswaptransaktioner, 2007	131
7. Statslån pr. 31. december 2007	132
8. Statens renteswaps pr. 31. december 2007	136
9. Rating af den danske statsgæld	137
10. Rating af udvalgte landes statsgæld, januar 2008	138

STATSGÆLDEN, ULTIMO 1997-2007		Bilagstabel 1		
Mio.kr.	1997	1998	1999	
A. Lån				
<i>Indenlandske lån i DKK</i>				
- obligationer, fast forrentede	556.874	550.989	537.289	
- obligationer, variabelt forrentede	9.848	4.346	-	
- præmieobligationer	1.200	1.000	900	
- statsgældsbeviser	49.140	58.830	74.040	
- skatkammerbeviser	50.001	41.255	36.350	
- indekslån og lånepakke ¹	-	-	-	
- valutaswaps fra DKK til EUR (netto) ²	-	-	-	
- valutaswaps fra DKK til USD	-	-	-	
- beholdning af egne obligationer	-	-	-	
I alt indenlandsk gæld i DKK	667.063	656.420	648.579	
<i>Indenlandske lån i EUR³</i>				
- obligationer, fast forrentede	6.634	-	-	
I alt indenlandsk gæld	673.697	656.420	648.579	
<i>Udenlandske lån</i>				
- i USD	1.514	1.336	1.187	
- i CHF	3.974	1.094	3.616	
- i JPY	1.047	562	2.453	
- i EUR	90.661	84.982	82.386	
- i andre valutaer samt flermøntede	6.418	365	383	
I alt udenlandsk gæld	103.613	88.338	90.025	
I alt inden- og udenlandsk gæld	777.310	744.758	738.604	
B. Indestående i Danmarks Nationalbank ⁴	-29.080	-30.412	-35.237	
C. DSP, Finansieringsfonden, Forebyggelsesfonden samt Højteknologifonden				
- statspapirer	-92.453	-100.135	-105.432	
- andre værdipapirer	-54.368	-43.468	-36.207	
I alt for de fire fonde, nominelt ⁵	-146.821	-143.603	-141.640	
Samlet statsgæld (A+B+C)	601.409	570.743	561.727	
Samlet statsgæld i pct. af BNP	53,4	49,0	46,3	

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

⁴ For 2007 er statens konto opgjort i henhold til Danmarks Nationalbanks månedsbalance.

⁵ Indeksobligationer er opgjort til indekseret værdi.

STATSGÆLDEN, ULTIMO 1997-2007							Bilagstabel 1
2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
506.992	494.875	497.938	480.874	480.590	440.351	428.796	403.039
-	-	-	-	-	-	-	-
900	900	400	400	400	200	200	200
81.257	70.788	79.371	78.532	71.690	33.980	-	-
36.846	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
-	-	-	-	-524	-2.688	-4.862	-7.873
-2.000	-	-	-	-	-	-	-
623.995	610.987	624.913	610.953	604.558	516.479	454.418	402.040
-	-	-	-	-	-	-	-
623.995	610.987	624.913	610.953	604.558	516.479	454.418	402.040
-	-	-	-	518	2.810	4.583	6.884
3.822	-	-	-	-	-	-	-
1.672	-	-	-	-	-	-	-
79.287	83.753	83.689	83.861	83.370	87.833	75.219	61.738
428	42	42	42	40	38	21	20
85.209	83.795	83.730	83.903	83.929	90.681	79.823	68.642
709.204	694.782	708.644	694.856	688.487	607.160	534.241	470.682
-32.637	-39.627	-45.975	-40.621	-57.559	-53.297	-70.958	-87.061
-106.312	-109.474	-113.132	-118.138	-120.799	-124.635	-125.111	-128.547
-33.244	-31.621	-28.230	-20.576	-16.065	-11.284	-9.535	-8.686
-139.556	-141.095	-141.362	-138.714	-136.864	-135.919	-134.646	-137.233
537.011	514.060	521.308	515.521	494.064	417.944	328.637	246.388
41,5	38,5	38,0	36,8	33,9	26,9	20,1	14,5

RENTER OG AFDRAG PÅ STATENS INDENLANDSKE GÆLD¹ PR. 31. DEC. 2007 Bilagstabel 2.1

Mia.kr.	Renter	Afdrag	Total
2008	19,1	45,8	64,9
2009	17,3	55,6	72,9
2010	13,7	34,9	48,6
2011	12,5	59,7	72,2
2012	9,2	-6,8	2,5
2013	9,3	73,4	82,7
2014	5,6	-0,8	4,8
2015	5,6	56,8	62,4
2016	3,2	-0,8	2,4
2017	3,3	40,9	44,2
2018	1,7	-0,5	1,2
2019	1,7	-0,3	1,4
2020	1,7	-	1,7
2021	1,7	-	1,7
2022	1,7	-	1,7
2023	1,7	-	1,7
2024	1,7	24,4	26,1
I alt	110,9	382,4	493,2

¹ Ekskl. skatkammerbeviser. Inkl. nettorentebetalinger knyttet til indenlandske renteswaps. Kronebetalinger til og fra staten i valutaswaps er medregnet i afdragene.

RENTER OG AFDRAG PÅ STATENS UDENLANDSKE GÆLD¹ PR. 31. DEC. 2007 Bilagstabel 2.2

Mia.kr.	Renter	Afdrag	Total
2008	2,7	22,3	25,0
2009	1,7	21,4	23,2
2010	1,1	13,4	14,4
2011	0,6	0,7	1,4
2012	0,2	6,7	6,9
2013	0,3	0,7	1,0
2014	0,3	0,7	1,0
2015	0,2	0,7	0,9
2016	0,1	0,7	0,8
2017	0,0	0,6	0,7
2018	0,0	0,4	0,5
2019	0,0	0,2	0,3
I alt	7,3	68,6	76,0

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

STATENS DAU-, NETTO- OG BRUTTOKASSESALDO, 1997-2007		Bilagstabel 3	
Mia.kr.	1997	1998	1999
Drifts-, anlægs- og udlånsbudget	7,6	31,4	9,1
Nettoobligationskøb ¹	7,4	-	-
Genudlån af statslån	-0,8	0,3	-1,6
Fordelte emissionskurstab og skyldige renter ²	5,1	2,1	3,2
Andre kapitalposter ³	-6,6	0,1	0,2
Nettokassesaldo	12,7	34,0	10,9
Afdrag på indenlandsk statsgæld	81,4	79,0	75,9
Afdrag på udenlandsk statsgæld	31,4	37,4	20,0
Bruttokassesaldo	-100,1	-82,5	-85,0
Indenlandsk bruttofinansieringsbehov	73,8	64,4	67,9
Salg af statspapirer, kursværdi ⁴	73,0	68,0	68,8

Kilde: *Statsregnskabet*. 2007 er baseret på Danmarks Nationalbanks opgørelse ultimo året. Tallene kan afvige fra regnskabsstallene.

¹ Fra 1998 indgår Den Sociale Pensionsfonds nettokøb af obligationer ikke længere i nettokassesaldoen, men er i stedet medregnet i afdragene på den indenlandske statsgæld.

² Inkl. opkøbskurstab.

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

⁴ Inkl. nettosalg af skatkammerbeviser.

STATENS DAU-, NETTO- OG BRUTTOKASSESALDO, 1997-2007							Bilagstabel 3
2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
30,7	24,0	25,8	12,4	27,7	80,6	98,6	•
-	-	-	-	-	-	-	•
-2,8	-2,4	-8,9	-0,8	-5,4	-3,2	-12,4	•
1,4	0,4	-0,1	-0,7	0,5	-0,7	-0,9	•
-2,3	0,9	-20,0	-4,1	0,9	-0,9	5,0	•
27,0	22,9	-3,2	6,9	23,6	75,9	90,2	83,6
91,3	101,2	112,4	106,3	100,0	119,5	78,6	60,4
15,7	17,8	22,5	17,1	16,1	9,3	13,0	20,6
-80,0	-96,2	-138,1	-116,6	-92,5	-52,9	-1,3	2,5
62,3	81,1	115,5	99,7	76,4	43,6	-11,7	-26,2
65,7	87,7	121,9	94,1	92,6	30,1	13,2	-3,8

STATENS INDENLANDSKE LÅNOPTAGELSE, 2007				Bilagstabel 4.1
ISIN-kode	Pålydende rente, pct.	Titel	Sidste termin	Udstedt beløb i 2007, mio.kr.
Statsobligationer				
DK0009921785	4	4 pct. stående lån 2010 Udstedt 20. apr 2004-	15. nov 2010	3.700
DK0009921942	4	4 pct. stående lån 2017 Udstedt 26. jan 2006-	15. nov 2017	16.935
Skatkammerbeviser				
DK0009812497	0	Skatkammerbevis 2007 II Udstedt 1. maj 2006-1. maj 2007	1. maj 2007	600
DK0009812653	0	Skatkammerbevis 2007 III Udstedt 1. aug 2006-1. aug 2007	1. aug 2007	2.320
DK0009812737	0	Skatkammerbevis 2007 IV Udstedt 1. nov 2006-3. dec 2007	3. dec 2007	6.600
DK0009813032	0	Skatkammerbevis 2008 I Udstedt 1. maj 2007-	2. jun 2008	17.120
DK0009813115	0	Skatkammerbevis 2008 II Udstedt 1. dec 2007-	1. dec 2008	2.540

STATENS UDENLANDSKE LÅNOPTAGELSE, 2007				Bilagstabel 4.2
Lånenr.	Pålydende rente, pct.	Titel	Sidste termin	Udstedt beløb i 2007, mio.kr.
US Commercial Paper				
244-58 ¹	0	USCP 50 mio.USD Udstedt 5. feb 2007	26. feb 2007	288
EURO Commercial Paper				
298-48 ²	0	ECP 50 mio.USD Udstedt 7. feb 2007	28. feb 2007	288

¹ Til udstedelsen er knyttet en valutaterminsforretning med Danmarks Nationalbank, hvor staten ved udløb modtager USD 50.000.000 og betaler EUR 38.650.181,08.

² Til udstedelsen er knyttet en valutaterminsforretning med Danmarks Nationalbank, hvor staten ved udløb modtager USD 50.000.000 og betaler EUR 38.646.566,33.

STATENS RENTESWAPTRANSAKTIONER, 2007			Bilagstabel 5
Lånenr.	Startdato	Udløbsdato	Beløb, mio.kr.
Udenlandske renteswaps			
1069	09-01-07	09-01-17	559
1070	29-01-07	29-01-17	745
I alt udenlandske renteswaps			1.304

Anm.: På renteswaps indgået i 2007 modtages fast 10-årig swaprente og betales 6-mdr. Euribor.

STATENS VALUTASWAPTRANSAKTIONER, 2007

Bilagstabel 6

Låne- nr.	Start- dato	Der modtages			Der betales			Udløbs- dato
		Valuta	Mio.	Rente ¹	Valuta	Mio.	Rente ²	
20014 ³	10-01-07	DKK	694,0	3,8628	USD	123,4	4,73875	10-01-19
10035	23-01-07	DKK	745,4	6M CIB-0,016	EUR	100,0	6M EUR	23-01-12
10036	31-01-07	DKK	745,4	6M CIB -0,0175	EUR	100,0	6M EUR	31-01-12
10037	12-02-07	DKK	745,2	6M CIB -0,01375	EUR	100,0	6M EUR	12-02-12
10038	21-02-07	DKK	745,5	6M CIB -0,01125	EUR	100,0	6M EUR	21-02-12
10039	15-03-07	DKK	745,0	6M CIB -0,01125	EUR	100,0	6M EUR	15-03-12
20015 ³	26-03-07	DKK	691,8	3,8842	USD	123,4	4,671	26-03-19
10040	30-03-07	DKK	745,0	6M CIB -0,0125	EUR	100,0	6M EUR	30-03-12
10041	27-04-07	DKK	745,2	6M CIB -0,01125	EUR	100,0	6M EUR	27-04-12
10042	25-05-07	DKK	745,3	6M CIB -0,012	EUR	100,0	6M EUR	25-05-12
20016 ³	15-06-07	DKK	717,2	4,45	USD	129,6	5,1225	15-06-19
20017 ³	05-09-07	DKK	712,0	4,4854	USD	129,6	5,164	05-09-19
20018 ³	14-11-07	DKK	722,0	4,662	USD	129,6	5,3875	14-11-19

¹ 6M CIB er renten på Cibur 6 måneder.² 6M EUR er renten på Euribor 6 måneder.³ Valutaswap i forbindelse med genudlån til Danmarks Skibskredit A/S.

INDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 2007				Bilagstabel 7.1
ISIN-kode	Pålydende rente, pct.	Titel ¹	Sidste termin	Udestående beløb, mio.kr.
Fast forrentede obligationslån				
<i>Stående lån</i>				
DK0009920704	4	Stående lån 2008 Udstedt 22. jan 2002-1. aug 2005	15. aug 2008	47.124,0
DK0009919532	6	Stående lån 2009 Udstedt 14. jan 1998-3. maj 2000	15. nov 2009	61.950,0
DK0009921785	4	Stående lån 2010 Udstedt 20. apr 2004-	15. nov 2010	35.590,0
DK0009919961	6	Stående lån 2011 Udstedt 4. maj 2000-18. feb 2002	15. nov 2011	60.500,0
DK0009920894	5	Stående lån 2013 Udstedt 19. feb 2002-11. feb 2004	15. nov 2013	74.180,0
DK0009921439	4	Stående lån 2015 Udstedt 12. feb 2004-26. apr 2006	15. nov 2015	57.560,0
DK0009921942	4	Stående lån 2017 Udstedt 26. jan 2006-	15. nov 2017	41.635,0
DK0009918138	7	Stående lån 2024 Udstedt 6. apr 1994-31. dec 2000	10. nov 2024	24.431,0
<i>Indekslån</i>				
•	2,5	Indekslån overført fra Hypotek- banken	30. jun 2008	6,4
<i>Lånepakke</i>				
•	4,8	Lånepakke overført fra Hypo- tekbanken	28. feb 2008	270,3
<i>Serielån</i>				
DK0009902728	4	S 2017 Udstedt 29. nov 1955-12. sep 1958	15. jun 2017 ²	49,6
<i>Uamortisable</i>				
DK0009901597	3,5	Dansk Statslån Udstedt 11. dec 1886	uamortisabelt ²	18,1
•	5	Dansk-Islandsk Fond 1918 Udstedt 20. maj 1919	uamortisabelt	1,0
I alt fast forrentede obligationslån				403.315,5

INDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 2007				Bilagstabel 7.1
ISIN-kode	Pålydende rente, pct.	Titel ¹	Sidste termin	Udestående beløb, mio.kr.
Skatkammerbeviser				
<i>Nulkuponobligationer</i>				
DK0009813032	0	Skatkammerbevis 2008 I Udstedt 1. maj 2007-	2. jun 2008	17.120,0
DK0009813115	0	Skatkammerbevis 2008 II Udstedt 1. dec 2007-	1. dec 2008	2.540,0
I alt skatkammerbeviser				19.660,0
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				423.175,5
Swap fra DKK til EUR (netto) ⁴				-13.262,1
Swap fra DKK til USD				-7.873,2
Indenlandsk gæld i alt				402.040,1

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

² Kan indfries af staten med 3 måneders varsel.

³ Staten har desuden et udestående på ca. 160 mio.kr. i udløbne, uindløste præmieobligationer.

⁴ Valutaswaps er fratrullet modsatrettede swaps.

UDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 2007				Bilagstabel 7.2
ISIN-kode/lånenr. ¹	Pålydende rente, pct.	Titel	Sidste termin	Udestående beløb, mio.kr. ²
DKK				
DK0009901407	3	1894 ³	Uamortisabelt	10,6
DK0009901670	3,5	1901 ³	Uamortisabelt	4,0
DK0009901753	3,5	1909 ³	Uamortisabelt	5,5
I alt DKK-lån				20,1
EUR				
•	4,625	1998/08 EUR-lån	04. sep 2008	3.541,9
DK0009921199	3,25	2003/08 EUR-lån	14. nov 2008	17.150,2
DK0009921512	3,125	2004/09 EUR-lån	15. okt 2009	15.025,0
DK0009921868	3,125	2005/10 EUR-lån	15. okt 2010	12.676,2
I alt EUR-lån				48.393,3
Overførte lån fra Hypotekbanken				
1074		1996/11 JPY-lån	19. sep 2011	26,9
•		1996/11 swap fra JPY		-26,9
•	var.	1996/11 swap til EUR		31,2
1075		1997/12 JPY-lån	13. mar 2012	22,4
•		1997/12 swap fra JPY		-22,4
•	var.	1997/12 swap til EUR		26,2
I alt overførte lån				57,4
Udenlandske lån i alt				48.470,8

¹ ISIN-koder anvendt i det omfang, de eksisterer. Hvis lån ikke har ISIN-kode anføres lånenummer.

² Det udestående beløb pr. 31. december 2007 er omregnet til DKK efter følgende kurser: EUR = 745,66, JPY = 4,4884, USD = 507,53. Det udestående beløb pr. 31. december 2007 for de tidligere nationale valutaer i euroområdet er omregnet til DKK via de fastlåste omregningskurser i forhold til EUR: DEM = 1,95583.

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

UDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 2007				Bilagstabel 7.2
Lånenr.	Pålydende rente, pct.	Titel	Sidste termin	Udestående beløb, mio.kr. ²
Swaps – EUR				
10004	var.	2001/08 swap fra DKK	08. okt 2008	351,1
10005	var.	2001/08 swap fra DKK	15. okt 2008	351,1
10008	var.	2001/08 swap fra DKK	12. nov 2008	400,4
10009	var.	2001/08 swap fra DKK	19. nov 2008	500,6
10011	var.	2002/09 swap fra DKK	08. jan 2009	401,0
10012	var.	2002/09 swap fra DKK	15. jan 2009	501,4
10013	var.	2002/09 swap fra DKK	28. jan 2009	501,8
10015	var.	2002/09 swap fra DKK	07. feb 2009	501,9
10016	var.	2002/09 swap fra DKK	19. mar 2009	501,7
10017	var.	2002/09 swap fra DKK	19. mar 2009	301,0
10018	var.	2002/09 swap fra DKK	18. mar 2009	501,7
10019	var.	2002/09 swap fra DKK	18. mar 2009	501,6
10020	var.	2002/09 swap fra DKK	20. jun 2009	501,5
10021	var.	2002/09 swap fra DKK	24. jun 2009	501,6
10022	var.	2002/09 swap fra DKK	02. jul 2009	1.003,8
10035	var.	2007/12 swap fra DKK	23. jan 2012	745,7
10036	var.	2007/12 swap fra DKK	31. jan 2012	745,7
10037	var.	2007/12 swap fra DKK	12. feb 2012	745,7
10038	var.	2007/12 swap fra DKK	21. feb 2012	745,7
10039	var.	2007/12 swap fra DKK	15. mar 2012	745,7
10040	var.	2007/12 swap fra DKK	30. mar 2012	745,7
10041	var.	2007/12 swap fra DKK	27. apr 2012	745,7
10042	var.	2007/12 swap fra DKK	25. maj 2012	745,7
I alt EUR				13.287,3
Swaps – USD				
20001	4,164	2004/16 swap fra DKK	30. jun 2016	177,7
20002	4,164	2004/16 swap fra DKK	30. jun 2016	177,9
20003	4,355	2005/17 swap fra DKK	28. jan 2017	190,5
20004	4,4875	2005/17 swap fra DKK	10. feb 2017	321,8
20005	4,497	2005/17 swap fra DKK	11. aug 2017	325,0
20006	4,66	2005/17 swap fra DKK	20. okt 2017	325,0
20007	4,7925	2005/17 swap fra DKK	15. dec 2017	346,6
20008	4,855	2006/17 swap fra DKK	16. nov 2017	361,7
20009	5,06	2006/18 swap fra DKK	12. apr 2018	363,9
20012	5,27	2006/18 swap fra DKK	28. aug 2018	574,0
20013	4,755	2006/18 swap fra DKK	10. nov 2018	574,0
20014	4,73875	2007/19 swap fra DKK	10. jan 2019	600,1
20015	4,671	2007/19 swap fra DKK	26. mar 2019	600,1
20016	5,1225	2007/19 swap fra DKK	15. jun 2019	630,4
20017	5,164	2007/19 swap fra DKK	05. sep 2019	657,8
20018	5,3875	2007/19 swap fra DKK	14. nov 2019	657,8
I alt USD				6.884,2
Udenlandsk gæld i alt				68.642,2

STATENS RENTESWAPS PR. 31. DECEMBER 2007

Bilagstabel 8

Udløbsår	Krone-renteswaps	Euro-renteswaps	
	Hovedstol i mio.kr.	Hovedstol, mio.euro	Hovedstol, mio.kr. ¹
2008	800	50	373
2009	12.550	0	0
2010	14.600	175	1.305
2011	11.950	150	1.118
2012	0	4.235	31.579
2013	4.400	810	6.040
2014	8.500	0	0
2015	1.800	1.500	11.185
2016	10.800	575	4.288
2017	0	175	1.305
I alt renteswaps	65.400	7.670	57.192

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: EUR = 745,66.

RATING AF DEN DANSKE STATSGÆLD I INDENLANDSK VALUTA		Bilagstabel 9.1
	Moody's	Standard & Poor's
1986, jul	Aaa	
1992, jul		AAA
Aktuel rating	Aaa	AAA

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

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

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

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

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

RATING AF DEN DANSKE STATSGÆLD I FREMMED VALUTA		Bilagstabel 9.2
	Moody's	Standard & Poor's
1981, mar		AAA
1983, jan		AA+
1985, apr	Aa	
1986, aug	Aa1	
1987, mar		AA
1991, okt		AA+
1999, aug	Aaa	
2001, feb		AAA
Aktuel rating	Aaa	AAA

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

RATING AF UDVALGTE LANDES STATSGÆLD, JANUAR 2008

Bilagstabel 10

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

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

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

Ordliste over finansielle begreber

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

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* tillagt afdrag på indenlandsk og udenlandsk gæld, statslige fondes nettoobligationskøb samt statens valutaswapbetalinger. Se også *lånebehov*.

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.

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.

Dirty price

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

Diskonto

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

Effektiv rente

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

Eksponering

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

Elektronisk handel

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

Emission

Udstedelse af statspapirer.

Emissionskurstab/-gevinst

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

Euribor (Euro Interbank Offered Rate)

Den rentesats, hvortil et pengeinstitut på euro-interbank-markedet er villigt til at foretage pengemarkedsudlån i euro til et andet kreditværdigt pengeinstitut. 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 mulighed for at førtidsindfri 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).

Lånebehov

Den forventede udstedelse af statspapirer.

Markedsrisiko

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

Market maker

En værdipapirhandler, som løbende stiller forpligtende købs- og salgspriser (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 låneviftepapirer

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

Primært marked

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

Rating

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

Rentespænd

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

Rentestruktur

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

Risikofri rente

Den risikofrie rente er den rente, som man kan få i markedet uden at påtage sig risiko. Som risikofri rente anvendes ofte renten på kortere, likvide statsobligationer med høj kreditrating eller renten på skatkammerbeviser. 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, Finansieringsfonden, Forebyggelsesfonden og indeståendet på statens konto i Danmarks Nationalbank.

Strategiske benchmark

Pejlemærker for udstedelse og likviditet samt renteeksponering som anvendes i implementeringen af den danske statsgældsstrategi. Fx fastlægges strategiske benchmark for udeståendet i statens *primære låneviftepapirer* og for statsgældens *varighed*.

Stående lån

Lån, der ikke afdrages – kun forrentes – i låneperioden. 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.

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 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 (terminkurs).

Uamortisabelt lån

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

Usikret rente

Rente, der betales på obligationer og låneaftaler, der indeholder kredit-risiko. 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.