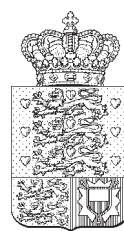




Danmarks Nationalbank

Statens låntagning og gæld





Danmarks
Nationalbank

Statens låntagning
og gæld

1998

STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD 1998

Tryk: Schultz Grafisk

ISSN: 0902-6681

Danmarks Nationalbank

Havnegade 5

1093 København K

Telefon: 33 63 63 63

Telefax: 33 63 71 15

Internet: www.nationalbanken.dk

Redaktionel note:

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

Redaktionen er afsluttet den 5. februar 1999.

Indhold

Forord	7
BERETNINGSKAPITLER	
1. HOVEDPRINCIPPER FOR STATENS LÅNTAGNING	
1.1 Sammenfatning	9
1.2 Statsgældsforvaltningen	10
1.3 Statens indenlandske og udenlandske låntagning	11
1.4 Styring af risiko på statsgælden	16
2. INDENLANDSK LÅNTAGNING	
2.1 Sammenfatning	25
2.2 Obligationsmarkederne og renteutviklingen i 1998	25
2.3 Salget af statspapirer i 1998	27
2.4 Statsgældsinstrumenter i 1998	30
2.5 Rente- og refinansieringsrisiko	37
2.6 Ejerfordeling for statspapirer	40
2.7 Statsgældspolitikken i 1999	41
3. UDENLANDSK LÅNTAGNING	
3.1 Sammenfatning	43
3.2 Låntagningen i 1998	43
3.3 Mellem- og langfristet låntagning	44
3.4 Kortfristet låntagning	46
3.5 Statens rating	47
3.6 Rente- og refinansieringsrisiko	47
3.7 Valutafordelingen af den udenlandske statsgæld	49
3.8 ØMU-forberedelser	50
3.9 Låntagningen i 1999	52
3.10 De statsgaranterede enheders låntagning	53
4. SAMSTYRINGEN AF STATENS OG NATIONALBANKENS VALUTAMÆSSIGE MELLEMLØB	
4.1 Sammenfatning	55
4.2 Baggrund for samstyringen	55
4.3 Samstyringen i 1998	56
4.4 Neutralfordelingens performance	58
4.5 Nationalbankens performance	59

5.	STATSGÆLDEN	
5.1	Sammenfatning	61
5.2	Statsgæld og renteudgifter	61
5.3	Den offentlige sektors bruttogæld – ØMU-gæld	64
6.	DEN SOCIALE PENSIONS FOND	
6.1	Sammenfatning	67
6.2	Baggrund	67
6.3	Forvaltning af fonden og placeringspolitik	67
6.4	Fondens løbende betalinger og beholdning	68
SPECIALKAPITLER		
7.	STATSGÆLDSPOLITIK I INTERNATIONALT PERSPEKTIV	
7.1	Sammenfatning	71
7.2	Baggrund	71
7.3	Målsætninger for statsgældspolitikken	73
7.4	Organisatorisk opbygning	74
7.5	Gældssammensætning	75
7.6	Udenlandsk ejerandel af indenlandsk statsgæld	76
7.7	Instrumenter i statsgældspolitikken	77
7.8	Udstedelsesmetoder	80
7.9	Risikostyring	81
7.10	Afslutning	83
8.	INDENLANDSKE RENTESWAPS	
8.1	Sammenfatning	85
8.2	Fleksibilitet i statsgældspolitikken	85
8.3	Renteswaps	86
8.4	Statens overvejelser om indgåelse af renteswaps	91
8.5	Det danske marked for renteswaps	96
	Appendiks 8.A	99
9.	KREDITRISIKOEN PÅ STATENS SWAPPORTEFØLJE	
9.1	Sammenfatning	103
9.2	Krediteksponeringen ved udgangen af 1998	103
9.3	Følsomhed over for markedsbevægelser	106
9.4	Principper for kreditstyring af swapporteføljen	108
9.5	Metoder til nedbringelse af krediteksponering	115

BILAGSTABELLER

1.	Statsgælden 1988-98	122
2.	Statens indenlandske lånoptagelse i 1998	124
3.	Statens udenlandske lånoptagelse i 1998	126
4.	Indenlandske renteswaps, udenlandske porteføljeswaps og terminsforretninger	128
5.	Indenlandske statslån per 31. december 1998	129
6.	Udenlandske statslån per 31. december 1998	131
7.	Renter og afdrag på statens indenlandske gæld, ultimo 1998	142
8.	Renter og afdrag på statens udenlandske gæld, ultimo 1998	143
9.	Rating af den danske statsgæld	144
10.	Rating af udvalgte landes statsgæld	145
	Ordlister over finansielle begreber	147

Forord

Nationalbanken udarbejder publikationen STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD som led i forvaltningen af statens gæld. Publikationen beskriver udviklingen i det forløbne år, og der redegøres for forhold af betydning for låntagningen.

Tidligere har Nationalbanken som led i statsgældsforvaltningen udgivet to publikationer på engelsk, DANISH GOVERNMENT SECURITIES og DATA ON DANISH PUBLIC FOREIGN BORROWING. Disse publikationer er afløst af en engelsk oversættelse af STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD. Yderligere oplysninger om statsgældsadministrationen og det løbende salg af statspapirer mv. findes på Nationalbankens websted med adressen www.nationalbanken.dk.

STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD 1998 er opdelt i to hoveddele: En beretningsdel, der redegør for principperne bag låntagningen samt udviklingen i låntagningen og gælden i det forløbne år, og en specialdel, der går i dybden med særlige emner.

Beretningsdelen omfatter de første seks kapitler. Hovedprincipperne for statens indenlandske og udenlandske låntagning beskrives i kapitel 1. Den indenlandske låntagning beskrives i kapitel 2 og den udenlandske låntagning i kapitel 3. Den valutamæssige samstyring af statens og Nationalbankens valutamellemværender behandles i kapitel 4. I kapitel 5 gives en overordnet redegørelse for sammensætningen af statens gæld. Kapitel 6 beskriver forvaltningen af aktiverne i Den Sociale Pensionsfond.

Specialdelen omfatter kapitel 7 til kapitel 9. I kapitel 7 anskues statsgældspolitikken i et internationalt perspektiv. Kapitel 8 omhandler markedet for renteswap i danske kroner og statens aktiviteter på dette marked. Styringen af kreditrisikoen på statens swapportefølje behandles i kapitel 9.

KAPITEL 1

Hovedprincipper for statens låntagning

SAMMENFATNING**1.1**

Det overordnede mål for statsgældspolitikken er at opnå så lave langsigtede låneomkostninger som muligt. Det indebærer en hensyntagen til de risici, der er forbundet med gælden.

Forvaltningen af statsgælden foregår i Nationalbanken, der varetager de administrative opgaver i forbindelse med statsgældsforvaltningen.

Staten optager lån i såvel kroner som i fremmed valuta. Fordelingen mellem indenlandsk låntagning i kroner og udenlandsk låntagning i valuta fastlægges af den såkaldte norm. Efter normen skal statens løbende finansieringsbehov dækkes gennem indenlandsk lånoptagelse. Udenlandsk lånoptagelse gennemføres, hvis der er behov for at styrke valutareserven og for at refinansiere afdrag på statens gæld i udlandet.

Indenlandsk låntagning sker via handelssystemerne på Københavns Fondsbørs. Der opbygges likvide statspapirer i det lange (ca. 10 år), mellemlange (ca. 5 år) og korte (2-3 år) segment. Herudover udstedes kortløbende skatkammerbeviser. Udstedelsesstrategien sigter mod at opnå lave låneomkostninger gennem opnåelse af likviditetspræmier.

Den udenlandske låntagning foregår overvejende ved at optage små fordelagtige lån. Låneomkostningerne søges minimeret ved at udnytte de særligt attraktive lånevilkår, der opstår i bestemte markeder fra tid til anden.

Staten påtager sig gennem gældsoptagelsen rente-, valuta- og kreditrisiko. Renterisikoen på statsgælden opgøres og styres ved brug af forskellige risikomål. Gældens varighed, afdragsprofil og Cost-at-Risk niveau supplerer hinanden som mål for renterisikoen på gælden. Statens valutakursrisiko styres sammen med valutakursrisikoen på Nationalbankens valutareserve således, at det er nettovalutapositionen, der styres. Kreditrisikoen begrænses ved kun at handle med modparter, som har en rating over et vist niveau, og inden for fastsatte lines. Kreditrisikoen søges yderligere begrænset gennem krav om anvendelse af sikkerhedsstillelse.

Det overordnede mål for statsgældspolitikken er at opnå så lave langsigtede låneomkostninger som muligt. Dette indebærer en hensyntagen til de risici, der er forbundet med gælden.

Det lovmæssige grundlag for statens låntagning findes i lov om bemyndigelse til optagelse af statslån. Loven giver finansministeren adgang til at optage lån på vegne af staten inden for et gældsmaksimum på 950 mia.kr., der angiver overgrænsen for den samlede indenlandske og udenlandske gæld. Ved udgangen af 1998 udestod der lån for knap 745 mia.kr. opgjort til nominel værdi.

I 1991 blev der aftalt en arbejdsdeling mellem Finansministeriet og Nationalbanken, hvorefter Nationalbanken varetager forvaltningen af statsgælden.

Den overordnede strategi for statens låntagning fastlægges ved kvartalsvise møder mellem Finansministeriet, Økonomiministeriet og Nationalbanken. Strategien fastlægges på basis af oplæg fra Nationalbanken. Nationalbanken varetager den løbende låntagning og administration af gældsporteføljen i henhold til den besluttede og af Finansministeriet godkendte strategi.

I Nationalbanken varetages administrationen af statsgælden i et samarbejde mellem tre af bankens afdelinger: Kapitalmarkedsafdelingen, handelsafdelingen og regnskabsafdelingen.

Kapitalmarkedsafdelingen udstikker de overordnede rammer for lån-optagelsen og udarbejder analyser og forslag til strategier vedrørende indenlandske og udenlandske statslån. Handelsafdelingen varetager den praktiske forvaltning af gælden gennem salg af obligationer, optagelse af lån og indgåelse af swaps. Regnskabsafdelingen sikrer afvikling og

MÅLSÆTNINGER FOR STATSGÆLDSPOLITIKKEN

Boks 1.1

Målsætninger for statsgældspolitikken kan findes i bemærkningerne til forslag til lov om bemyndigelse til optagelse af statslån. Loven blev vedtaget af Folketinget den 22. december 1993.

Det overordnede mål for statsgældspolitikken er at opnå så lave langsigtede låneomkostninger som muligt.

Hvis det er muligt uden på længere sigt at øge låneomkostningerne, skal statsgældspolitikken tilrettelægges, så der tages hensyn til den overordnede interesse i opbygning af et velfungerende og effektivt kapitalmarked i Danmark. Hertil kommer, at låntagningen skal tilrettelægges for at lette statens adgang til lånemarkederne på længere sigt.

bogføring af transaktioner vedrørende statsgælden. Nationalbankens revision yder assistance til Rigsrevisionen vedrørende revision af statsgældsforvaltningen og af Den Sociale Pensionsfond.

STATENS INDENLANDSKE OG UDENLANDSKE LÅNTAGNING

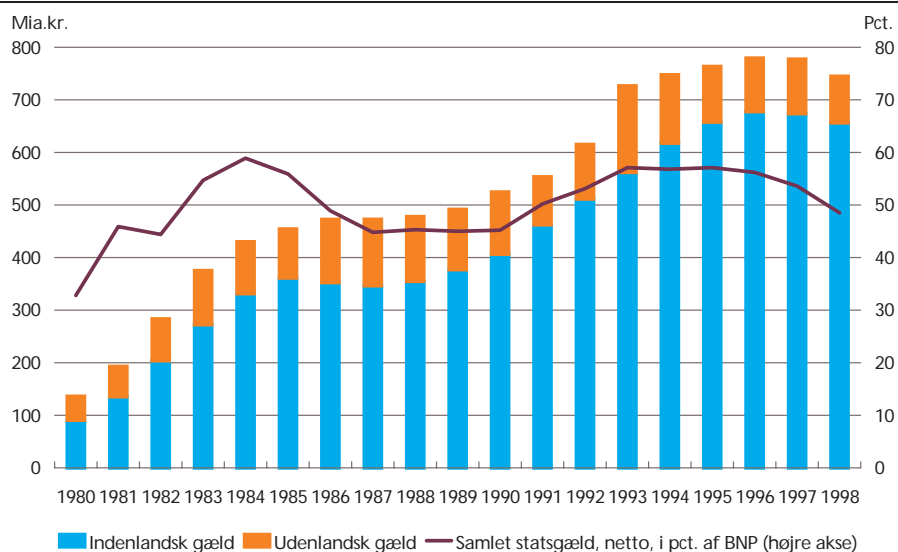
1.3

I 1998 solgte staten obligationer og statsgældsbeviser for 78,7 mia.kr. på Københavns Fondsbørs og optog lån i udlandet for 15,8 mia.kr. Den danske statsgæld var på 567 mia.kr. ved udgangen af 1998, når der tages hensyn til aktiverne i Den Sociale Pensionsfond og indeståendet på statens konto i Nationalbanken. Den offentlige sektors bruttogæld (ØMU-gælden) udgjorde 657 mia.kr. ved udgangen af 1998.¹ Statens indenlandske og udenlandske låntagning i 1998 behandles nærmere i kapitel 2 og 3, mens statsgældens sammensætning fremgår af kapitel 5.

Fordelingen mellem statens indenlandske og udenlandske låntagning styres af den såkaldte norm for statspapirsalget. Der er fastlagt en norm for både den indenlandske og den udenlandske låntagning.

STATSGÆLDEN 1980-98

Figur 1.3.1



Anm.: Den samlede statsgæld, netto, i pct. af BNP er opgjort under hensyntagen til aktiverne i Den Sociale Pensionsfond og indeståendet på statens konto i Nationalbanken. Opgørelsen svarer dermed ikke til den offentlige sektors bruttogæld (ØMU-gælden).

¹ ØMU-gælden opgøres for den samlede offentlig sektor, dvs. såvel statens som amters og kommuners gæld. Gælden opgøres brutto. Det er dog muligt at fratække den offentlige sektors fordringer på sig selv. Således fratækkes beholdningen af statspapirer i Den Sociale Pensionsfond og de sociale фонде i opgørelsen, jf. afsnit 5.3.

Normen for indenlandsk og udenlandsk låntagning

For at sikre adskillelsen af finanspolitik og pengepolitik er der fastlagt en norm for omfanget af indenlandsk og udenlandsk låntagning, jf. boks 1.2. Der er en lang tradition i Danmark for at sikre arbejdsdelingen på denne vis.

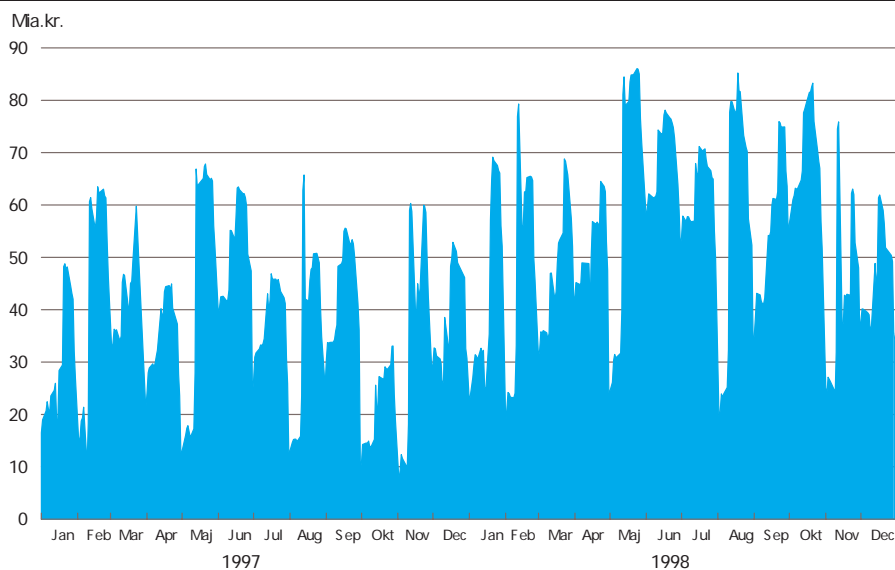
Den indenlandske norm fastlægger, at den indenlandske låntagning skal dække statens finansieringsbehov i kroner inkl. afdrag på den indenlandske statsgæld. Den udenlandske norm fastlægger, at der skal optages udenlandske lån for at refinansiere afdrag på udlandsgælden. Størrelsen af udlandsgælden er fastlagt under hensyntagen til valutareserven samt det gennemsnitlige indestående på statens konto i Nationalbanken. Den udenlandske norm kan fraviges, hvis der er behov for at styrke valutareserven.

Den indenlandske norm skal være opfyldt for året som helhed. Inden for året bliver der ved tilrettelæggelsen af det indenlandske statspapirsalg taget hensyn til vilkårene på lånemarkederne samt indeståendet på statens konto. Som det fremgår af figur 1.3.2, er der store daglige udsving i indeståendet på statens konto. Som følge af de ganske betydelige daglige variationer i finansieringsbehovet kan udsving ikke undgås. I forbindelse med en omlægning af momsindbetalingerne per 1. april 1999 vil udsvingene blive reduceret i forhold til tidligere.

I praksis forekommer der mindre afvigelser mellem årets samlede indenlandske bruttofinansieringsbehov og det faktiske salg af indenland-

INDESTÅENDE PÅ STATENS KONTO I NATIONALBANKEN

Figur 1.3.2



Omfanget af statens låntagning er fastlagt ved normen for den statslige låntagning. Normen er fastlagt i en aftale mellem regeringen og Nationalbanken. Seneste udgave af aftalen er fra 1993, men en fast norm for salg af indenlandske statspapirer i kroner har dannet grundlag for pengepolitikken de sidste godt 15 år.

Aftalen består af to dele, en norm for den indenlandske låntagning og en norm for den udenlandske låntagning.

Normen for den indenlandske låntagning fastsætter, at salget af indenlandske statspapirer i kroner for året som helhed skal svare til statens samlede finansieringsbehov (bruttokasseunderskuddet) fratrukket afdrag på den udenlandske statsgæld.

Den indenlandske norm sikrer, at statens indenlandske betalinger ikke påvirker den indenlandske likviditet (pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken). Den indenlandske norm udgør således et vigtigt element i skillelinjen mellem finanspolitik på den ene side og pengepolitik på den anden.

Den faste norm for indenlandsk låntagning er kombineret med, at Nationalbanken opkøber valuta i markedet til dækning af statens løbende valutaudgifter, herunder statens rentebetalinger på den udenlandske statsgæld. Dette er en forudsætning for, at statens betalinger er likviditetsmæssigt neutrale. Der sælges ganske vist flere indenlandske obligationer end svarende til statens indenlandske underskud, men denne likviditetsinddragelse modvirkes af, at Nationalbanken opkøber valuta i markedet til statens løbende udlandsbetalinger.

Den indenlandske norm skal være opfyldt for året som helhed. Inden for året kan der ved tilrettelæggelsen af det indenlandske statspapirsalg tages hensyn til situationen på lånemarkederne og til indeståendet på statens konto i Nationalbanken. Statens konto i Nationalbanken må på intet tidspunkt være i overtræk, jf. Maastrichttraktatens artikel 104, der forbyder monetær finansiering.

Normen for den udenlandske låntagning fastsætter, at statens afdrag på udenlandsk statsgæld, herunder opkøb og førtidsindfrielse, normalt refinansieres ved udenlandsk låntagning.

Den udenlandske norm indebærer sammen med den indenlandske norm, at statens udenlandske betalinger ikke påvirker størrelsen af valutareserven.

Statens udenlandske låntagning er begrundet i hensynet til opretholdelse af en passende valutareserve. Der kan opstå situationer, hvor der er behov for væsentlige valutabeløb til intervention, eller hvor valutatilgangen er så stor, at valutareserven vokser mere end nødvendigt. Normen for den udenlandske låntagning fraviges i sådanne situationer. Hvis valutareserven falder mere end ønskeligt, vil staten optage lån i udlandet. Låneprovenuet i valuta overlades til Nationalbanken, og indeståendet på statens konto i Nationalbanken forøges med modværdien i kroner. Hvis valutareserven vokser mere, end det anses for nødvendigt, kan den udenlandske norm reduceres, såfremt indeståendet på statens konto giver mulighed herfor.

Det indenlandske bruttofinansieringsbehov opgøres som:

- Indbetalinger til staten
- + Udbetalinger fra staten
- = (+) *Nettofinansieringsbehov* / (-) *Nettoplaceringsbehov*
- + Ordinære afdrag på den indenlandske statsgæld
- + Opkøb af indenlandske statspapirer med udløb i kommende år
- + DSP's nettoobligationskøb til kursværdi
- = *Indenlandsk bruttofinansieringsbehov*

I udbetalinger fra staten indgår kroneværdien af statens løbende valutaudgifter i form af renter og overførsler, men ikke valutakursreguleringerne af gælden.

Indfrielse og opkøb af skatkammerbeviser indgår ikke i opgørelsen af bruttofinansieringsbehovet. Salget af skatkammerbeviser opgøres netto dvs. bruttosalget fratrækkes indfrielse og opkøb. Salgsbehovet for året i statsobligationer og statsgældsbeviser fremkommer som det indenlandske bruttofinansieringsbehov tillagt netto-salget af skatkammerbeviser.

I løbet af året tilrettelægges statspapirsalget efter de skøn over bruttofinansieringsbehovet, der offentliggøres i Finansministeriets budgetoversigter. Skønnene for statens ind- og udbetalinger kan afvige fra det faktiske finansieringsbehov. Derfor fastlægges salget op til årsskiftet ud fra Nationalbankens opgørelser af statens påvirkning af pengeinstitutternes nettostilling. Opgørelsen danner også grundlag for overholdelsen af normen for den indenlandske låntagning, jf. beskrivelsen i boks 1.2.

Nationalbankens skøn over månedsfordelingen af statens betalinger findes på www.nationalbanken.dk under hovedrubrikken "renter og kurser".

ske statspapirer. Afvigelse skyldes primært, at bruttofinansieringsbehovet først kendes ved årets udgang, dvs. efter at statspapirsalget er ophørt. Boks 1.3 beskriver opgørelsen af bruttofinansieringsbehovet.

Strategi for lånoptagelse på det indenlandske og de udenlandske markeder

Der er betydelig forskel i den måde, staten optager lån på i Danmark og i udlandet. På det indenlandske marked er staten en dominerende aktør. På de udenlandske markeder er den danske stat en lille låntager blandt mange andre, der kan agere uden at påvirke markedsvilkårene.

Den indenlandske lånoptagelse foregår gennem handelssystemerne på Københavns Fondsbørs A/S. Der udstedes løbende obligationer gennem tapsalg i en række statspapirer (låneviften).

Låneomkostningerne søges minimeret gennem en hurtig opbygning af et begrænset antal obligationsserier (benchmarkpapirer) til en forholdsvis stor størrelse i de internationalt set vigtigste løbetidssegmenter. Der udstedes benchmarkpapirer i det korte (2-3 år), mellemlange (ca. 5 år) og lange (ca. 10 år) segment af markedet. Herudover udstedes kortløbende skatkammerbeviser. Slagvarerne i låneviften udgøres således af et relativt lille antal internationalt konforme obligationsserier.

Bag denne strategi ligger opfattelsen af, at de betydende investorgrupper er villige til at betale en merpris for benchmarkudstedelser efter international standard, der kan omsættes uden væsentlige kurspåvirkninger. Hermed opnår staten en likviditetspræmie, der medfører lavere rente, end hvis udstedelsen foregik i mindre likvide serier. Likviditetspræmien på danske statspapirer er beskrevet i kapitel 8 i STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD 1997.

Da låneviften dækker forskellige løbetidssegmenter, reduceres risikoen på gælden ved at sprede afdragene over en årrække. Hertil kommer, at det med forskellige løbetidssegmenter i låneviften er muligt at tage hensyn til markedsforholdene i de enkelte segmenter. Er renterne i det korte segment særligt høje, fx som følge af forbigående uro, kan udstedelserne flyttes til markedssegmenter, der ikke er påvirket af de særlige forhold.

Den udenlandske lånoptagelse foregår primært gennem optagelse af små fordelagtige lån for "Kingdom of Denmark", der er den danske stats navn på de internationale lånemarkeder. Med et begrænset udenlandsk lånebehov kan staten afvente attraktive lånemuligheder i markedet, før der optages lån. Det er i denne forbindelse afgørende for de lånevilkår, staten får tilbudt i såvel indlandet som udlandet, at "Kingdom of Denmark" er en meget kreditværdig låntager.

Valutafordelingen af statens udenlandske lån vil efter den 1. januar 1999 overvejende være i euro. Det er dog ikke afgørende, i hvilken valuta en attraktiv lånemulighed viser sig. Lånevilkårene kan ændres ved at knytte en swap til transaktionen, så der i sidste ende opnås et lån i euro. Ofte er det attraktive vilkår på swapmarkedet, der gør lånoptagelse på et bestemt marked fordelagtig. Ved vurderingen af lånevilkårene skal det tages i betragtning, at det er forbundet med en kreditrisiko for staten at indgå swaps.

De fleste lån er i de senere år optaget som fast forrentede stående lån. Der er således en tendens til, at der i statens udenlandske låntagning benyttes mere simple lånestrukturer end tidligere. Målet er at reducere risikoen ved lånoptagelsen.

I de tilfælde, hvor der af hensyn til valutareserven eller indeståendet på statens konto hurtigt skal lånes beløb i fremmed valuta, har staten mulighed for at udstede gældsbeviser med kort løbetid i form af commercial papers (CP). CP-programmerne kan om nødvendigt også anvendes som mellemfinansiering, hvis der i forbindelse med forfald af et gammelt lån går lidt tid, før et nyt kan optages. CP-programmerne kan aktiveres med kort varsel til at optage lån med løbetider på typisk mellem en uge og op til en måned.

STYRING AF RISIKO PÅ STATSGÆLDEN

1.4

Staten løber på linje med andre låntagere en række risici på gælden. Der er tale om markedsrisici i form af rente- og valutakursrisiko samt kreditrisiko. Hertil kommer andre risici, der er knyttet til fx risiko for fejl ved egen eller modparters administration af gælden.

Renterisiko

Omkostningerne på gælden afhænger af den fremtidige renteutvikling. For staten er renterisikoen den risiko, der er forbundet med, at finansieringsbehovet skal dækkes ved låntagning på fremtidige tidspunkter, hvor markedsrenterne ikke er kendte. Typisk vil en gæld med kort løbetid medføre en højere renterisiko end en længere løbende gæld.

Som det fremgår af figur 1.4.1, udgør renteudgifterne på statsgælden en ganske stor andel af de statslige udgifter. Udsving i renteomkostninger påvirker således det finanspolitiske råderum. I denne forbindelse er det både det langsigtede niveau for renteomkostningerne og år-til-år udsving, der kan have betydning.

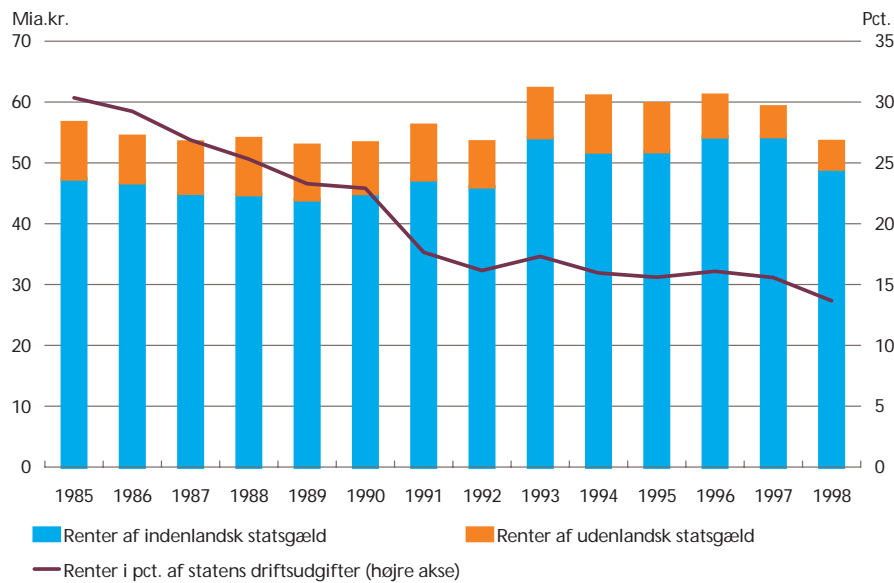
Renterisikoen kan deles op i en generel og en specifik risiko. Den specifikke risiko benævnes også refinansieringsrisiko. Den generelle renterisiko dækker over den risiko, der er forbundet med usikkerhed om de fremtidige markedsrenter. Refinansieringsrisikoen er risikoen for, at statens låneomkostninger stiger i forhold til de almindelige markedsrenter.

Renterisikoen opgøres ved hjælp af 3 forskellige mål: varigheden, stabilitet i afdragsprofilen og Cost-at-Risk (CaR), jf. kapitel 7 i STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD 1997. Varigheden og stabilitet i afdragsprofilen anvendes som mål for renterisikoen på både indenlandsk og udenlandsk gæld, mens CaR indtil videre kun anvendes i relation til indenlandsk gæld.

Varighed, afdragsprofil og CaR belyser på hver deres måde forskellige aspekter af statens eksponering over for ændringer i renterne, jf. boks 1.4. Målene anvendes som supplement til hinanden, når rammerne for statens renterisiko fastlægges.

RENTER PÅ STATSGÆLDEN 1985-98

Figur 1.4.1



Anm.: Renter i pct. af statens driftsudgifter er for 1998 baseret på skøn, jf. Finansministeriets Budgetoversigt 3, december 1998.

Renterisikoen styres af et *varighedsbånd*, inden for hvilket varigheden skal holdes. Der er fastlagt varighedsbånd for såvel den indenlandske som den udenlandske gæld. For den indenlandske gæld ligger båndet på 4 år \pm 0,5 år. For den udenlandske gæld ligger båndet på 2,5 år \pm 0,5 år. Ved udgangen af 1998 lå varigheden på den indenlandske og udenlandske gæld på henholdsvis 4,4 og 2,0 år. Gældens samlede varighed var 4,1 år, jf. tabel 1.4.1.

Ved styringen af renterisikoen tages hensyn til varigheden for den samlede gæld. Det kan således være formålstjenligt at gennemføre et ønske om en tilpasning i varigheden på den samlede gæld gennem ændringer i varigheden på enten den indenlandske eller den udenlandske gæld. Der arbejdes på at inddrage statens aktiver i form af statens konto i Nationalbanken og Den Sociale Pensionsfond i varighedsstyringen. Ved

STATSGÆLDENS VARIGHED

Tabel 1.4.1

År	Ultimo 1998
Indenlandsk gæld	4,4
Udenlandsk gæld	2,0
Varighed i alt	4,1

Anm.: Varighed er additiv, hvorfor gældens samlede varighed er opgjort som den vægtede sum af de enkelte dele.

Renterisikoen på statens gæld opgøres ved hjælp af tre forskellige risikomål: gældens varighed, stabilitet i afdragsprofil og størrelsen af Cost-at-Risk.

Varigheden på statsgælden opgøres som en Macaulay-varighed (V_{Mac}). Denne defineres som:

$$V_{Mac}(s, i_s) = \sum_t (t - s) \frac{C_t (1 + i_s)^{-(t-s)}}{\sum_u C_u (1 + i_s)^{-(u-s)}}$$

hvor s er i dag, i_s er en diskonteringsrente, og t er tidspunktet for den fremtidige betaling C_t , jf. STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD 1996, kapitel 6.

Varighed angiver den gennemsnitlige rentebindingstid på gælden. Jo længere varighed, jo længere tid vil der gå, før gælden tilpasser sig det aktuelle renteniveau. Længere varighed giver dermed lavere risiko på gælden, da der i gennemsnit er mindre dele af statsgælden, som bliver tilpasset det aktuelle renteniveau. Lang varighed indebærer dermed typisk en lav variation i de årlige renteomkostninger på statsgælden.

Varigheden er et gennemsnitligt mål for renterisiko, der ikke siger noget om spredningen i betalingerne på gælden. En varighed på 4 år kan både opnås ved et enkelt lån med 4 års varighed og ved en kombination af fx 75 pct. af gælden i lån med 2 års varighed og 25 pct. i papirer med 10 års varighed. Varigheden er dermed ikke som udgangspunkt noget godt mål for refinansieringsrisikoen på gælden.

En *stabil afdragsprofil* mindsker risikoen for, at rentetilpasningen på gælden vil komme til at foregå i en periode med særligt høje renter. Det har derfor betydning for renterisikoen, hvordan afdragene er fordelt. Refinansieringsrisikoen måles ved fordelingen af de fremtidige afdrag på gælden. Jo mere jævnt fordelt afdragsprofilen for gælden er, jo lavere er refinansieringsrisikoen.

Som supplement til varighed og afdragsprofil anvendes et *Cost-at-Risk (CaR)* mål til at opgøre renterisikoen på gælden. Absolut CaR opgøres for den indenlandske statsgæld som den maksimale renteomkostning, der kan forventes med 95 pct. sandsynlighed. Relativ CaR opgøres som forskellen mellem absolut CaR og de gennemsnitlige renteomkostninger. Relativ CaR er således et mål for den maksimale stigning i renteomkostningerne, der kan forventes med 95 pct. sandsynlighed.

CaR beregnes i en model, hvor input er fremtidig udvikling i finansieringsbehov, fordeling af låntagning på løbetider og markedsrenter. CaR er således ikke et objektive risikomål. Resultaterne afhænger af modelspecifikationen og de forudsætninger om fx renternes volatilitet og tidshorizonten, der benyttes i modellen.

CaR-begrebet er udviklet i Nationalbanken. En nærmere gennemgang af CaR findes i kapitel 7 i STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD 1997. Kapitlet er i bearbejdet udgave oversat til engelsk og findes på www.nationalbanken.dk.

at inddrage disse aktiver opnås et mere retvisende billede af statsgældens eksponering over for renteændringer.

Refinansieringsrisikoen styres for såvel den indenlandske som den udenlandske gæld ved at sikre, at *afdragsprofilen* er fastlagt, så en fast andel af gælden afdrages hvert år. Dette mål opnås på forskellig vis for den indenlandske og den udenlandske gæld afspejlende de forskellige udstedelsesstrategier.

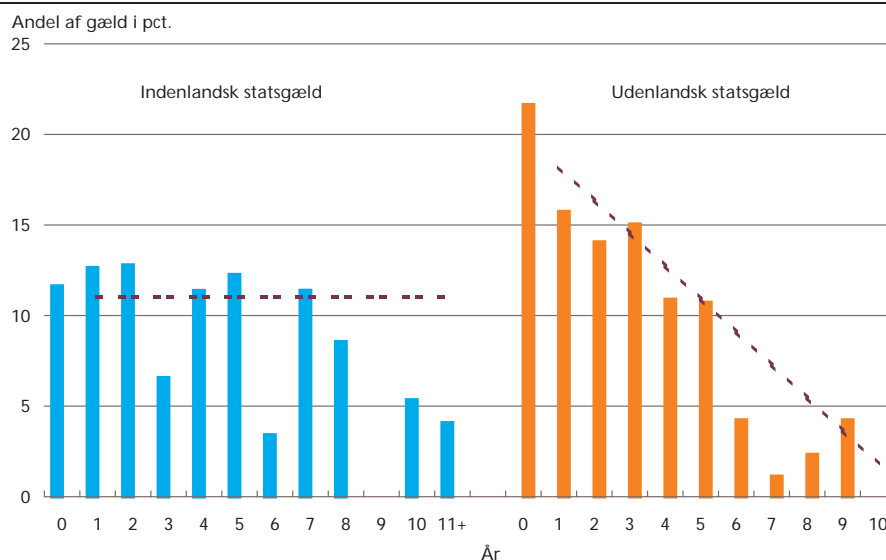
På den indenlandske gæld anvendes et sigtepunkt for den maksimale størrelse af afdrag i de enkelte år. Som følge af ønsket om opbygning af likvide benchmarkserier også i de længere løbetidssegmenter foretages løbende låntagning op til sigtepunktet i de relevante segmenter af kurven, jf. figur 1.4.2. Over tid fyldes op med udstedelser i de løbetider, hvor der er plads.

Der er også mulighed for at begrænse refinansieringsrisikoen på anden vis end gennem udstedelsesaktiviteten. Således gennemføres opkøb af statspapirer før udløb for at begrænse refinansieringsrisikoen inden for et år eller mellem år.

På den udenlandske statsgæld styres efter et sigtepunkt for gældens afdragsprofil, der er faldende med restløbetiden, jf. STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD 1996, kapitel 7. Sigtepunktet for afdragsprofilen er fastlagt, så de lån, der forfalder i et givet år (år "0" i figur 1.4.2), søges refinansieret ved at udstede i de løbetidssegmenter op til 10 år, hvor der ved årets

AFDRAGSPROFIL OG SIGTEPUNKT FOR DEN INDENLANDSKE OG DEN UDENLANDSKE STATSGÆLD, ULTIMO 1998

Figur 1.4.2



indgang er luft op til rammen. Fastlæggelsen af sigtepunktet afspejler, at det ikke på forhånd er muligt at afgøre, i hvilke løbetidssegmenter attraktive lånetilbud vil fremkomme.

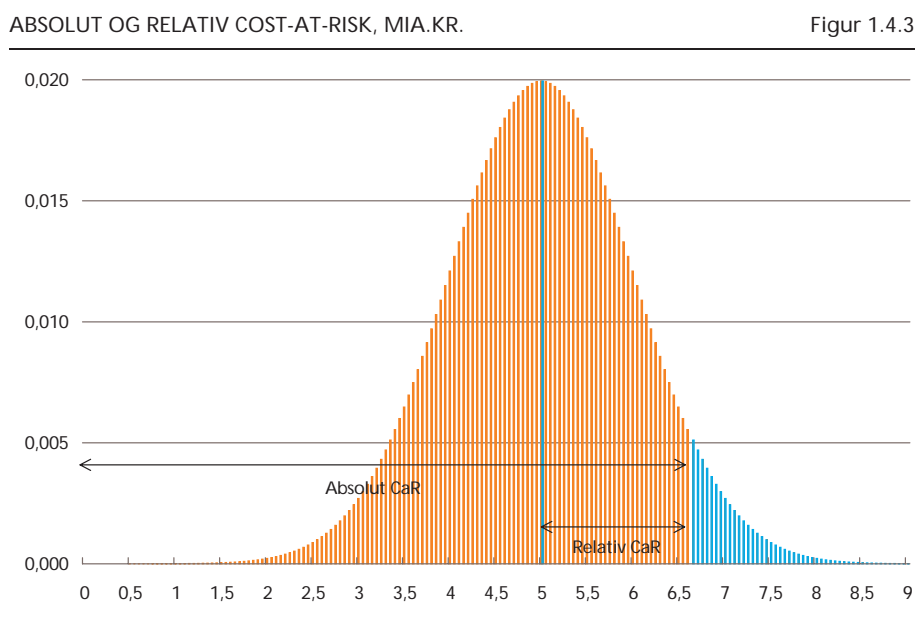
Sigtepunktet er ikke fastlagt rigoristisk, men kan fraviges, hvis der skulle være behov herfor. I de tilfælde, hvor låntagning i visse løbetidssegmenter er specielt fordelagtigt, kan princippet for fordeling af låntagning fraviges.

Cost-at-Risk (CaR) anvendes som supplerende mål i styringen af renterisikoen på gælden. For den indenlandske gæld opgøres både et relativt og et absolut CaR-mål.

Figur 1.4.3 viser et eksempel på en fordeling af renteomkostningerne på en gældsportefølje. Renteomkostningerne er i eksemplet antaget normalfordelt omkring en middelværdi på 5 mia.kr. med en standardafvigelse på 1 mia.kr.

Den markerede del af højre "hale" i fordelingen angiver størrelsen af renteomkostningerne i de 5 pct. af tilfældene, hvor renteomkostningerne er højest. Renteomkostningerne vil med 95 pct. sandsynlighed ikke overstige 6,7 mia.kr., hvilket er den absolutte CaR for gælden.

Relativ CaR måler forskellen mellem absolut CaR og de gennemsnitlige rentekomkostninger. Relativ CaR angiver dermed det beløb, renteomkostningerne med 95 pct. sandsynlighed ikke vil stige mere end. I eksemplet er relativ CaR 1,7 mia.kr.



CaR er et nyt risikomål, som stadig er under udvikling i Nationalbanken. Der er derfor endnu ikke fastlagt et niveau for CaR på den danske statsgæld. CaR anvendes i øjeblikket mere kvalitativt i risikostyringen til fx at vurdere konsekvenserne for risikoen på gælden ved forskellige udstedelsesstrategier.

Valutakursrisiko

Staten påtager sig en valutakursrisiko ved den udenlandske lånoptagelse. Valutakursrisiko vedrører risikoen for, at værdien af gælden stiger som følge af udviklingen i valutakurserne.

Valutakursrisikoen på gælden er siden 1992 styret sammen med Nationalbankens udenlandske aktiver i valutareserven. Nettostyringen af valutakursrisikoen har sin baggrund i, at de udenlandske statslån som nævnt ovenfor primært optages for at sikre en tilstrækkelig valutareserve. Der er således en tæt sammenhæng mellem statens udenlandske passiver og Nationalbankens udenlandske aktiver.

Ved de kvartalsvise møder mellem Finansministeriet, Økonomiministeriet og Nationalbanken fastsættes en neutralfordeling for nettogældens sammensætning på valutaer. Neutralfordelingen udgør en benchmark for nettotilgodehavendets fordeling på enkelte valutaer.

Ved fastlæggelsen af neutralfordelingen foretages en afvejning af de forventede indtægter i form af renteindtægter og valutakurstab/-gevinster over for den forventede risiko på gælden.

Med nettogæld eller nettoaktiver, der afviger fra nul, kan det ikke undgås, at staten og Nationalbanken set under ét vil have en valutakursrisiko. Ved at holde nettopositionen i valutaer, som den danske krone ligger stabilt overfor, reduceres valutakursrisikoen.

Fra 1. januar 1999 er den danske fastkurspolitik videreført i ERM-II-samarbejdet. Fastkurspolitikken er baseret på at holde en stabil kronkurs over for euroen. En neutralfordeling, der udelukkende består af positioner i euro, betragtes som den risikominimerende neutralfordeling med den lavest mulige valutakursrisiko. Før 1. januar 1999 bestod den risikominimerende neutralfordeling af positioner i D-mark.

Når den konkrete neutralfordeling fastlægges på statsgældsmøderne, indgår en afvejning af valutakursrisiko mod renteomkostninger.¹

Hvis renten i et ikke-euro land er mindre end euro-renten, vil staten og Nationalbanken samlet set kunne opnå en rentebesparelse ved at holde en del af nettogælden i den pågældende valuta. Til gengæld stiger valutakursrisikoen. Afvejningen mellem risiko og renteniveauer

¹ Valutakursrisikoen på neutralfordelingen opgøres ved Value-at-Risk (VaR), der angiver, hvor stort valutakurstabet på neutralfordelingen med en given sandsynlighed maksimalt bliver over en nærmere fastlagt periode. I praksis vil VaR fra 1. januar 1999 blive opgjort som det maksimale valutakurstab, som udviklingen i EUR-kursen over for tredjelandsvalutaer med 95 pct. sandsynlighed vil resultere i.

(inkl. eventuelle mere langsigtede valutakursforventninger) foretages med udgangspunkt i en porteføljemodel. Denne model er nærmere beskrevet i kapitel 7 i STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD 1991 og STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD 1993. Forskellen mellem den konkrete neutralfordeling og den risikominimerende neutralfordeling har karakter af en strategisk position taget på statsgældsmødet.

Neutralfordelingen fastsættes som en absolut fordeling målt i kroner. Nationalbanken kan i den daglige administration tage positioner i forhold til neutralfordelingen inden for en udsvingsmargen på $\pm 2,5$ mia.kr. i hver valuta. Ved valutauro og betydelige interventioner på valutamarkedet kan styringen efter neutralfordelingen midlertidigt sættes ud af kraft.

I kapitel 4 er neutralfordelingens sammensætning og performance beskrevet nærmere. I STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD 1997, kapitel 10 er gennemført en evaluering af erfaringerne med samstyringen af valutaeksponeringen på statens valutagæld og Nationalbankens valutatilgodehaver siden 1992.

Kreditrisiko

Staten er i relation til statsgælden eksponeret over for kreditrisiko i forbindelse med indgåelse af rente- og valutaswaps.

Da en swap er en aftale mellem to parter om at bytte betalinger over en nærmere fastlagt periode, er der en risiko for, at modparten ikke kan eller vil honorere sine forpligtelser. Selvom staten i et sådant tilfælde heller ikke behøver at opfylde sine forpligtelser, vil staten alligevel miste penge. Det er denne kreditrisiko, staten skal opgøre og styre.

Den samlede krediteksponering på swaps afhænger både af den faktiske markedsværdi, der er nul på indgåelsestidspunktet, og den værdi swappen kan få i fremtiden (den potentielle markedsværdi). Denne potentielle markedsværdi inddrages ved styringen af kreditrisikoen, allerede når swappen indgås.

Til styring af risikoen på swapporteføljen benytter Nationalbanken et swaplimitsystem. Swaplimitsystemet er baseret på tildeling af lines til modparter på grundlag af rating foretaget af kreditvurderingsbureauer. Staten indgår kun swapkontrakter med modparter, der er tildelt en rating på AA- eller derover. For renteswap i danske kroner er minimumskravet lempet således, at også modparter med en rating på A+, A eller A- kan indgå denne type renteswap med staten. Swaplimitsystemet er nærmere beskrevet i kapitel 9.

Det er målet at mindske statens kreditrisiko yderligere. Der arbejdes på at indgå aftaler, hvor modparter skal stille sikkerhed i form af værdipapirer for mellemværender med staten. Har staten en eksponering over

for en modpart, der overskrider en vis grænse, skal modparten lægge værdipapirer med en værdi svarende til mereksponeringen i et dertil oprettet depot. I tilfælde af misligholdelse af den oprindelige kontrakt kan værdipapirerne sælges af staten til dækning af modpartens forpligtelser.

Andre risici

Ved lånoptagelsen løber staten, som andre store låntagere, en række andre (ikke-kvantificerbare) risici. Der kan være tale om risikoen for fejl ved egen eller andres administration af gælden, men også risiko for, at det juridiske grundlag for fx swapkontrakter viser sig ikke at holde. Hertil kommer, at staten kan ønske at undgå at deltage i visse typer af lånearrangementer af etiske eller politiske årsager.

Fejl i administrationen søges forhindret gennem en funktionsadskillelse mellem de udøvende, kontrollerende og registrerende dele af administrationen. Hertil kommer, at der søges anvendt simple og velkendte instrumenter i administrationen af gælden.

Den juridiske risiko søges minimeret ved at bruge så standardiserede kontrakter som muligt. Dette princip anvendes fx i relation til swapkontrakter.

KAPITEL 2

Indenlandsk låntagning

SAMMENFATNING**2.1**

Markedsforholdene på obligationsmarkedet og betingelserne for statspapirsalget var generelt gode. Fra midten af august til midten af september var forholdene præget af den uro, der var på de finansielle markeder i 1998.

Statspapirsalget i 1998 udgjorde 68,0 mia.kr. opgjort til kursværdi, hvilket er ca. 5 mia.kr. mindre end i 1997. Varigheden på den indenlandske statsgæld lå på godt 4 år i 1998.

Statspapirsalget i 1999 følger samme overordnede retningslinjer som i de senere år. Det tilstræbes fortsat, at de enkelte statspapirserier bliver store og likvide. Der anvendes fortsat et varighedsbånd på 4 år +/- ½ år. Der forventes et indenlandsk bruttofinansieringsbehov på 66 mia.kr.

Der blev i 1998 introduceret renteswaps i danske kroner. Indgåelse af renteswap i danske kroner fortsætter i 1999.

OBLIGATIONSMARKEDERNE OG RENTEUDVIKLINGEN I 1998**2.2**

Markedsforholdene på obligationsmarkedet og betingelserne for statspapirsalget var gode i 1998. I både USA og Tyskland faldt de lange renter til historisk lave niveauer i 1998. Ved udgangen af 1998 nåede den lange tyske rente således ned under 4 pct., mens den lange rente i USA faldt til lige over 4,5 pct.

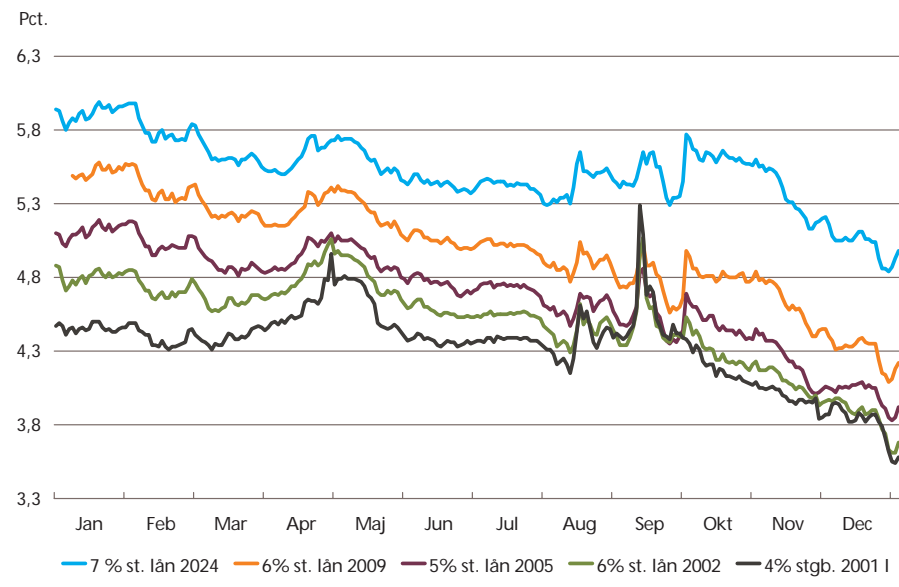
I forbindelse med, at Rusland indstillede betalingerne på sin gæld, blev situationen på de internationale kapitalmarkeder præget af uro i august og september. Mod slutningen af året var udviklingen tilbage til normale tilstande.

De danske obligationsrenter bevægede sig parallelt med renterne på de toneangivende udenlandske obligationsmarkeder. Renten på 10-årige statspapirer steg en smule i begyndelsen af året, men faldt herefter og nåede ligesom for Tyskland og USA historisk lave niveauer ved udgangen af 1998.

I Danmark gav uroen anledning til forøget volatilitet og en midlertidig stigning i de korte renter. Udviklingen i de effektive renter for udvalgte statspapirer fremgår af figur 2.2.1.

RENTEN PÅ UDVALGTE DANSKE STATSPAPIRER I 1998

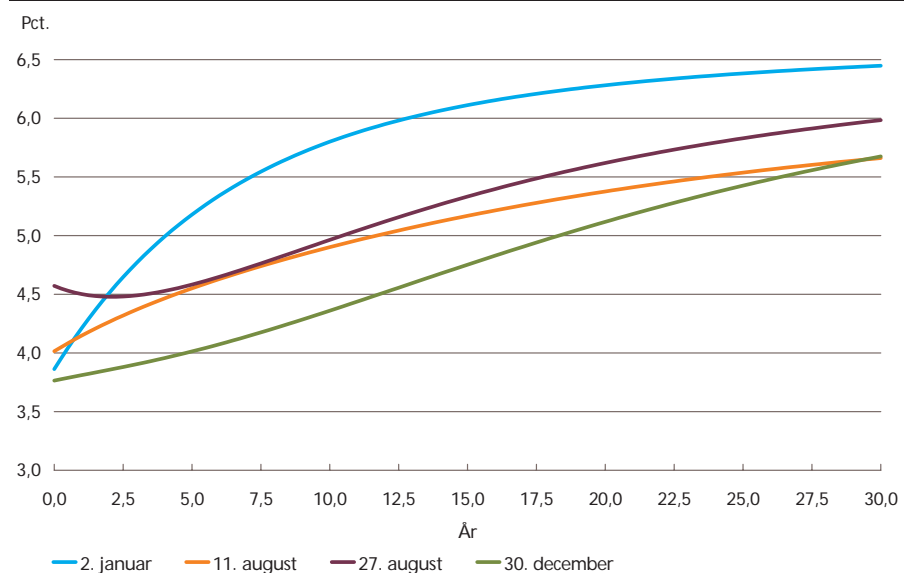
Figur 2.2.1



Udviklingen i nulkuponrentestrukturen er vist i figur 2.2.2. Det fremgår, at rentekurven har ændret krumning og er blevet fladere i løbet af 1998 i takt med, at de lange renter er faldet. Mens der var uro på de finansielle markeder, var rentekurven invers for løbetider på op til 5 år.

ESTIMEREDE NULKUPONRENTESTRUKTURER, 1998

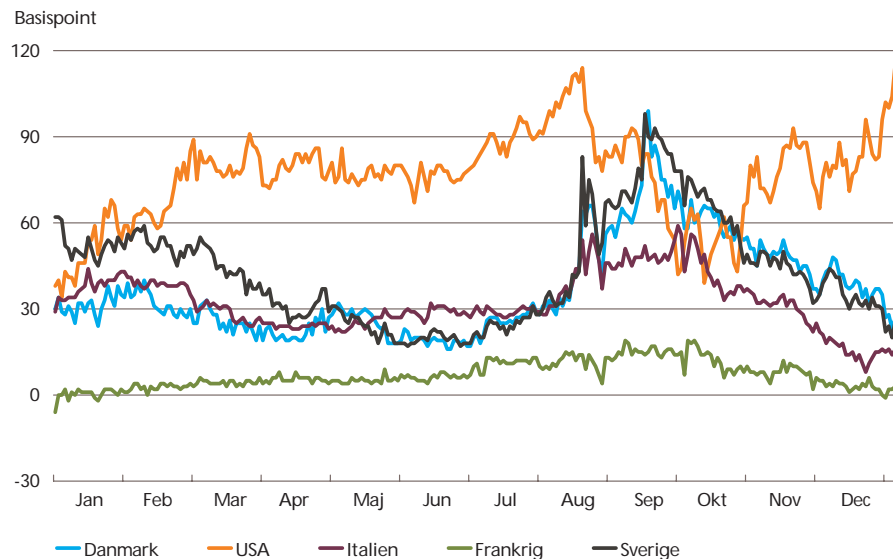
Figur 2.2.2



Anm.: Nulkuponrentekurven er en estimeret kurve af renterne på ikke-kuponbærende obligationer, der viser sammenhængen mellem rente og løbetid på et givet tidspunkt.

DET 10-ÅRIGE RENTESPÆND OVER FOR TYSKLAND, 1998

Figur 2.2.3



Udviklingen i det 10-årige rentespænd i forhold til Tyskland for udvalgte lande er vist i figur 2.2.3. Som det fremgår, har udviklingen i rentespændet for de skandinaviske lande været præget af uroen i august-september. For Danmarks vedkommende nåede rentespændet i forhold til Tyskland kortvarigt i nærheden af 100 basispoint for derefter at falde gradvist over de næste par måneder.

SALGET AF STATSPAPIRER I 1998

2.3

I praksis er der mindre afvigelser mellem det indenlandske bruttofinansieringsbehov og årets indenlandske statspapirsalg. Afvigelserne skyldes primært, at det faktiske bruttofinansieringsbehov først kendes ved årets udgang, dvs. efter at statspapirsalget for året er ophørt.

Statens indenlandske bruttofinansieringsbehov var 64,4 mia.kr., jf. tabel 2.3.1. Salget af indenlandske statspapirer i 1998 var 68,0 mia.kr. til kursværdi, hvilket gav et oversalg på 3,6 mia.kr., jf. tabel 2.3.2.

Ved tilrettelæggelsen af salget over året tages flere hensyn, som må afvejes mod hinanden. Det tilstræbes, at statspapirsalget er nogenlunde jævnt fordelt over året. Refinansieringen af et stort statspapir er derfor ikke koncentreret omkring forfaldstidspunktet, men spredt ud over året.

Det tilstræbes endvidere, at det akkumulerede oversalg, dvs. salget af statspapirer fratrukket det indenlandske bruttofinansieringsbehov akkumuleret fra primo året, ikke bliver uforholdsmæssigt stort (såvel po-

STATENS DAU-, NETTO- OG BRUTTOKASSESALDO				Tabel 2.3.1
Mia.kr.	1995	1996	1997	1998
Drifts-, anlægs- og udlånsbudget	- 31,3	- 21,5	7,6	22,9
Nettoobligationskøb ¹⁾	- 11,5	- 4,4	- 6,5	-
Genudlån af statslån	- 1,6	- 1,4	- 0,8	- 0,2
Fordelte emissionskurstab	5,7	7,4	5,1	4,1
Andre kapitalposter	0,1	0,4	0,8	- 0,8
Nettokassesaldo	- 38,5	- 19,5	12,7	26,0
<i>Afdrag på indenlandsk statsgæld</i>				
Statsobligationer	48,4	38,7	28,1	56,7
- Heraf opkøbt til annullering	(2,9)	(0,1)	(14,2)	(21,1)
Statsgældsbeviser	56,1	38,0	53,3	21,2
- Heraf opkøbt til annullering	(5,0)	(0,7)	(12,0)	(0,0)
Afdrag på udenlandsk statsgæld	28,5	30,8	31,4	37,4
Bruttokassesaldo	- 171,5	- 126,9	- 100,1	- 89,3
Indenlandsk bruttofinansieringsbehov²⁾	138,8	94,7	73,8	64,4

Kilde: 1995-97 er statsregnskabstal. For 1998 er der angivet foreløbige tal baseret på Budgetoversigt 3-98, Nationalbankens pressemeddelelse samt statens bogføring.

¹⁾ Fra 1998 indgår statsgældsforvaltningens og Den Sociale Pensionsfonds nettokøb af obligationer ikke længere i nettokassesaldoen. Den Sociale Pensionsfonds nettobligationskøb er medregnet i afdragene på den indenlandske statsgæld fra 1998.

²⁾ Opgjort ultimo året. Tallene kan derfor afvige fra regnskabstallene.

sitivt som negativt). Da finansieringsbehovet varierer ganske betydeligt fra måned til måned, kan udsving i det akkumulerede oversalg ikke undgås.

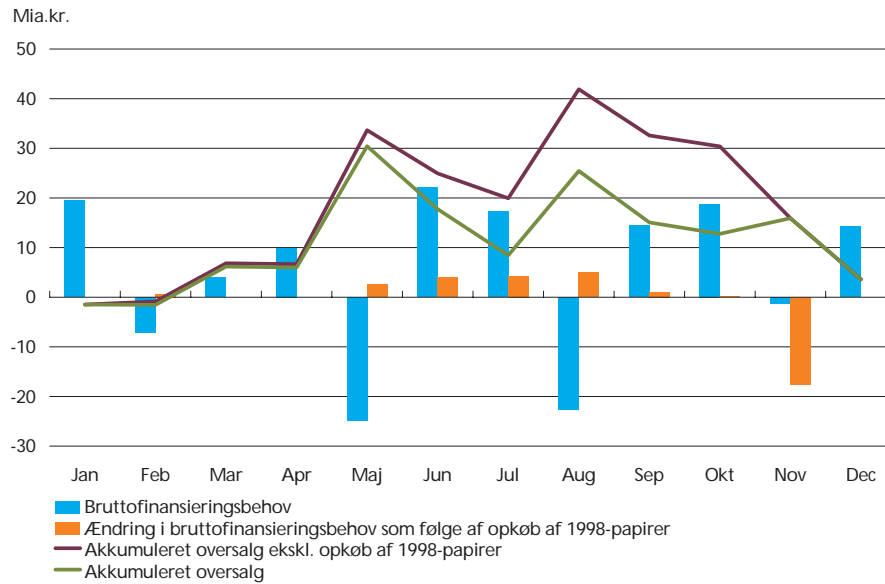
Fordelingen af salget over året er også betinget af markedsforholdene. Der tages hensyn til, at salg af statspapirer i dårlige markeder kan have en vis selvforstærkende effekt på markedsforholdene.

Ved salget tages der derudover hensyn til, at indestændet på statens konto altid skal være positivt. Hensynet til statens konto betød, at der skete en vis fremrykning af salget over året, og at planlagte opkøb i september og oktober blev udskudt. I figur 2.3.1 er vist effekten på bruttofinansieringsbehovet og det akkumulerede oversalg af de foretagne opkøb af 1998-papirer. Det ses, at opkøb af 1998-papirer har dels mind-

SALG AF INDENLANDSKE STATSPAPIRER				Tabel 2.3.2
Mia.kr.	1995	1996	1997	1998
Salg af statspapirer, kursværdi	137,2	96,0	73,0	68,0
Indenlandsk bruttofinansieringsbehov	138,8	94,7	73,8	64,4
Difference	- 1,6	1,2	- 0,8	3,6

OPKØB AF PAPIRER MED UDLØB I 1998 OG EFFEKTEN PÅ INDENLANDSK
BRUTTOFINANSIERINGSBEHOV OG AKKUMULERET OVERSALG, 1998

Figur 2.3.1

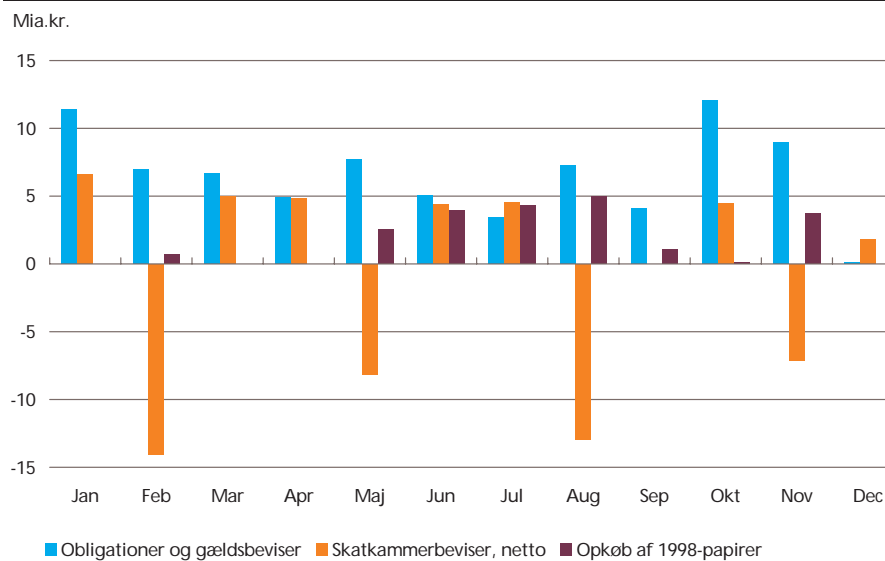


Anm.: Salget af skatkammerbeviser opgøres netto, hvorfor de foretagne opkøb af skatkammerbeviser med udløb i 1999 i december ikke påvirker opgørelsen af bruttofinansieringsbehovet. Se boks 1.3 for yderligere forklaring.

sket det akkumulerede oversalg, dels rykket bruttofinansieringsbehovet frem fra november til de foregående måneder. Fordelingen af statspapisalg og opkøb på måneder er vist i figur 2.3.2.

STATSPAPIRSAVG OG OPKØB PÅ MÅNEDER, 1998

Figur 2.3.2



STATSGÆLDSINTRUMENTER I 1998

2.4

Statens låntagning sker ved udstedelse af obligationer, statsgældsbeviser og skatkammerbeviser. I 1998 blev renteswaps introduceret som instrument i forvaltningen af den indenlandske statsgæld. Brugen af renteswaps er beskrevet i kapitel 8.

Den indenlandske lånevifte er defineret som de papirer, der udstedes i. Udstedelserne af obligationer og statsgældsbeviser inddeles i tre segmenter. Det lange segment, der består af serier med løbetider på henholdsvis 10 år og 30 år, det mellemlange segment med løbetider på ca. 5 år og det korte segment med løbetider på ca. 2 år. Der udstedes obligationer i det lange og mellemlange segment, og statsgældsbeviser i det korte segment. Herudover udstedes der skatkammerbeviser, som har en løbetid på 9 måneder ved åbning. Tabel 2.4.1 viser emissionerne for de forskellige papirer.

Nedenfor beskrives låntagningen opdelt på disse segmenter, hvorefter der redegøres for brugen af opkøb og renteswaps i 1998.

INDENLANDSKE STATSLÅN I 1998				Tabel 2.4.1
Mio kr.	Emission			Nominelt udstående ultimo 1998
	Nominelt	Kursværdi	Kurstab	
7 pct. stående lån 2024	500	587	- 87	24.875
6 pct. stående lån 2009	32.725	35.062	- 2.337	32.275
5 pct. stående lån 2005	2.960	2.989	- 29	20.750
6 pct. stående lån 2002	8.955	9.447	- 492	38.907
Obligationer fast rente i alt	45.140	48.085	- 2.945	
4 pct. statsgældsbevis 2001 I	30.890	30.581	309	30.890
Statsgældsbeviser i alt	30.890	30.581	309	
Obligationer og statsgældsbeviser i alt	76.030	78.666	- 2.636	
Skatkammerbevis 1999 III	11.385	11.048	337	11.385
Skatkammerbevis 1999 II	15.390	14.999	391	15.390
Skatkammerbevis 1999 I	19.085	18.657	428	14.480
Skatkammerbevis 1998 IV	21.571	21.090	481	
Skatkammerbevis 1998 III	16.155	15.881	274	
Skatkammerbevis 1998 II	4.615	4.561	54	
Indfrielse ¹⁾	96.947	96.927		
Skatkammerbeviser, netto	- 8.746	- 10.692	- 20	
Statspapirsalg i alt	67.284	67.974	- 690	

¹⁾ Inkl. ekstraordinære indfrielse i forbindelse med opkøb.

Det lange segment

Serierne i det 10-årige segment opbygges over en periode på 2 år til et udestående på 50-60 mia.kr. Det vigtigste papir i dette segment i 1998 var 6 pct. stående lån 2009, der blev åbnet den 14. januar 1998. Der er udstedt for 35,0 mia.kr. til kursværdi i dette papir i 1998. Formålet med den relativt store udstedelse i et enkelt år har været at sikre tilstrækkelig likviditet. Værdipapirudlånsordningen i 6 pct. stående lån 2009 faldt bort den 21. april, da seriestørrelsen nåede 15 mia.kr. De generelle bestemmelser for værdipapirudlånsordningen fremgår af boks 2.1.

Det andet låneviftepapir i det lange segment var 7 pct. stående lån 2024, der blev introduceret i 1994, og som siden har været åbent for udstedelse. Papirets lange løbetid har bidraget til at øge fleksibiliteten i styringen af varigheden samt til at tilpasse det danske statspapirmarked til udenlandske markeder. Udstedelsen af den 30-årige obligationsserie sker i et væsentligt langsommere tempo end i de 5- og 10-årige serier. I 1998 blev der udstedt for 587 mio.kr. til kursværdi i dette papir. Det lave udstedelsestempo skyldes dels et ønske om at holde varigheden inden for et bånd på 4 år +/- ½, dels at det har været et mål at få opbygget udestående i 6 pct. stående lån 2009. Selvom udestående i 7 pct. stående lån 2024 er knap 25 mia.kr., er det på grund af en international ejerkreds relativt likvidt.

Det mellemlange segment

I de senere år er serierne i det 5-årige segment over en periode på 1½-2 år blevet opbygget til 40-50 mia.kr. per serie. I 1998 indgik 6 pct. ståen-

VÆRDIPAPIRUDLÅNSORDNINGEN FOR NYÅBNEDE STATSPAPIRER

Boks 2.1

For at forbedre likviditeten for nyåbnede statspapirer blev der i januar 1998 etableret en udlånsordning for nyåbnede statspapirer. Nationalbanken varetager som statens agent de praktiske forhold vedrørende driften af ordningen.

Der udlånes nyåbnede statsobligationer og statsgældsbeviser. De nærmere vilkår for udlån af nye statspapirer meddeles forud for åbningen af papiret. Det maksimale udlån under ordningen er fastsat til 15 mia.kr. For de enkelte papirer er der begrænsninger på mængden af udlån. Der betales et gebyr for brug af ordningen. Gebyret er sat således, at det tilskynder markedsdeltagerne til kun at benytte ordningen i særlige situationer. Det kan, hvis det skønnes hensigtsmæssigt, helt undlades at etablere en udlånsordning for et nyåbnet papir.

Værdipapirhandlere, der er handelsberettigede på Københavns Fondsbørs, kan låne de nyåbnede statspapirer i op til en uge. Der skal stilles sikkerhed for de lånte papirer i form af andre statspapirer. Forretningerne indgås som genkøbsforretninger.

Kuponrenten fastlægges for statsobligationer og statsgældsbeviser således, at papirerne overholder kursgevinstlovens mindsterentebestemmelser. Hermed bliver kursgevinster på obligationerne skattefrie for personer underlagt almindelig dansk skattepligt (private investorer).

Kursen på papirerne søges på åbningstidspunktet holdt på eller lidt under 100 (pari). Papirerne søges så vidt muligt gjort robuste over for stigning i mindsterenten, da lukning af et papir før tid som følge af en stigning i mindsterenten vil betyde, at obligationen ikke kan opbygges til det udestående, der var forudsat på åbningstidspunktet. Dermed opnås heller ikke den ønskede likviditetspræmie på lånet.

Skatkammerbeviser er nul kuponpapirer, hvor rentebetalingerne er indregnet i den kurs, beviserne udstedes til.

de lån 2002 og 5 pct. stående lån 2005-papirerne i det mellemlange segment i låneviften. Der blev i 1998 solgt for 3 mia.kr. til kursværdi i 5 pct. stående lån 2005, og for 9,5 mia.kr. til kursværdi i 6 pct. stående lån 2002. Salget i 6 pct. stående lån 2002 er indstillet per 1. januar 1999, mens salget i 5 pct. stående lån 2005 fortsætter i 1999.

5 pct. stående lån 2005 har tidligere været et statspapir, der var attraktivt på grund af sin lave kupon. Papiret bliver i 1999 statens eneste papir i det mellemlange segment.

Det korte segment

I det korte segment sælges statsgældsbeviser med løbetider på op til 3 år. Udestændet i statsgældsbeviserne har de senere år ligget mellem 13 og 35 mia.kr. i hver serie. Der sigtes mod regelmæssige nyudstedelser i det korte segment.

Den 7. januar 1998 blev 4 pct. statsgældsbevis 2001 I åbnet. Løbetiden ved åbningen var godt 3 år. Der er udstedt for knap 31 mia.kr. til kursværdi i dette papir i 1998. Formålet med den relativt store udstedelse har været både at sikre tilstrækkelig likviditet og at kompensere for de lave salg af skatkammerbeviser ved september- og oktoberauktionerne, jf. nedenfor. Værdipapirudlånsordningen i 4 pct. statsgældsbevis 2001 I faldt bort den 26. maj 1998, da seriestørrelsen nåede 10 mia.kr.

Skatkammerbeviser

Skatkammerbeviser er de korteste indenlandske statspapirer. De sælges ved auktioner og udstedes med en initial løbetid på 9 måneder. Fire gange om året åbnes et nyt skatkammerbevis, som holdes åbent for udstedelse, indtil restløbetiden er 3 måneder.

Salget af statspapirer foregår via Københavns Fondsbørs, jf. beskrivelsen i STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD 1994, kapitel 8. Alle medlemmer af Københavns Fondsbørs kan købe statspapirer direkte fra Nationalbanken gennem Fondsbørsens systemer.

Statsobligationer og statsgældsbeviser udstedes ved løbende salg i markedet, såkaldt tapsalg. Tapsalgsformen indebærer, at der løbende sælges statspapirer, når der er et finansieringsbehov, og markederne er gunstige. Nationalbanken tilstræber, at tapsalget gennemføres på en sådan måde, at det undgås at skabe eller forstærke tendenser i markedet. Nationalbanken underbyder normalt ikke sig selv inden for den samme dag eller inden for en periode på nogle dage. Formålet er at undgå at skabe eller fremme negative tendenser i markedet. Tilsvarende tilstræbes det, at tapsalget foregår på en gennemsigtig måde. Der oplyses dagligt om salget af statspapirer den foregående dag, jf. boks 2.5.

Fremgangsmåden ved åbningen af nye statsobligationer og statsgældsbeviser indebærer, at der 1-2 uger før åbningen via Københavns Fondsbørs oplyses om det nye lån med angivelse af kupon, løbetid og åbningsdag. Forud for åbningsdagen udsendes en meddelelse om den initiale åbningsmængde og maksimum for salget på åbningsdagen. Åbningskursen fastsættes på baggrund af nulkuponrentestrukturen, erfaringer fra tidligere åbninger af statspapirer samt de aktuelle markedsforhold. Fastsættelsen af maksimum for salget på åbningsdagen sikrer, at der i tilfælde af voldsom efterspørgsel stoppes for salget, uden at det er nødvendigt at hæve kursen til et niveau, der kunne vanskeliggøre salget de efterfølgende dage. Det meddelte maksimum for salget giver samtidig markedsdeltagerne større sikkerhed for forløbet af salget på åbningsdagen. Det angivne maksimum er ikke et udtryk for et ønsket mål for salget på åbningsdagen, men angiver overgrænsen for salget.

Ud over salg til de professionelle markedsdeltagere sælges der også statspapirer direkte til private. Salg til private foregår som postordresalg og varetages af Finansstyrelsen. Ideen med postordresalget er at give private investorer mulighed for at foretage obligationskøb til lavest mulige omkostninger, dog således at ordningen hviler i sig selv. Køb af statsobligationer per postordre foregår ved indsendelse af en bestillingsblanket og samtidig indbetaling til Finansstyrelsens girokonto af det beløb, der ønskes købt for. Blanket og indbetalingskort er en del af en brochure om postordresalget, som udleveres fra posthuse og biblioteker. Postordresalget af statsobligationer udgjorde i 1998 185 mio.kr. mod 425 mio.kr. i 1997. Ud over postordresalget forvalter Finansstyrelsen også præmieobligationerne. Finansstyrelsen hed frem til 1. januar 1999 Hypotekbanken.

Skatkammerbeviser sælges ved månedlige auktioner. Bevisernes korte løbetid indebærer en kort opbygningsperiode, hvorfor auktionsformen betragtes som den mest hensigtsmæssige salgsform.

Der bydes på renten ved skatkammerbevisauktionerne. Alle bud til eller under den fastsatte skæringsrente imødekommes til skæringsrenten. Der kan ske forholdsmæssig tildeling ved bud på skæringsrenten.

Ved fastlæggelsen af skæringsrenterne foretages en generel afvejning mellem pris og mængde i lyset af salgsbehovet. Endvidere tages hensyn til de aktuelle rentesatser på penge- og skatkammerbevismarkedet.

Siden december 1997 er indlevering af bud, forespørgsler vedrørende tildeling ved auktioner mv. sket elektronisk via det nye auktionssystem. Baggrunden for at indføre auktionssystemet var dels ønsket om at nedbringe tidsintervallet mellem budafgivelsen og offentliggørelsen af auktionsresultatet, dels at skabe en administrativt enklere håndtering af auktionerne. Med virkning fra ultimo februar 1998 blev intervallet mellem budafgivelsen og offentliggørelsen af auktionsresultatet nedsat til 1 time mod tidligere 2½ time. Auktionsmetoden, herunder fastsættelsen af skæringsrenter, er uændret efter indførelsen af det elektroniske auktionssystem.

Skatkammerbeviser er nul kuponpapirer, dvs. rentebetalingerne er ikke kuponbaserede, men indregnet i den kurs beviserne udstedes til.

Skatkammerbevisserierne opbygges typisk til et udestående på omkring 20 mia.kr. per serie. Det tilstræbes, under hensyntagen til markedsforholdene, at have et nogenlunde jævnt udestående i skatkammerbeviser.

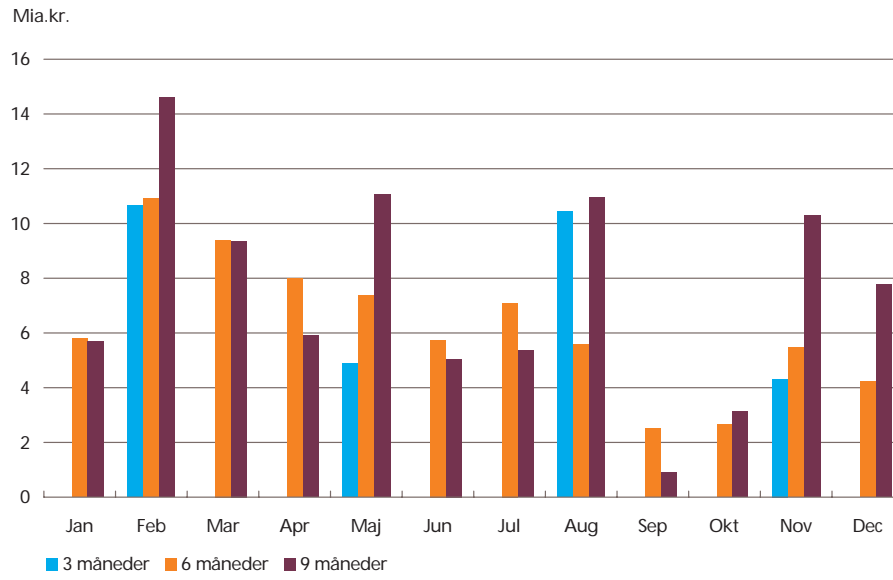
I 1998 var det nominelle bruttosalg af skatkammerbeviser 88,2 mia.kr., mens nettosalget til kursværdi inkl. opkøb var -10,7 mia.kr., jf. tabel 2.4.1. Det nominelle udestående er således faldet fra omkring 50 mia.kr. primo 1998 til godt 40 mia.kr. ved udgangen af året.

Der var betydelige udsving i de budte mængder, jf. figur 2.4.1. Bemærk at markedsuroen gav anledning til meget lave bud ved september- og oktoberauktionen.

Acceptprocenterne ved auktionerne, dvs. accepterede bud i forhold til de samlede bud, er vist i figur 2.4.2. De budte renter var, bortset fra septemberauktionen, i overensstemmelse med markedsrenterne på tidspunktet for auktionernes afholdelse. Ved septemberauktionen lå de budte renter 25-45 basispoint over markedsrenterne på auktionstidspunktet. Dette var årsagen til, at der ikke var salg ved auktionen.

BUDTE MÆNGDER VED SKATKAMMERBEVISAUKTIONER I 1998

Figur 2.4.1



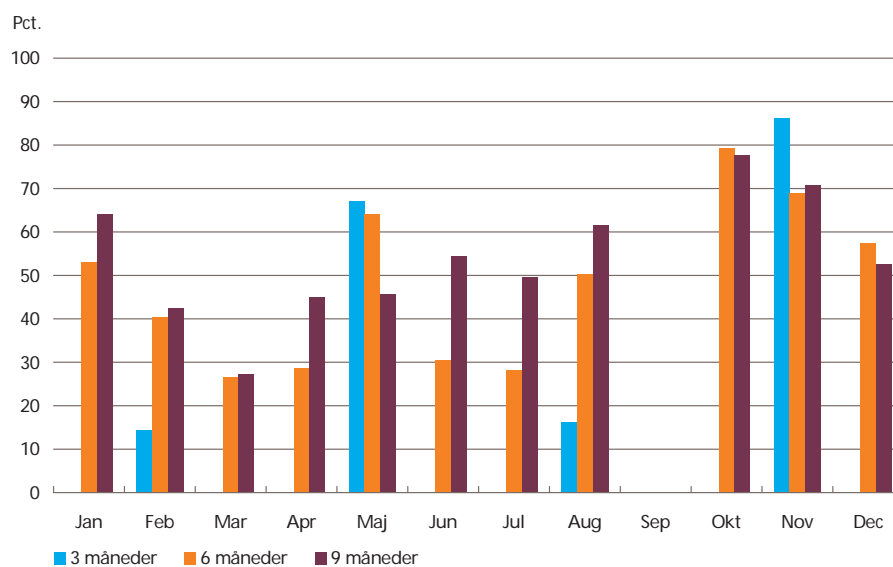
Papirer uden for låneviften

Ud over papirerne i låneviften findes der forskellige ældre obligationsserier, der ikke længere udstedes i, men som stadig er i omløb.

Der er først og fremmest tale om tidligere låneviftepapirer med et betydeligt samlet udestående. Herudover er der en række serielån, varia-

ACCEPTPROCENTER VED SKATKAMMERBEVISAUKTIONER I 1998

Figur 2.4.2



belt forrentede statslån, uamortisable obligationer og præmieobligationer. Bilagstabel 4 indeholder en oversigt over de indenlandske statslån.

Blandt de lånetyper, som ikke længere indgår i viften udløb i 1998 variabelt forrentet stående lån 1998 (5,5 mia.kr.), præmieobligationslån 1948-98 (100 mio.kr.) og præmieobligationslån 1959-98 (100 mio.kr.).

Hypotekbanken meddelte den 12. januar 1998, at der ikke vil ske forlængelse af præmieobligationslånene ved udløb. Præmieobligationerne er udstedt i perioden 1948-80 og forfalder i perioden 1998-2010.

Opkøb

Hovedformålet med opkøb af indenlandske statspapirer har i de senere år været at udjævne statens indenlandske finansieringsbehov inden for året eller mellem to år.

Staten anvender opkøb, når obligationer er billige at købe op sammenholdt med niveauet for nylåntagning. Opkøbte obligationer annulleres som altovervejende hovedregel umiddelbart efter opkøbet.

Foretages opkøbene i papirer med ordinært udløb i samme år, fremrykkes finansieringsbehovet inden for året. Hensynet ved disse opkøb kan være dels at udjævne refinansieringen af lån, der forfalder i løbet af året, dels at nedbringe det akkumulerede oversalg. Der er foretaget opkøb af 9 pct. stående lån 1998 for at tilgodese disse behov, jf. tabel 2.4.2.

Foretages opkøb i papirer med ordinært udløb i et efterfølgende år, fremrykkes finansieringsbehovet til opkøbsåret. Hovedhensynet er at udjævne afdragsbyrden mellem årene og dermed reducere rente- og refinansieringsrisikoen. Opkøb i slutningen af året kan anvendes til at tilpasse statspapirsalget til finansieringsbehovet. Opkøbene af skatkammerbevis 1999 I mod slutningen af 1998 har tilgodeset dette hensyn.

Indenlandske renteswaps

I 1998 blev renteswaps i danske kroner introduceret som et instrument til styring af indenlandsk statsgæld. Formålet med at bruge renteswaps er at få bedre mulighed for at adskille udstedelsen i likvide obligationsserier fra styringen af rente- og refinansieringsrisikoen på statsgælden. Brugen af renteswaps øger mulighederne for at styre gældens varighed,

OPKØB AF INDENLANDSKE STATSPAPIRER I 1998			Tabel 2.4.2
Enhed	Opkøbt		Udestående ultimo 1998
	Nominelt	Kursværdi	
9 pct. stående lån 1998	21.050	21.326	0
Skatkammerbevis 1999 I	4.605	4.585	14.480

samtidig med at statens relative fordel i at optage langsigtede lån udnyttes. Indenlandske renteswaps behandles mere udførligt i kapitel 8.

Der er i 1998 indgået renteswaps med notional hovedstol på 500 mio.kr. Der har været tale om swaps, hvor staten forpligter sig til at betale en kort rente, mens modparten forpligter sig til at betale en lang rente. Indgåelse af renteswap i danske kroner vil fortsætte i 1999. Der er i januar 1999 indgået renteswaps for 500 mio.kr.

Statens locationswap-ordning

Statens locationswap-ordning blev lukket den 1. april 1998. Formålet med ordningen var at muliggøre flytning af statsobligationer mellem VP og Euroclear uden tab af dispositions dage. Med ibrugtagning af et nyt VP-system og forbedringer af forbindelsen til Euroclear har location-swap-ordningen opfyldt sit formål.

RENTE- OG REFINANSIERINGSRISIKO

2.5

Den overordnede styring af rente- og refinansieringsrisikoen på den indenlandske statsgæld sker på baggrund af målsætninger om gældens varighed, afdragsprofil og størrelsen af Cost-at-Risk, jf. kapitel 1.

Varighed

Ved udgangen af 1998 var varigheden 4,4 år, jf. tabel 2.5.1. Varigheden er opgjort som Macaulay-varigheden, jf. STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD 1996, kapitel 6, hvor forskellige varighedsbegreber er omtalt.

Varighedsudviklingen i 1998 er vist i figur 2.5.1. Det fremgår, at varigheden har ligget i den øvre del af varighedsbåndet. For at illustrere effekten på varigheden af det faldende renteniveau er varigheden udregnet både med renteniveau ultimo måneden og med renteniveau ultimo 1997. Ved udgangen af året var varigheden med det gældende renteniveau 4,4 år, mens den med renteniveauet fra ultimo 1997 var 4,2 år.

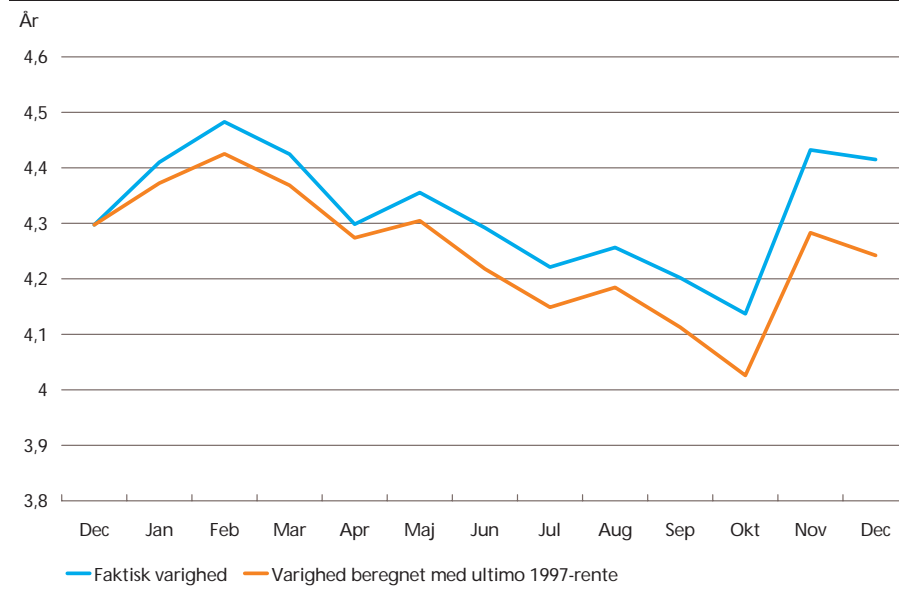
VARIGHED OG GENNEMSNITLIG RESTLØBETID, ULTIMO ÅRET Tabel 2.5.1

År	Varighed	Gennemsnitlig restløbetid
1990	2,4	4,4
1991	2,3	3,6
1992	2,8	4,2
1993	3,3	4,2
1994	3,3	4,4
1995	3,9	5,0
1996	4,2	5,3
1997	4,2	5,3
1998 ¹⁾	4,4	5,4

¹⁾ Varighed er udregnet inkl. renteswaps.

UDVIKLINGEN I VARIGHEDEN, 1998

Figur 2.5.1

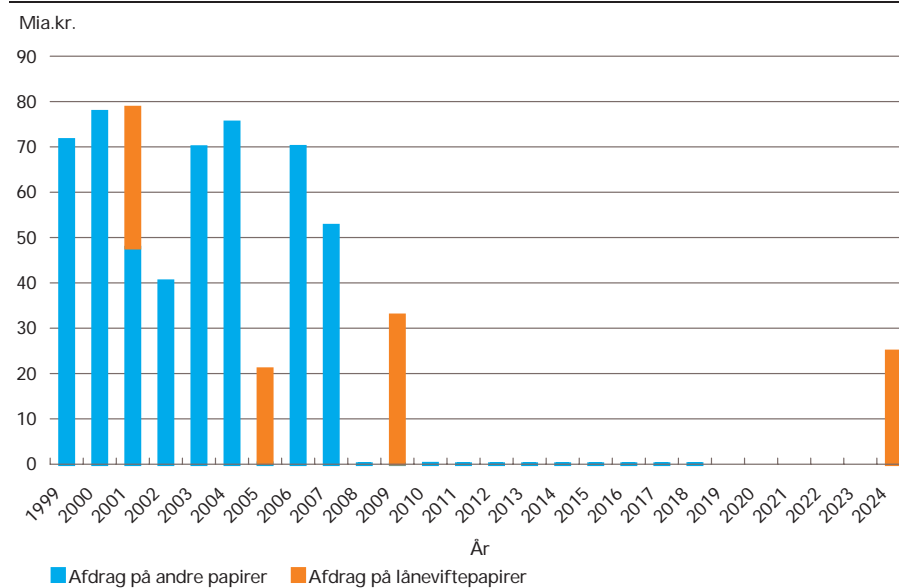


Afdragsprofil

Varigheden er et gennemsnitsmål for rente- og refinansieringsrisikoen og udtrykker ikke noget om den tidsmæssige spredning af afdragene på statsgælden. For at mindske rente- og refinansieringsrisikoen er det vigtigt, at afdrag er spredt nogenlunde jævnt mellem årene. I figur 2.5.2 er

AFDRAGSPROFIL PÅ DEN INDENLANDSKE STATSGÆLD, ULTIMO 1998

Figur 2.5.2



vist afdragsprofilen for statsgælden ultimo 1998. Afdrag på de papirer, der indgår i låneviften for 1. halvår 1999, er fremhævet. Der er planlagt åbning af et statsgældsbevis med udløb i 2002 i første halvdel af 1999. Det fremgår, at udstedelserne først og fremmest sker i papirer med udløb i de år, hvor afdragene er små, hvilket udjævner afdragsprofilen.

Cost-at-Risk

Som omtalt i kapitel 1 anvendes Cost-at-Risk (CaR) som risikomål i forbindelse med styringen af den indenlandske låntagning. CaR er udviklet af Nationalbanken med det formål at forbedre mulighederne for at afveje låneomkostninger og risiko for staten. CaR er beskrevet nærmere i kapitel 7 i STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD 1997.

I 1998 er der arbejdet på at indføre et CaR-mål i styringen af den indenlandske statsgældspolitik til supplement af varighedsmålsætningen og målsætningen for afdragsprofilens form. Der skelnes mellem absolut CaR og relativ CaR. Absolut CaR angiver den maksimale renteomkostning der kan forventes med 95 pct. sandsynlighed. Relativ CaR opgøres som forskellen mellem absolut CaR og de gennemsnitlige renteomkostninger. Relativ CaR angiver den maksimale stigning i renteomkostningerne, der kan forventes med 95 pct. sandsynlighed. Der er endnu ikke et fast kriterium for, hvad der er et acceptabelt niveau for CaR.

Beregninger viser, at med den nuværende gældssammensætning er relativ CaR 1,5 mia.kr. Dette betyder, at risikoen for, at renteomkostningerne stiger med mere end 1,5 mia.kr. i 1999 som følge af renteændringer, er mindre end 5 pct. En ændring på 1,5 mia.kr. udgør godt 3 pct. af de forventede renteomkostninger i 1999.

Der er tre hovedkonklusioner, som kan fremhæves fra det hidtidige arbejde med CaR. Den første er, at gæld med stor spredning på løbetider giver relativt lav risiko målt ved CaR. Omvendt gælder, at gæld, der er koncentreret på få løbetider, har højere CaR. Den anden hovedkonklusion er, at CaR er følsom over for udsving i den korte rente. Endelig ser det ud til, at CaR er mindre følsom over for udsving i budgetsaldoen. Årsagen er, at gælden er spredt jævnt på løbetider.

Det fremtidige arbejde forventes primært at foregå på tre områder.

For det første at forbedre modelforudsætningerne vedrørende renteudvikling og tidshorisont. For det andet at belyse renteomkostningernes følsomhed over for ekstreme renteudviklinger. Dette betegnes stress-test. Og endelig at opstille CaR-mål for den samlede statsgæld.

SEKTORFORDELING AF CIRKULERENDE KRONEDENOMINEREDE
STATSPAPIRER¹⁾

Tabel 2.6.1

Pct.	Ultimo 1. kv. 1998	Ultimo 2 kv. 1998	Ultimo 3. kv. 1998	Ultimo 4. kv. 1998
Ikke finansielle selskaber	5,7	5,4	4,8	5,2
Finansielle institutioner inkl. Nationalbanken	14,3	16,7	17,4	17,9
Forsikringselskaber og pensionskasser	9,2	9,4	8,6	9,3
Offentlig sektor	20,9	21,3	21,4	19,2
Private, ikke-udbyttegivende institutioner	5,2	4,8	4,4	3,8
Husholdninger	1,1	1,2	1,2	1,4
Udlændinge	42,8	40,3	40,7	41,8
Uoplyst	0,9	1,0	1,4	1,3
I alt	100,0	100,0	100,0	100,0
Kursværdi i alt, mia.kr.	725,0	734,7	732,6	716,1

Anm.: Afrundede tal baseret på kursværdier.

¹⁾ I beregningerne er der korrigeret for genkøbsforretninger mellem danske pengeinstitutter og valutaudlændinge samt for obligationer, der indgår i statens locationswap-ordning. Desuden er der skønmæssigt korrigeret for valutaindlejnings beholdninger af obligationer i Euroclear og CEDEL, som ifølge VP-statistikken er opført som ejet af udlændinge.

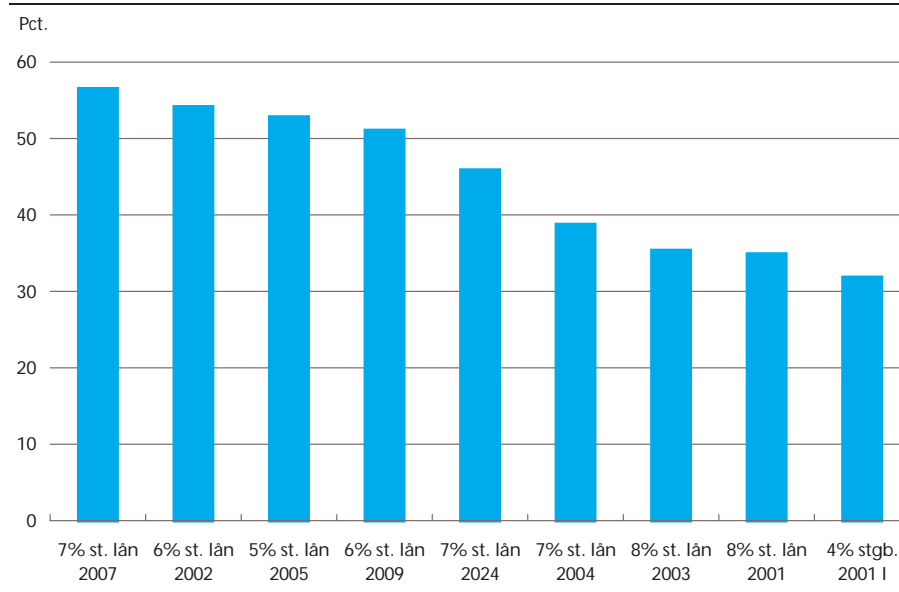
EJERFORDELING FOR STATSPAPIRER

2.6

Danmarks Statistik opgør kvartalsvis investordelingen for danske obligationer baseret på oplysninger fra Værdipapircentralen (VP). Nationalbanken foretager visse skønmæssige korrektioner af denne statistik. Sektorfordelingen fremgår af tabel 2.6.1.

UDLANDETS EJERANDEL AF UDVALGTE STATSPAPIRER ULTIMO 1998

Figur 2.6.1



Udlandet har de senere år haft stigende andel af beholdningen af kronedenominerede statspapirer. Udlandets andel var på 30 pct. ved udgangen af 1994 og er siden steget til 40 pct.

I figur 2.6.1 er vist, hvilke statspapirer med et udestående på mindst 20 mia.kr. i kursværdi der har den største udenlandske ejerandel. Det fremgår, at de tre papirer med længst restløbetid alle har en ejerandel på over 40 pct. Det fremgår også, at udlandet ikke begrænser deres investeringer til de lange papirer.

STATSGÆLDSPOLITIKKEN I 1999

2.7

Statens indenlandske finansieringsbehov for 1999 skønnes til 66,0 mia.kr. Finansieringsbehovet dækkes i 1999 – ligesom tidligere år – ved at udstede statspapirer på det indenlandske marked.

Som i de senere år tilstræbes det, at de enkelte statspapirserier opnår en sådan størrelse og likviditet, at der er grundlag for en effektiv handel på obligationsmarkedet. Statspapirsalget bliver tilrettelagt med hovedvægt på udstedelse i et kort (2-3 år), et mellemlangt (ca. 5 år) og et langt (ca. 10 år) segment.

Salget i det lange segment bliver koncentreret i 6 pct. stående lån 2009, mens der kun forventes et mindre salg i 7 pct. stående lån 2024. I det mellemlange segment vil der udelukkende være salg i 5 pct. stående lån 2005. Salget i 6 pct. stående lån 2002 er indstillet.

Salget i 4 pct. statsgældsbevis 2001 I fortsætter. Det er tanken, at 4 pct. statsgældsbevis 2001 I afløses af et nyt statsgældsbevis medio 1999. Det nye statsgældsbevis får termin i 1. halvår 2002.

Skatkammerbevisprogrammet fortsætter med månedlige auktioner. Der vil i 1999 blive åbnet nye skatkammerbeviser ved auktionerne med valør 1. februar, 3. maj, 2. august og 1. november.

Låneviften for januar 1999 fremgår af tabel 2.7.1.

LÅNEVIFTEN JANUAR 1999		Tabel 2.7.1
Papir		Termin
<i>Obligationer, fast rente</i>		
7 pct. stående lån 2024		10. november 2024
6 pct. stående lån 2009		15. november 2009
5 pct. stående lån 2005		15. august 2005
<i>Statsgældsbeviser</i>		
4 pct. statsgældsbevis 2001 I		15. februar 2001
<i>Skatkammerbeviser</i>		
1999 III		2. august 1999
1999 II		3. maj 1999

Omfanget af det indenlandske statspapirsalg bestemmes af statens bruttofinansieringsbehov. I Finansministeriets budgetoversigter, der normalt udsendes i maj, august, oktober og december, skønnes over statens underskud. Efter hver budgetoversigt udsender Nationalbanken en månedsfordeling af statens skønnede netto- og bruttofinansieringsbehov.

I forbindelse med åbning af nye statspapirserier sendes en meddelelse til Københavns Fondsbørs A/S. Denne meddelelse beskriver vilkårene for salget på åbningsdagen og angiver typisk det maksimale salg på åbningsdagen i det pågældende papir og den initialt udbudte mængde.

Den 1. bankdag i hver måned sendes en meddelelse til Københavns Fondsbørs A/S og andre interesserede om den foregående måneds samlede salg til kursværdi samt det nominelle salg fordelt på papirer. Endvidere meddeles den 2. bankdag i hver måned statens faktiske finansieringsbehov i den forløbne måned. Denne meddelelse udsendes desuden via DN-Nyheder og Reuters (side DKMG-H).

Ved de månedlige skatkammerbevisauktioner udsendes meddelelser til Københavns Fondsbørs A/S og via DN-Nyheder og Reuters (side DKMC-F) om forløbet af auktionen, herunder skæringsrenter og salg i de enkelte skatkammerbevisserier.

Dagligt udsendes via DN-Nyheder og Reuters (side DKMA-B) meddelelse om det nominelle salg i de åbne statspapirer den foregående handelsdag.

Ud over oplysninger om salg oplyses der også hver måned om statens faktiske betalinger samt brutto- og nettofinansieringsbehovet.

De nævnte meddelelser vedrørende salget af statspapirer m.m. udsendes på dansk og engelsk og kan også ses under statslån på www.nationalbanken.dk.

Staten vil i 1999 benytte opkøb mere aktivt som et instrument i den indenlandske statsgældspolitik. Opkøbene tænkes anvendt til at sikre størrelsen og likviditeten i låneviftepapirer. Sigtet er at skabe grundlag for fortsat lave langsigtede låneomkostninger.

For at udjævne afdragene inden for året vil der blive købt op i statspapirer, som forfalder i 1999. Det er herudover hensigten at købe op i 8 pct. stående lån 2001 for hurtigt at kunne opbygge udestående i det statsgældsbevis, der åbnes medio 1999.

Som oplyst i meddelelsen om statens lånevifte i juli 1998 er indenlandske renteswaps taget i anvendelse som nyt instrument i statsgældspolitikken. Indgåelse af renteswaps i danske kroner vil fortsætte i 1999.

KAPITEL 3

Udenlandsk låntagning

SAMMENFATNING**3.1**

Staten foretog i 1998 afdrag for netto 21,6 mia.kr. på den udenlandske statsgæld. Afdrag på statens udenlandske gæld udgjorde 37,4 mia.kr. Årets mellem- og langfristede låntagning var på 15,8 mia.kr.

I forbindelse med Nationalbankens intervention på valutamarkedet i september udstedte staten kortfristede lån under CP-programmet for 18,4 mia.kr. I takt med Nationalbankens tilbagekøb af valuta blev udeståendet af kortfristede lån nedbragt til 0 ved årets udgang.

Valutafordelingen af statens udenlandske gæld er primært koncentreret i ØMU-landenes nationale valutaer og ECU. Efter starten af ØMUens 3. fase kan denne del af gælden opfattes som gæld i euro, selvom der ikke er foretaget redenominering af gælden.

I 1999 forventes afdragene på den udenlandske statsgæld at udgøre 19 mia.kr. Afdragene bliver som udgangspunkt finansieret fuldt ud ved mellem- og langfristet låntagning. En yderligere nedbringelse af den udenlandske statsgæld afhænger af udviklingen på statens konto i Nationalbanken og udviklingen af valutareserven.

LÅNTAGNINGEN I 1998**3.2**

Afdrag på statens udenlandske gæld udgjorde 37,4 mia.kr. i 1998. Årets låntagning var på 15,8 mia.kr. Dermed foretog staten nettoafdrag på den udenlandske statsgæld for 21,6 mia.kr., jf. tabel 3.2.1.

Staten solgte i begyndelsen af 1998 sin aktiepost i Tele Danmark for i alt 31,2 mia.kr. Tele Danmark tilbagekøbte aktier fra staten for 10 mia.kr. Aktier for det resterende beløb blev solgt til selskabet Ameritech fra USA. I forbindelse med aktiesalget blev det besluttet, at indtægterne fra salget af aktier til Ameritech skulle bruges til at nedbringe den udenlandske statsgæld. Desuden skulle de renteindtægter, som optjentes, inden provenuet blev anvendt til finansiering af afdrag, også benyttes til afdrag på den udenlandske statsgæld. Indtægterne fra statens salg af aktier til Ameritech udgjorde i alt 21,4 mia.kr. inkl. renteindtægter.

STATENS UDENLANDSKE LÅNTAGNING, NOMINEL VÆRDI Tabel 3.2.1

Mia.kr.	Com- mercial papers, netto	Mellem- og langfristet lån- tagning	Afdrag ¹⁾	Nettolån- tagning	Valuta- kursregu- lering	Gæld ultimo ²⁾
1995	- 0,5	13,7	32,3	- 19,1	- 5,1	105,6
1996	11,7	16,7	32,1	- 3,7	- 0,4	101,5
1997	- 10,8	36,0	24,4	0,8	1,3	103,6
1998 1. kvrt.	0,0	2,4	8,3	- 6,0	0,3	104,6
1998 2. kvrt.	0,0	4,1	8,9	- 4,7	- 0,4	99,5
1998 3. kvrt.	18,4	6,3	17,6	7,1	- 0,5	106,1
1998 4. kvrt.	- 18,4	3,0	2,6	- 18,0	0,3	88,3
1998	0,0	15,8	37,4	- 21,6	- 0,3	88,3

¹⁾ Opkøb af egne obligationer indgår som afdrag.

²⁾ Gæld netto, dvs. justeret for værdien af statens beholdning af egne obligationer. Per 1. januar 1998 indgår statens 8,5 pct. stående XEU/EUR-lån 2002 i opgørelsen af statens udenlandske gæld. Det indebærer, at statens udenlandske gæld per januar 1998 blev opskrevet med 6,6 mia.kr.

MELLEM- OG LANGFRISTET LÅNTAGNING

3.3

Strategien for den mellem- og langfristede udenlandske låntagning har i en årrække været baseret på optagelsen af fordelagtige lån, jf. kapitel 1. Denne strategi indebærer, at statens udenlandske låntagning ofte foregår ved udstedelse af mindre lån på de internationale kapitalmarkeder. Staten indgår normalt rente- og valutaswaps i tilknytning til selve låneudstedelsen. Det gør det muligt at tilpasse det enkelte lån med hensyn til variabel eller fast rente samt valutaeksponering. Opnåelsen af fordelagtige lånevilkår forklares ofte af særlige forhold på markederne for rente- og valutaswaps, jf. eksemplet i boks 3.1.

I forbindelse med statens mellem- og langfristede låntagning er der opstillet retningslinjer for acceptable låntyper. Retningslinjerne fastlægger krav til den samlede lånekonstruktion, dvs. både det underliggende lån og de tilknyttede rente- og valutaswaps. Formålet med disse retningslinjer er at minimere statens politiske, juridiske og operationelle risici.

Følgende overordnede betingelser skal være opfyldt:

- Lånekonstruktionen skal være kendt i markedet og brugt af anerkendte låntagere.
- Lånekonstruktionen skal være opbygget af simple elementer, der gør konstruktionen gennemskuelig.
- Lånekonstruktionen må ikke medføre usikkerhed om statens afdragsbetalinger eller føre til, at staten påtager sig en uforholdsmæssigt stor kreditrisiko i forbindelse med tilknyttede rente- og valutaswaps.

FORDELAGTIGE LÅN

Boks 3.1

Ved optagelsen af udenlandske statslån vurderes lånets fordelagtighed som regel i forhold til 6-måneders London Inter Bank Offered Rate (Libor) for et lån i den relevante valuta og med den relevante løbetid. Anvendelsen af Libor som referencerente er standard ved udstedelsen af internationale obligationslån.

Opnåelsen af et fordelagtigt renteniveau skyldes ofte, at staten kan udnytte særlige forhold på de internationale låne- og swapmarkeder. Det illustreres af nedenstående eksempel med statens lån nr. 891 optaget i svenske kroner (SEK) den 6. oktober 1998 med valør den 12. oktober 1998.

Lånet blev udstedt som en fast forrentet obligation med et pålydende på 400 mio.SEK. Dette lån blev gennem en swap omlagt til et variabelt forrentet lån i DEM, idet staten ikke ønskede at betale fast rente på det nye lån og ikke vil have valutakursrisiko i SEK. Den tilknyttede swap består af en renteswap fra fast til variabel rente i SEK (6 måneders Stibor (Stockholm Inter Bank Offerede Rate) og en valutaswap fra variabelt forrentet SEK til variabelt forrentet DEM (6 måneders DEM-Libor). Efter indgåelse af swap endte staten med et 8-årigt variabelt forrentet lån til DEM-Libor minus 30 basispunkter (bp.), jf. tabel 1.

RENTER DEN 12. OKTOBER 1998

Tabel 1

Instrument	Cirkulerende mængde, mio.SEK	Udløbsdato	Effektiv rente, pct.
Svensk statsobligation	33.289	25-10-06	4,53
Obligation fra den danske stat (KoD)	400	12-10-06	5,07
Svensk swapkurve (midprice)		12-10-06	5,48
Spænd mellem svensk statsobligation og KoD			0,54
Spænd mellem KoD og svensk swapkurve			- 0,41
Spænd mellem KoD og 6-mdrs. Stibor (bidprice)			- 0,38
Spænd mellem KoD og 6-mdrs. DEM-Libor			- 0,30

Anm.: På de internationale lånemarkeder benævnes den danske stat Kingdom of Denmark (KoD).

Ved vurdering af lånets fordelagtighed er det værd at bemærke, at staten den 12. oktober kunne have udstedt en 8-årig obligation i DEM med en effektiv rente, der lå 22 bp. over renten på tyske statsobligationer. Da spændet mellem swaprenten og tyske statsobligationer på denne dag var 30 bp., kunne staten teoretisk have opnået et variabelt forrentet lån til DEM-Libor minus 8 bp. Statens lån nr. 891 var altså 22 bp. billigere end låntagning direkte i det tyske marked.

Det fremgår af ovenstående tabel, at den effektive rente på statens obligation i SEK var højere end renten på tilsvarende obligationer i det svenske marked. Lånets fordelagtige renteniveau blev således alene opnået i kraft af et stort spænd mellem swaprenten og obligationsrenten i SEK den 12. oktober 1998.

Lånetransaktioner i 1998

Den mellem- og langfristede låntagning udgjorde i 1998 15,8 mia.kr. Der blev optaget i alt 18 lån med et gennemsnitligt provenu på knap 1 mia.kr., jf. bilagstabel 3. Bortset fra to mindre dual currency-lån blev alle lån udstedt som fast forrentede stående lån. Alle lån blev swappet til variabel rente. Af årets samlede låneprovenu blev 7,0 mia.kr. udstedt i ECU (XEU). Disse lån blev den 1. januar 1999 konverteret fra XEU til EUR i forholdet 1:1. Den resterende del af låntagningen blev enten udstedt direkte i eller swappet til D-mark (DEM).

Optagelsen af lån i EUR skal ses i sammenhæng med valutafordelingen af den udenlandske statsgæld efter 1. januar 1999. Inden for rammerne af neutralfordelingen for statens gæld og Nationalbankens valutareserve er det målsætningen, at statens udenlandske gæld overvejende skal være i EUR.

Et af de fire EUR-lån var med 500 mio.EUR større end de øvrige. Med en løbetid på 10 år blev lånet ved udstedelsen sammenlignet med benchmarkudstedelser fra andre statslige låntagere. Således blev lånet ved prisfastsættelsen sammenlignet med den franske stats euroobligation OAT 5,25 pct. 04/2008. Udstedelsen af statens 500 mio.EUR-lån skyldes alene, at det var muligt at opnå et stort fordelagtigt lån i dette segment, og skal ikke ses som et udtryk for en ændring af statens hidtidige lånestrategi i retning af en øget fokusering på benchmarkudstedelser.

Det var navnlig investorer fra Asien, herunder Japan, som viste interesse for statens 500 mio.EUR-lån. Over halvdelen af lånet blev afsat til investorer fra Asien, mens den resterende del blev afsat til europæiske investorer. Det gælder i øvrigt for alle fire EUR-udstedelser, at de i vidt omfang er solgt til investorer i Japan og det øvrige Asien. Det skal ses i sammenhæng med, at japanske investorer i løbet af 1998 har vist stor interesse for investering i papirer denomineret i EUR.

KORTFRISTET LÅNTAGNING

3.4

De samlede afdrag på statens udenlandske gæld inden for et givet år finansieres normalt ved mellem- og langfristet låntagning. Statens kortfristede låntagning kan benyttes til hurtig opfyldning af valutareserven i forbindelse med Nationalbankens intervention på valutamarkedet. Desuden benytter staten kortfristet låntagning i perioder, hvor der forventes et lavt indestående på statens konto i Nationalbanken. Kortfristet låntagning sker ved træk på statens commercial paper-programmer (CP) med løbetider på de enkelte udstedelser på typisk mellem en uge og en måned. For en beskrivelse af programmerne henvises til kapitel 2 i STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD 1996.

I forbindelse med Nationalbankens intervention på valutamarkedet hjemtog staten kortfristede lån for 18,4 mia.kr. i 3. kvartal 1998. Udeståendet blev nedbragt i 4. kvartal i takt med, at stabiliseringen af valutamarkedet gjorde det muligt for Nationalbanken at købe valuta tilbage. Udestående under CP-programmerne var 0 ved udgangen af året. Udviklingen i indeståendet på statens konto gav ikke anledning til at udstede CP'ere i 1998.

STATENS RATING

3.5

Rating er af stor betydning for låneomkostningerne for såvel mellem- og langfristet låntagning som kortfristet låntagning. Kongeriget Danmark er rated af de førende ratingbureauer. Danmarks rating med hensyn til lån denomineret i fremmed valuta er p.t. AA+, Aa1, og AA+ hos henholdsvis Standard & Poor's, Moody's og Fitch IBCA. For alle tre bureauer svarer dette til næsthøjeste kategori, jf. bilagstabel 9. Standard & Poor's tilknyttede i maj 1998 kommentaren "positive outlook" til ratingen af Danmark.

RENTE- OG REFINANSIERINGSRISIKO

3.6

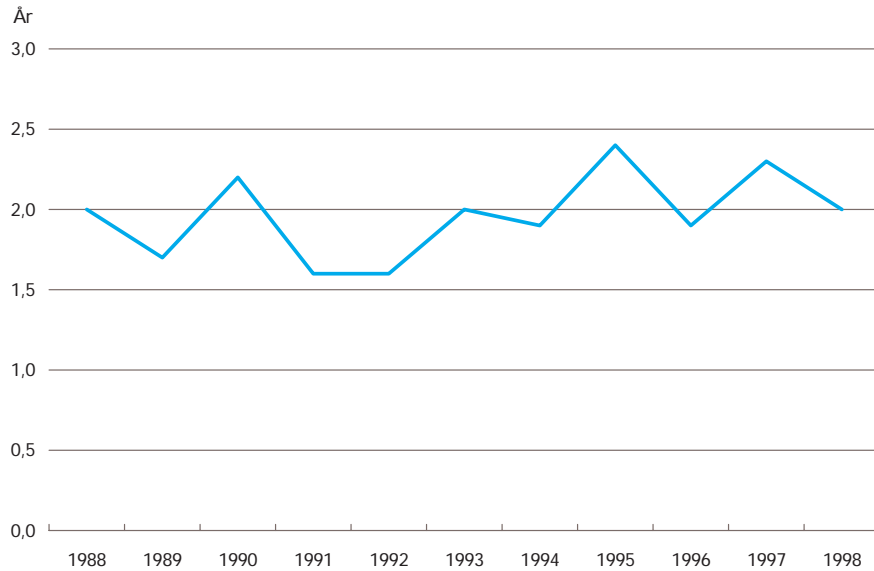
Styringen af den generelle renterisiko på statens udenlandske gæld foregår ved anvendelse af en målsætning for varigheden. Målsætningen for varigheden af den udenlandske statsgæld var i 1998 på 2,5 år +/- 0,5 år. Varigheden på statens gæld i udenlandsk valuta faldt gennem 1998 fra 2,3 år til 2,0 år, jf. figur 3.6.1. Udviklingen i varigheden på den udenlandske statsgæld skal ses i sammenhæng med varighedsudviklingen for den indenlandske statsgæld, jf. kapitel 1. Der sigtes mod en fastholdelse af varigheden omkring det nuværende niveau i 1. kvartal 1999.

Refinansieringsrisikoen kan udtrykkes ved størrelsen af den årlige refinansieringsbyrde. For at lette styringen af refinansieringsrisikoen er der udarbejdet et sigtepunkt for gældens afdragsprofil. Sigtepunktet for afdragsprofilen er blevet fastsat ud fra en forudsætning om, at låntagningen i et givet år som udgangspunkt fordeles ligeligt på de relevante løbetidssegmenter.

Af figur 3.6.2 fremgår, at der gennem 1998 er sket en udjævning af afdragsprofilen. Afdragene i løbetidssegmenterne 6-8 år er imidlertid stadig lavere end sigtepunktet for afdragsprofilen. Det skyldes, at det ikke har været muligt at opnå tilstrækkeligt fordelagtige lån i disse løbetidssegmenter. Tilpasningen til sigtepunktet for afdrag i disse udløbsår vil blive sikret ved de kommende års låntagning.

VARIGHEDEN AF UDENLANDSK STATSGÆLD, ULTIMO ÅRET

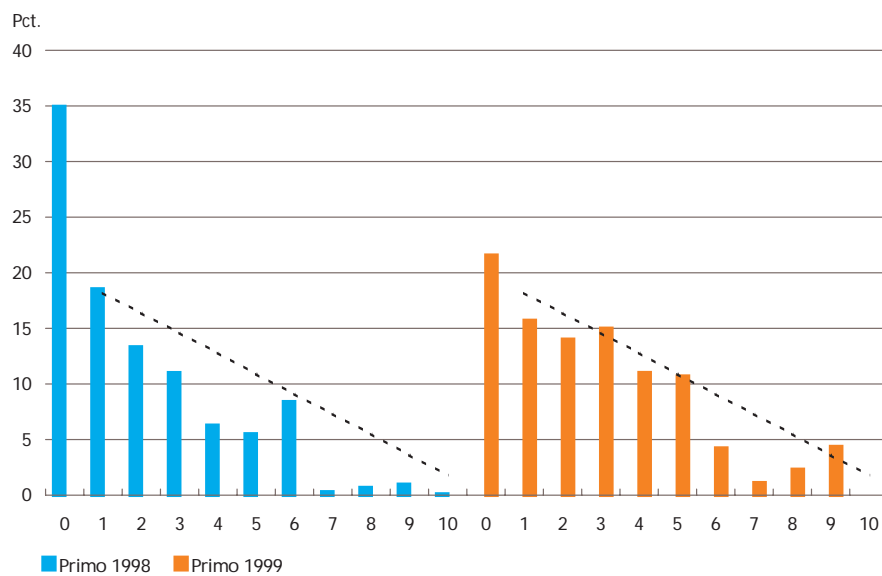
FIGUR 3.6.1



Styringen af rente- og refinansieringsrisikoen på statens udenlandske gæld håndteres i vidt omfang ved anvendelse af renteswaps. Renteswaps kan enten blive tilknyttet udstedelsen af et konkret lån eller optages i form af såkaldte porteføljeswaps, der indgås uden direkte til-

AFDRAGSPROFIL OG SIGTEPUNKT FOR AFDRAGSPROFIL FOR UDENLANDSK STATSGÆLD

FIGUR 3.6.2



Anm.: Stiplet linje angiver sigtepunktet for afdragsprofilen ultimo året.

knytning til et underliggende lån. Anvendelsen af renteswaps giver øget fleksibilitet ved tilpasning af varigheden på den udenlandske statsgæld og ved optagelsen af nye lån.

VALUTAFORDELINGEN AF DEN UDENLANDSKE STATSGÆLD

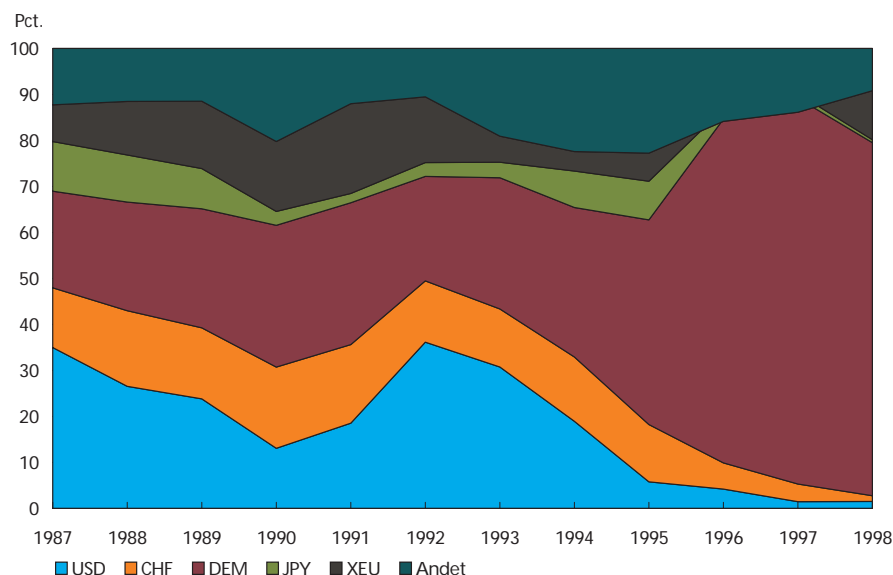
3.7

Valutakursrisikoen på statens udenlandske gæld styres sammen med Nationalbankens valutareserve, jf. kapitel 4. Det indebærer, at der opstilles et mål for valutafordelingen af gælden og valutareserven opgjort på nettobasis, den såkaldte neutralfordeling. Ved fastlæggelse af neutralfordelingen blev DEM op igennem 1990'erne anset som forbundet med den mindst mulige risiko. Det forklares af målsætningen om at fastholde en stabil kronekurs over for de europæiske kernevalutaer og DEM's status som ankervaluta. Efter overgangen til ØMUens 3. fase den 1. januar 1999 er DEM blevet afløst af EUR som den risikominimerende valuta i neutralfordelingen.

Valutafordelingen af statens udenlandske gæld er i de senere år gået i retning af en større andel af DEM, jf. figur 3.7.1. Det skyldes, at der har været en større fokusering på valutakursrisikoen på bruttopositionerne i neutralfordelingen for statens udenlandske gæld og valutareserven. Denne strategi fortsættes efter overgangen til ØMUens 3. fase, hvor

FORDELING AF UDENLANDSK STATSGÆLD, ULTIMO

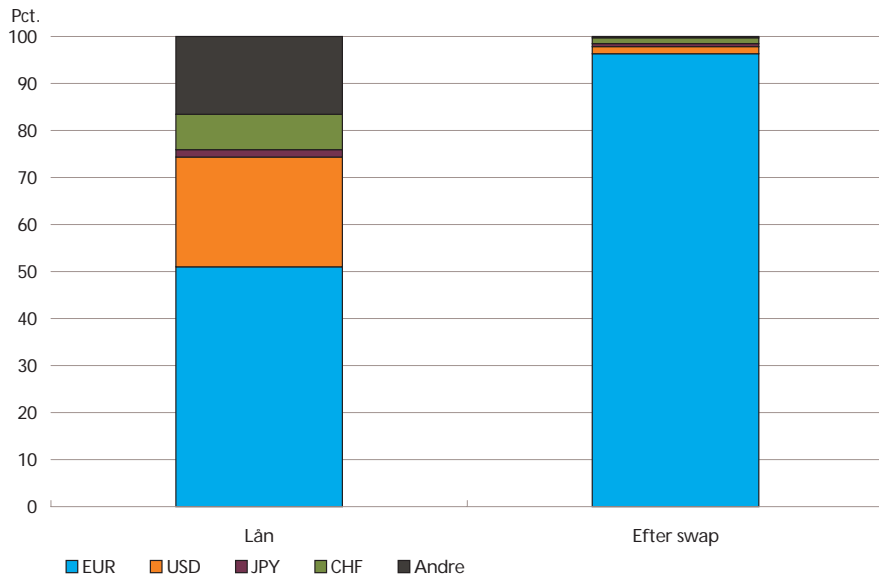
FIGUR 3.7.1



Anm.: I opgørelsen af udenlandsk statsgæld er ikke fratrukket opkøb af egne obligationer. "Andet" dækker hovedsageligt GBP og EMS-valutaer ud over DEM.

VALUTAFORDELINGEN AF DEN UDENLANDSKE STATSGÆLD
FØR OG EFTER VALUTASWAPS, ULTIMO 1998

FIGUR 3.7.2



Anm.: Betegnelsen EUR dækker over valutaerne DEM, EUR, FRF, BEF, LUC og NLG.

gæld denomineret i deltagerlandenes gamle valutaer samt XEU nu opfattes som gæld i EUR, selvom der ikke er foretaget redenominering af gælden. Således var valutakursrisikoen på statens udenlandske gæld hovedsageligt placeret i EUR ved indgangen til 1999, jf. figur 3.7.2.

Valutafordelingen for den udenlandske statsgæld styres i vid udstrækning ved brug af valutaswaps. Valutaswaps giver staten mulighed for at udstede lån i valutaer uden for euroområdet, uden at staten dermed påtager sig en øget valutakursrisiko i forhold til udstedelse af lån i EUR. Den øgede fleksibilitet i valg af udstedelsesvaluta indebærer, at staten har bedre mulighed for at udnytte særlige forhold på de internationale kapitalmarkeder, som kan reducere låneomkostningerne. Anvendelsen af swaps ved tilpasning af valutafordelingen for den udenlandske statsgæld fremgår af figur 3.7.2.

Indgåelsen af rente- og valutaswaps indebærer, at staten påtager sig kreditrisiko på modparten i den pågældende swap. Håndteringen af kreditrisikoen på statens swapportefølje beskrives i kapitel 9.

ØMU-FORBEREDELSE

3.8

I forbindelse med starten af ØMUens 3. fase har Nationalbanken foretaget en række tilpasninger i administrationen af den udenlandske statsgæld.

Der skete ingen redenominering af statens udenlandske lån i forbindelse med overgangen til ØMUens 3. fase, jf. kapitel 9 i STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD 1997. Nationalbanken vil imidlertid lade betalinger på lån og swapkontrakter denomineret i ØMU-landenes nationale valutaer foregå i euro. Ifølge EU-Kommissionens henstilling af 23. april 1998 om bankgebyrer for omregning til euroen er banker ikke berettigede til at opkræve vekselgebyr ved udbetaling af eurobeløb i national valuta. Investorer, som ønsker at få renter og afdrag udbetalt i den oprindelige lånevaluta, vil derfor ikke blive berørt af beslutningen.

Valutaen XEU ophørte med at eksistere den 1. januar 1999. Ifølge Rådsforordningen om kontraktkontinuitet, udstedt med hjemmel i Maastricht-traktatens artikel 235, er det fastlagt, at lån optaget i XEU konverteres til EUR i forholdet 1:1, medmindre parterne har aftalt andet. Statens lån i XEU blev således konverteret til EUR den 1. januar 1999, inkl. 8,5 pct. stående XEU-lån 2002 noteret på Københavns Fondsbørs.

Markedskonventionerne på statens udenlandske lån er ikke ændret i forbindelse med overgangen til ØMUens 3. fase.

Med hensyn til statens låne- og swapkontrakter har Nationalbanken undersøgt, om overgangen til ØMUens 3. fase kunne give anledning til problemer. Der var især behov for at afklare, hvilke referencerenter der skulle anvendes i swapkontraktens variabelt forrentede ben efter, at de nationale referencerenter ophørte med at eksistere. For at minimere behovet for bilaterale forhandlinger med statens swapmodparter underskrev Nationalbanken i sommeren 1998 en ØMU-protokol, som er udarbejdet af International Swaps and Derivatives Association, (ISDA). Formålet med denne protokol var multilateralt at afklare eventuelle fortolkningsspørgsmål vedrørende overgangen til ØMUens 3. fase. Protokollen skal primært ses som en bekræftelse af allerede vedtagne regler og gældende markedskonventioner.

Udvælgelsen af deltagerlande til ØMUen har medført en række ændringer i ratingen af deltagerlandenes statsgæld hos de toneangivende ratingbureauer Moody's Investors Service og Standard & Poor's, jf. tabel 3.8.1.

Begge bureauer har med henvisning til euroområdet status som nettokreditor tildelt alle lande et ratingloft på Aaa/AAA. Imidlertid har de to ratingbureauer en forskellig opfattelse af ØMUens konsekvenser for vurderingen af deltagerlandenes statsgæld. Moody's har med henvisning til det fælles ratingloft opgraderet vurderingen af den udenlandske statsgæld til niveauet for den indenlandske statsgæld. Standard & Poor's har derimod valgt at nedgradere ratingen af en række af deltagerlandenes indenlandske statsgæld til ratingen for den udenlandske statsgæld med henvisning til, at landene ikke længere har adgang til

ÆNDRINGEN I STATSLIGE LÅNTAGERES RATING SOM FØLGE AF ØMUEN Tabel 3.8.1

	Moody's		Standard & Poor's	
	Indenlandsk gæld	Udenlandsk gæld	Indenlandsk gæld	Udenlandsk gæld
Belgien	Aa1	Aa1	AA + ↓	AA +
Finland	Aaa	Aaa ↑	AA ↓	AA
Irland	Aaa	Aaa ↑	AA + ↓	AA +
Italien	Aa3	Aa3	AA ↓	AA
Portugal	Aa2	Aa2 ↑	AA - ↓	AA -
Spanien	Aa2	Aa2	AA ↓	AA
Danmark	Aaa	Aa1	AAA	AA +

Anm.: Rating med fed angiver ændring. ↑ ↓ angiver retningen på ændringen.
Kilde: Moody's Investors Service samt Standard & Poor's.

monetær finansiering. Ændringerne i ØMU-landenes rating har ikke haft nogen indflydelse på ratingen af den danske statsgæld.

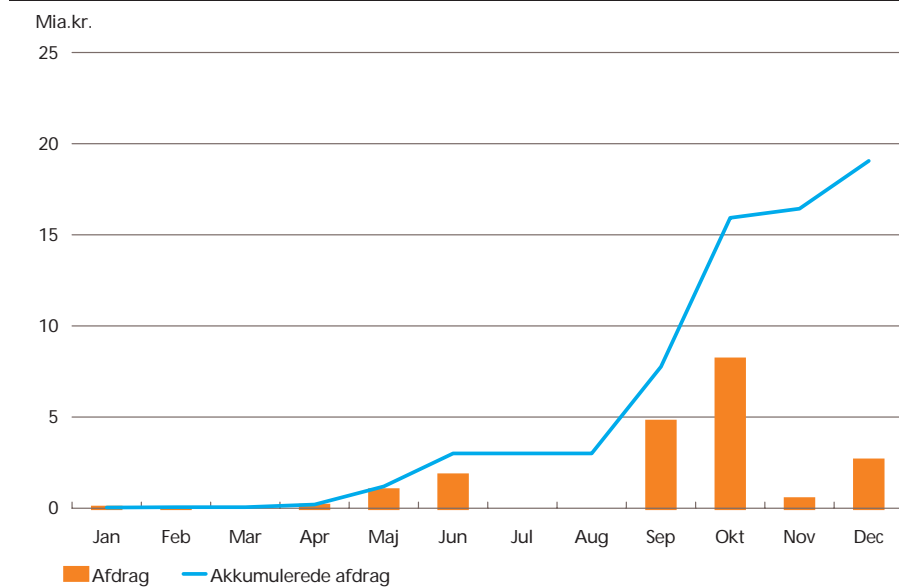
LÅNTAGNINGEN I 1999

3.9

Afdrag på mellem- og langfristet gæld udgør 19 mia.kr. i 1999. Afdragene er hovedsagelig placeret i årets anden halvdel, jf. figur 3.9.1. Det forventes som udgangspunkt, at alle afdrag på den udenlandske statsgæld bliver finansieret ved ny låntagning. Muligheden for at nedbringe den udenlandske statsgæld i 1999 afhænger af valutareservens størrelse

AFDRAG PÅ UDENLANDSK STATSGÆLD I 1999

FIGUR 3.9.1



og forventningerne til indeståendet på statens konto. En eventuel nedbringelse af gælden vil under alle omstændigheder først kunne gennemføres i 2. halvår, hvor hovedparten af afdragene er placeret.

Der ventes ikke at være behov for CP-udstedelse af hensyn til statens konto i 1999. Det skyldes bl.a., at udsvingene på statens konto i Nationalbanken reduceres som følge af, at momsindbetalingerne til staten omlægges med virkning fra 1. april 1999.

DE STATSGARANTEREDE ENHEDERS LÅNTAGNING

3.10

Som agent for Finansministeriet udsteder Nationalbanken garantier for en række statsgaranterede enheders låntagning mv. Det drejer sig om:

- Finansstyrelsen; frem til den 1. januar 1999 blev enheden benævnt Kongeriget Danmarks Hypotekbank. Enhed under Finansministeriet, som bl.a. forvalter Hypotekbankens gæld.
- A/S Storebælt; ansvarlig for konstruktionen og driften af den faste forbindelse mellem Sjælland og Fyn.
- A/S Øresundsforbindelsen; ansvarlig for konstruktionen af de danske landanlæg i tilknytning til den faste forbindelse mellem Danmark og Sverige.
- Øresundskonsortiet; ansvarlig for konstruktionen og driften af den faste forbindelse mellem Danmark og Sverige.

Nationalbanken har hidtil godkendt de statsgaranterede enheders låntagning i henhold til aftale mellem Finansministeriet og Nationalbanken fra 1991. Under denne aftale godkendte Nationalbanken de kommercielle vilkår for de enkelte finansielle transaktioner og godkendte juridisk de enkelte transaktioner samt stillede statsgaranti.

I løbet af 1990'erne er der sket en ændring af statens indflydelse i statssektoren fra påvirkning af løbende driftsbeslutninger til fastlæggelse af overordnede rammer for selskaberne. I lyset af disse ændringer og som følge af, at enhederne gradvist havde opbygget fi-

STATSGARANTEREDE ENHEDERS GÆLD MED STATSGARANTI, ULTIMO 1998

Tabel 3.10.1

	Mio.kr.
Øresundskonsortiet	16.309
Øresundsforbindelsen	7.157
Storebælt	39.526
Finansstyrelsen	10.922

Kilde: Enhederne.

Anm.: Øresundskonsortiets gæld er garanteret af den danske stat og den svenske stat i fællesskab.

nansiel ekspertise, indgik Finansministeriet og Nationalbanken den 25. november 1998 en ny aftale om retningslinjer for de statsgaranterede enheders låntagning.

De nye retningslinjer for de statsgaranterede enheders låntagning udstikker overordnede rammer for enhedernes låntagning og risikostyring. Det præciseres endvidere, at enhedens bestyrelse og direktion er ansvarlige for låntagning og risikostyring. Nationalbanken stiller fortsat garanti for enhedernes låntagning. Der vil fremover blive afholdt regelmæssige møder, hvor de statsgaranterede enheder vil orientere Finansministeriet og Nationalbanken om låntagning og risikostyring i relation til låneporteføljen.

KAPITEL 4

Samstyringen af statens og Nationalbankens valutamæssige mellemværender

SAMMENFATNING**4.1**

Statens udlandsgæld styres sammen med Nationalbankens valutareserve. Dermed sikres, at statens og Nationalbankens valutakursrisiko under ét ikke afspejler udsving i gæld og reserver, men styres, så risikoen er lav. Statens og Nationalbankens valutamæssige nettotilgodehavende var ved udgangen af 1998 på ca. 20 mia.kr.

BAGGRUND FOR SAMSTYRINGEN**4.2**

Statens udenlandske gæld er primært optaget af hensyn til valutareserven. Når staten låner i valuta, placeres provenuet i valutareserven; til gengæld stiger indeståendet på statens konto i Nationalbanken. Hvis staten låner i én valuta, fx USD, og Nationalbanken omveksler provenuet til en anden valuta, fx EUR, vil valutakurseksponeringen for staten og Nationalbanken under ét indebære en stor risiko og ikke være et resultat af overvejelser om, hvad der er mest hensigtsmæssigt. Samstyringen af statens og Nationalbankens valutamæssige mellemværende startede i 1992. For en gennemgang af erfaringerne med samstyringen henvises til STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD 1997, kapitel 10.

Ved kvartalsvise møder med deltagelse af Finansministeriet, Økonomiministeriet og Nationalbanken fastsættes en neutralfordeling for nettotilgodehavendets valutasammensætning. Nationalbanken kan i den daglige administration afvige fra neutralfordelingen, og i perioder, hvor der intervenseres, kan neutralfordelingen suspenderes.

I perioden 1992-95 blev neutralfordelingen fastsat som en fast relativ fordeling af nettogælden på valutaer. Det betød, at den absolutte eksponering i alle valutaer ændrede sig ved ændringer i nettogælden. Når nettogælden steg, blev statens og Nationalbankens valutakursrisiko under ét forøget. Omvendt faldt statens og Nationalbankens valutakursrisiko, når nettogælden faldt. En sådan automatisk kobling mellem niveauet for nettogælden og valutakursrisikoen var u hensigtsmæssig. Fra

starten af 1996 ændredes neutralfordelingen derfor til en fast absolut fordeling for alle valutaer undtagen EMS-valutaerne (DEM, FRF, NLG, BEF samt XEU). Nettopositionen i EMS-valutaerne blev bestemt residualt og kom derved til at bære tilpasningen ved ændringer i nettogælden. Denne styringsmodel indebærer, at ændringer i nettogælden kun gav øget eksponering over for de valutaer, der fluktuerede mindst over for danske kroner, dvs. de valutaer, der måtte betragtes som de mindst risikofyldte.

SAMSTYRINGEN I 1998

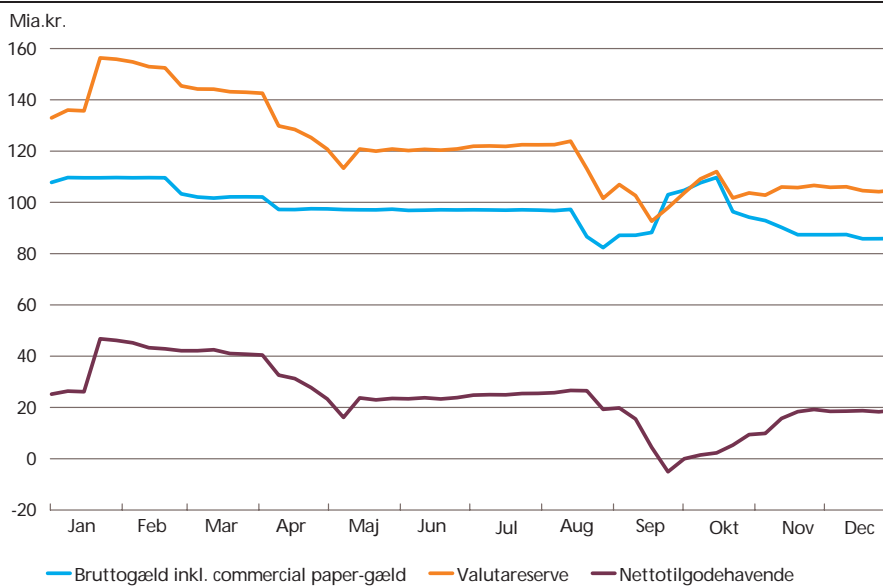
4.3

Udviklingen i nettotilgodehavendet afspejler normalt Nationalbankens interventioner på valutamarkedet. Når Nationalbanken sælger valuta til fordel for kronen, falder nettotilgodehavendet sammen med valutareserven. Når Nationalbanken omvendt køber valuta, stiger reserven og nettotilgodehavendet. Statens låntagning i udlandet påvirker ikke nettotilgodehavendet, idet valutaprovenuet fra denne låntagning forøger valutareserven.

I de første godt fem år efter samstyringsens start i 1992 havde staten og Nationalbanken under ét nettogæld i valuta, men har siden midten af 1997 – bortset fra en enkelt kortvarig periode – haft et nettotilgodehavende i valuta. Med andre ord er Nationalbankens valutatilgodehavende i dag større end statens valutagæld. Det forhold, at staten og

FORDELING AF DET UDENLANDSKE NETTOTILGODEHAVEDE I 1998

Figur 4.3.1



Nationalbanken har et nettotilgodehavende i stedet for en nettogæld, ændrer ikke samstyringens grundlæggende principper.

Nettotilgodehavendet var ved indgangen til 1998 på godt 25 mia.kr. Medio januar blev valutareserven og nettotilgodehavendet forøget med ca. 21 mia.kr. Denne stigning i nettotilgodehavendet afspejlede, at staten modtog valutaprovenuet fra salget af aktier i Tele Danmark. Provenuet indgik umiddelbart i valutareserven, men blev gennem året anvendt til nedbringelse af statens valutagæld.

På grund af Nationalbankens interventioner under valutauroen i september blev nettotilgodehavendet negativt. I de efterfølgende måneder købte Nationalbanken valuta tilbage, og ved årets udgang var nettotilgodehavendet knap 20 mia.kr.

Neutralfordelingens sammensætning

Valutakursrisikoen har to elementer: et element, der afspejler risikoen for, at den danske krone falder i værdi – en kronekursrisiko – og et element, der afspejler risikoen for, at andre valutaer end kronen bevæger sig indbyrdes.

Givet den danske valutakurspolitik kan risikoen på DKK/EUR-kursen opfattes som kronekursrisikoen. Den kan ikke undgås, så længe der er nettofordringer/-gæld. En placering af hele nettotilgodehavendet i EUR må vurderes at give den mindst mulige valutakursrisiko. Før introduktionen af EUR blev DEM som ankervaluta i EMS-samarbejdet betragtet som den mindst risikofyldte valuta.

Hensigten med neutralfordelingens valutapositioner er, at staten og Nationalbanken ved at løbe en vis (mindre) valutakursrisiko på langt sigt kan opnå rente- og valutakursgevinster i forhold til den risikominimerende valutafordeling. Med henblik på at opnå disse rente- og valutakursgevinster justeres neutralfordelingen, når det skønnes hensigtsmæssigt. Det skal dog understreges, at valutakursrisikoen holdes på et meget lavt niveau. Neutralfordelingens sammensætning gennem 1998 og i begyndelsen af 1999 er vist i tabel 4.3.1.

NEUTRALFORDELINGENS SAMMENSÆTNING					Tabel 4.3.1
Mia.kr.	USD	JPY	GBP	CHF	EMS/EUR
1. kv. 1998	2,0	- 2,5	- 1,0	- 2,0	Resten
2. kv. 1998	1,0	- 2,5	0,5	- 2,5	Resten
3. kv. 1998	2,0	- 1,5	- 2,0	- 3,0	Resten
4. kv. 1998	- 0,5	- 1,5	- 0,5	- 2,5	Resten
1. kv. 1999	0,0	- 1,0	- 0,5	- 3,5	Resten

Anm: Negative tal angiver gæld.

¹⁾ Ved EMS forstås valutaerne DEM, FRF, NLG, BEF samt XEU.

NEUTRALFORDELINGENS PERFORMANCE

4.4

Statens og Nationalbankens nettoposition er som nævnt blevet styret med udgangspunkt i en neutralfordeling siden 1992. Et spørgsmål, der kan stilles, er, hvad neutralfordelingens performance har været, dvs. hvad det har betydet for indtjeningen, at neutralfordelingen har indebåret valutapositioner i forhold til en fordeling, der udelukkende består af DEM.

Der er ikke nogen entydig metode, som kan anvendes til at vurdere neutralfordelingens performance. Dels er styringen sket ved hjælp af en relativ fordeling til og med 1995, og derefter ved hjælp af en absolut fordeling. Det betyder, at neutralfordelingens absolutte valutakursrisiko varierede i takt med nettogældens størrelse i perioden 1992-95. Dels har styringen efter neutralfordelingen været suspenderet i perioder med store interventioner. Således var neutralfordelingen fx suspenderet i en væsentlig del af 1993.

Der er derfor foretaget en performanceberegning med henblik på at vurdere fordelagtigheden af de aktive beslutninger om neutralfordelingens valutasammensætning. Beregningen er foretaget, som om styringen har været absolut siden 1992. Sammenligningsgrundlaget er en (hypotetisk) neutralfordeling udelukkende i DEM.

Beregningen af neutralfordelingens akkumulerede performance siden 1992 viser en gevinst på knap 800 mio.kr., jf. figur 4.4.1. Renteudgifterne ved neutralfordelingen var ca. 900 mio.kr. mindre, end renteudgifterne havde været ved en DEM-placering. Den positive og stabilt vok-

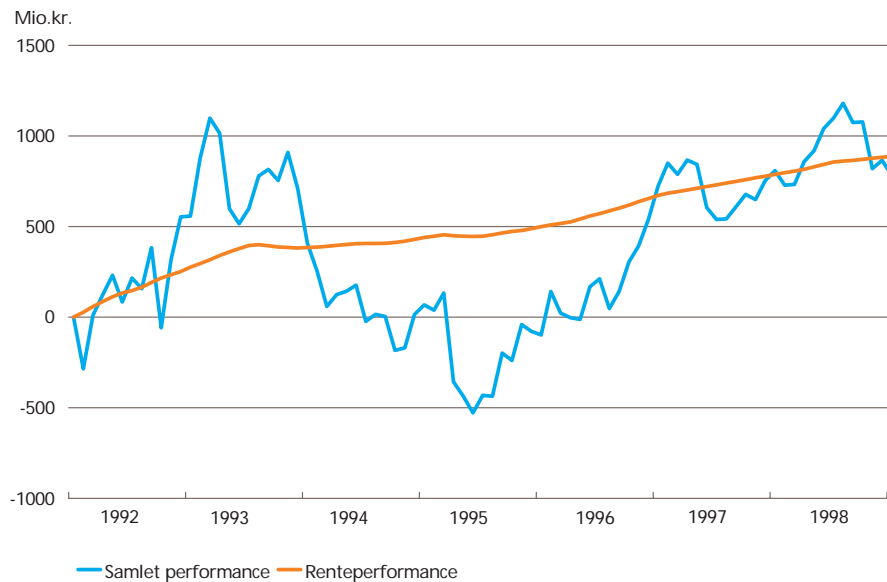
NETTOGÆLDENS NEUTRALFORDELING Tabel 4.4.1

	USD	JPY	GBP	CHF	EMS	I alt
	Pct.					
1. jan.-15. sep. 1992	6	2	- 9	36	65	100
16. sep.- 8. okt. 1992	- 2	0	- 2	35	69	100
9. okt.-30. dec. 1992	- 2	0	0	34	68	100
31. dec.-14. jun. 1993	- 5	0	4	30	71	100
15. jun.-31. dec. 1993	- 8	0	3	20	85	100
1. jan. 1994-31. dec. 1995	- 10	7	- 3	14	92	100
	Mia.kr.					
1. jan.-31. dec. 1996	- 4,0	2,5	0,0	4,5	Resten	
1. jan.-31. dec. 1997	- 2,0	2,5	1,0	2,0	Resten	
1. kv. 1998	- 2,0	2,5	1,0	2,0	Resten	
2. kv. 1998	- 1,0	2,5	0,5	- 2,5	Resten	
3. kv. 1998	- 2,0	1,5	2,0	3,0	Resten	
4. kv. 1998	0,5	1,5	0,5	2,5	Resten	

Anm: Negative tal angiver tilgodehavende.

NEUTRALFORDELINGENS AKKUMULEREDE PERFORMANCE

Figur 4.4.1



Anm: Akkumuleret performance ultimo måneden

sende rentepreformance afspejler, at der via neutralfordelingen normalt lånes i lavrentevalutaer og placeres i højrentevalutaer. Til gengæld havde neutralfordelingen et akkumuleret valutakurstab på godt 100 mio.kr. i forhold til en DEM-placering.

De aktive beslutninger om neutralfordelingens sammensætning har således alt i alt givet en pæn gevinst.

NATIONALBANKENS PERFORMANCE

4.5

I det daglige administrerer Nationalbanken den valutamæssige sammensætning af nettotilgodehavendet. Nationalbanken har mulighed for at lade nettotilgodehavendets valutafordeling afvige fra neutralfordelingen med op til 2½ mia.kr. i hver valuta. Når Nationalbanken lader den faktiske valutafordeling afvige fra neutralfordelingen, er det med henblik på at opnå et merafkast.

Nationalbankens performance opgøres som forskellen mellem de beregnede indtægter fra neutralfordelingen og de beregnede indtægter fra den faktiske valutafordeling. I 1998 var Nationalbankens performance negativ med godt 50 mio.kr. Den negative performance skyldes især positioner i USD og JPY.

KAPITEL 5

Statsgælden

SAMMENFATNING

5.1

Statsgælden faldt i 1998 med 34,4 mia.kr. som følge af overskud på statens finanser. Faldet i gælden er påvirket af statens salg af sin aktiepost i Tele Danmark, der gav indtægter for 31,4 mia.kr. Ved udgangen af 1998 udgjorde statsgælden 567,1 mia.kr. svarende til 48,5 pct. af BNP. I 1998 var renteudgifterne af statsgælden 38,8 mia.kr.

Den offentlige sektors bruttogæld opgjort i henhold til Maastricht-traktaten – ØMU-gælden – udgjorde 657 mia.kr. ultimo 1998 eller 59 pct. af BNP.

Primo 1998 indførtes nye regnskabsprincipper bl.a. for opgørelse af renteudgifter og fordelte emissionskurstab. Nu udgiftsføres efter et optjeningsprincip mod tidligere et betalingsprincip. Dermed fås et mere retvisende billede af omkostningerne af statsgælden.

STATSGÆLD OG RENTEUDGIFTER

5.2

Som følge af overskud på statens finanser faldt statsgælden i 1998 med 34,4 mia.kr., jf. tabel 5.2.1. Det store fald i gælden skal ses i lyset af statens salg af sin aktiepost i Tele Danmark, der gav indtægter for 31,4 mia.kr. Statsgælden blev nedbragt til 567,1 mia.kr. ved udgangen af 1998 og udgjorde 48,5 pct. af BNP. Gældskvoten har dermed været fallende siden 1995. I 1999 ventes et mindre fald i statsgælden i kraft af det budgetterede overskud på statens finanser.

Statens aktiepost i Tele Danmark blev solgt til det amerikanske selskab Ameritech og til Tele Danmark selv, jf. kapitel 3. Indtægterne i forbindelse med salget til Ameritech var på 21,4 mia.kr., mens Tele Danmark tilbagekøbte egne aktier for 10,0 mia.kr.

Indtægterne fra salget til Ameritech blev anvendt til at nedbringe den udenlandske statsgæld. Denne faldt i 1998 med 15,3 mia.kr., idet udestående på nominelt 6,6 mia.kr. af statens 8,5 pct. stående ECU-lån 2002 blev omdefinert fra indenlandsk til udenlandsk statsgæld. Disse forhold forklarer stort set hele ændringen i den udenlandske statsgæld.

Den indenlandske statsgæld faldt med 17,3 mia.kr. Faldet kan henføres til provenuet fra Tele Danmarks tilbagekøb af aktier for 10,0 mia.kr.

NETTOLÅNTAGNING OG BEVÆGELSER I STATSGÆLDEN 1995-99		Tabel 5.2.1				
Mia.kr.	1995	1996	1997	1998	1999	
<i>Nettolåntagning</i>						
Indenlandsk nettolåntagning	32,6	19,3	- 5,9	- 10,3	- 5,4	
Udenlandsk nettolåntagning ¹⁾	- 19,9	- 5,0	- 0,2	- 21,7	- 0,1	
Træk på Nationalbanken	21,6	2,6	2,0	- 5,0	0,0	
Nettolåntagning til kursværdi	34,3	16,9	- 4,1	- 37,0	- 5,5	
<i>Kursregulering</i>						
Indenlandske emissionskurstab	7,8	1,6	1,8	- 0,7	- 0,7	
Udenlandske emissionskurstab	0,5	0,0	0,2	0,1	0,1	
Valutakursregulering (- = gevinst) ²⁾	- 5,5	0,0	1,4	- 0,3	0,0	
Kursregulering i alt	2,8	1,7	3,3	- 0,9	- 0,6	
Nettolåntagning til nominel værdi	37,1	18,6	- 0,8	- 37,9	- 6,1	
Statusposter						
<i>Ultimo året, nominel værdi</i>						
Indenlandsk gæld	657,7	677,7	673,7	656,4	650,3	
Udenlandsk gæld	105,6	101,5	103,6	88,3	88,3	
Statens konto i Nationalbanken	33,7	31,1	29,0	34,0	34,0	
Den Sociale Pensionsfond ³⁾	151,4	148,8	146,8	143,6	142,0	
Statsgæld	578,3	599,4	601,5	567,1	562,6	
Statsgæld i pct. af BNP	57,1	56,2	53,6	48,5	46,2	

Kilde: Statsregnskab 1995, 1996 og 1997, Budgetoversigt 3-98 og foreløbige tal fra statens bogføring.

Anm.: Tal for 1999 er skøn, baseret på Budgetoversigt 3-98. Der er ikke foretaget kursregulering i forbindelse med opkøb af egne papirer. Låntagningen i de enkelte år kan derfor afvige fra bevægelser i gælden.

Fra 1998 indgår Den Sociale Pensionsfonds nettoobligationskøb ikke i den indenlandske og samlede nettolåntagning til kursværdi. Samtidig med overgang til nyt regnskabsprincip per 1. januar 1998 blev udestændet på nominelt 6,6 mia.kr. af statens 8,5 pct. stående ECU-lån 2002 omdefinert fra indenlandsk til udenlandsk statsgæld. Bevægelsen i den indenlandske og udenlandske statsgæld i 1998 svarer derfor ikke til indenlandsk og udenlandsk nettolåntagning.

¹⁾ I 1995-97 inkl. opkøb af det da indenlandske ECU-lån.

²⁾ I 1995-97 inkl. valutakursregulering på det da indenlandske ECU-lån. Opgørelsen kan derfor afvige fra tabel 3.1.1.

³⁾ Indeksobligationer er opgjort til indekseret værdi. I statsregnskabet opgøres Den Sociale Pensionsfonds obligationsbeholdning til anskaffelsværdi.

og omflytningen af udestændet på nominelt 6,6 mia.kr. af statens 8,5 pct. stående ECU-lån 2002.

Den indenlandske låntagning var i 1998 ikke som i tidligere år forbundet med et samlet emissionskurstab. Det lave renteniveau betød, at staten udstedte obligationer og gældsbeviser til kurser over pari. Udstedelsen af skatkammerbeviser, som er nul kuponpapirer, gav dog emissionskurstab.

Der er indført et nyt regnskabsprincip gældende fra 1. januar 1998, jf. STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD 1997. Det nye regnskabsprincip giver et mere retvisende billede af omkostningerne ved statsgælden. Periodiseringen af renteudgifter og emissionskurstab ændres, og realiserede valutakurs-

tab på den udenlandske gælds afdragsbetalinger udgiftsføres som en omkostning.

Renteudgifter og fordelte emissionskurstab periodiseres nu efter et optjeningsprincip og ikke som tidligere efter et betalingsprincip. Renteudgifter opgøres i forhold til årets rentetilskrivning svarende til antallet af dage, et lån løber i det pågældende år. Emissionskurstab, der opgøres som forskellen mellem nominel værdi og kursværdi ved emission, bogføres på statsregnskabet under betegnelsen fordelte emissionskurstab. Efter det nye regnskabsprincip fordeles emissionskurstabet lineært over lånets løbetid. Tidligere fordeltes emissionskurstab efter afdragene på de enkelte lån.

Det nye regnskabsprincip indebærer, at en del af de fremtidige fordelte emissionskurstab ikke udgiftsføres på DAU, men derimod indgår som en primokorrektion på statens status for 1998.

I tabel 5.2.2 er vist den regnskabsmæssige opgørelse af statsgældens renteudgifter.

De samlede renteudgifter på statsgælden var i 1998 på 38,8 mia.kr. Opgjort efter det tidligere regnskabsprincip udgjorde renteudgifterne i 1997 43,5 mia.kr. Af forskellen mellem 1997 og 1998 på 4,7 mia.kr. kan ca. 1 mia.kr. henføres til, at renteudgifterne på den indenlandske gæld i 1997 er lavere, hvis de opgøres efter de nye regnskabsprincipper. I 1999

RENTEUDGIFTER FOR STATSGÆLDEN 1995-99						Tabel 5.2.2
Mia.kr.	1995	1996	1997	1998	1999	
<i>Indenlandsk gæld</i>						
Renter	46,2	47,8	49,7	45,3	43,7	
Fordelte emissionskurstab	5,6	6,4	4,4	3,5	3,2	
Renteudgifter	51,8	54,2	54,1	48,8	46,9	
<i>Udenlandsk gæld</i>						
Renter	7,6	5,6	3,9	5,0	4,7	
Realiserede valutakurstab på afdrag	-	-	-	- 1,2	- 0,1	
Fordelte emissionskurstab	0,1	1,0	0,7	0,1	0,2	
Renteudgifter	7,7	6,6	4,6	3,9	4,8	
<i>Renter vedrørende (- = indtægt)</i>						
Statens konto i Nationalbanken	- 1,6	- 1,5	- 1,2	- 1,7	- 1,9	
Den Sociale Pensionsfond	- 15,4	- 15,3	- 14,0	- 12,2	- 11,7	
I alt	42,4	44,0	43,5	38,8	38,1	

Kilde: Som tabel 5.2.1. Tal for 1998 og 1999 er skøn.

Anm.: Nyt regnskabsprincip fra 1. januar 1998 ændrede opgørelsen af renteudgifter og fordelte emissionskurstab, jf. STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD 1997. Samtidig blev udestændet på nominelt 6,6 mia.kr. af statens 8,5 pct. stående ECU-lån 2002 omdefinert fra indenlandsk til udenlandsk statsgæld. Årene 1998 og 1999 er derfor ikke direkte sammenlignelige med perioden 1995-97.

ventes de samlede renteudgifter at falde til 38,1 mia.kr. De faldende samlede renteudgifter afspejler hovedsageligt faldende renteudgifter på den indenlandske statsgæld.

Med 48,8 mia.kr. var de samlede udgiftsførte renteudgifter på den indenlandske statsgæld i 1998 5,3 mia.kr. lavere end i 1997. Ændrede regnskabsprincipper forklarer ca. 1 mia.kr., jf. ovenfor. Gennemslaget på renteudgifterne af de senere års rentefald og den faldende gæld tegner sig med godt 3 mia.kr. for hovedparten af den resterende forskel. Rentefaldet bidrager yderligere via nedgang i emissionskurstab på knap ½ mia.kr. Endelig var kurstab i forbindelse med opkøb knap ½ mia.kr. mindre i 1998 end i 1997.

De samlede udgiftsførte renteudgifter af den udenlandske statsgæld var i 1998 0,7 mia.kr. lavere end i 1997.

De samlede udgiftsførte renteindtægter fra Den Sociale Pensionsfonds obligationsbeholdning var i 1998 1,8 mia.kr. lavere end i 1997. Faldet kan for knap halvdelen vedkommende henføres til lavere renteindtægter, mens den resterende del skyldes lavere udgiftsførte kursgevinster.

DEN OFFENTLIGE SEKTORS BRUTTOGÆLD – ØMU-GÆLD

5.3

I henhold til Maastricht-traktaten skal Danmark undgå uforholdsmæssigt store underskud på den offentlige sektors budget. Tærskelværdierne for den offentlige sektors budgetunderskud er på 3 pct. og for bruttogælden på 60 pct. af BNP.

Der indrapporteres oplysninger om det offentlige underskud og den offentlige gæld til EU-Kommissionen to gange årligt. Kommissionen udarbejder herefter en rapport for de lande, der ikke overholder nævnte tærskelværdier. I vurderingen skal der tages hensyn til, om gælden er faldende eller "...alle andre relevante forhold", jf. Maastricht-traktatens artikel 104C, stk. 3. På baggrund af en henstilling fra Kommissionen og bemærkninger fra medlemslandet fastslår Rådet For Den Europæiske Union herefter, om der foreligger et uforholdsmæssigt stort budgetunderskud.

Opgørelsen af den offentlige gæld i henhold til Maastricht-traktaten afviger fra opgørelsen af statsgælden i afsnit 5.2. For det første omfatter den offentlige sektors gæld ud over statsgælden også amters og kommuners gæld. Statsgælden udgør dog i Danmark hovedparten af den offentlige sektors gæld. For det andet opgøres gælden som bruttogæld. Der sker dog en vis konsolidering af den offentlige sektors fordringer på sig selv. Således fratrækkes beholdningen af statspapirer i Den Sociale Pensionsfond og de sociale fonde (herunder ATP) i opgørelsen af den offentlige bruttogæld. Indestændet på statens konto i Nationalbanken

DEN OFFENTLIGE SEKTORS GÆLD, ULTIMO 1995-96		Tabel 5.3.1			
	1995	1996	1997	1998	
Bruttogæld i mia.kr.	700	691	683	657	
Pct. af BNP	73	68	64	59	

Kilde: Økonomiministeriet, december 1998.

Anm.: Ved opgørelsen af BNP-tallene er anvendt EU's definitioner.

og Den Sociale Pensionsfonds samt de sociale fondes beholdning af ikke-statsobligationer fratrækkes derimod ikke.

Ved udgangen af 1998 var den offentlige gæld opgjort i henhold til Maastricht-traktaten 657 mia.kr. svarende til 59 pct. af BNP, jf. tabel 5.3.1. Gældens andel af BNP er mindsket med 5 procentpoint. Dermed kom den offentlige gæld under tærskelværdien på 60 pct.

Danmark har ikke siden juni 1996 optrådt på listen over lande med et uforholdsmæssigt stort budgetunderskud, selvom gælden i størstedelen af perioden har oversteget tærskelværdien på 60 pct. af BNP. Dette skal ses på baggrund af, at det offentlige budgetunderskud har ligget under tærskelværdien på 3 pct. af BNP, samtidig med at gældskvoten har været faldende siden 1993.

KAPITEL 6

Den Sociale Pensionsfond

SAMMENFATNING**6.1**

Den Sociale Pensionsfonds beholdning af obligationer havde ultimo 1998 en nominel værdi på 143,6 mia.kr. og udgør således et betydeligt statsligt aktiv. Statsobligationer tegner sig for ca. 70 pct. af beholdningen. Resten er primært placeret i realkreditobligationer. Varigheden på beholdningen var 4,2 år ved udgangen af 1998. Beholdningens renteafkast var 11,2 mia.kr. Der blev overført 7,2 mia.kr. til Socialministeriet til dækning af pensionsforbedringer og betalt 3,7 mia.kr. i realrenteafgift.

BAGGRUND**6.2**

Den Sociale Pensionsfond blev oprettet ved lov om Den Sociale Pensionsfond i 1970. Der indførtes et særligt folkepensionsbidrag, og midlerne blev henlagt til Den Sociale Pensionsfond og skulle anbringes i obligationer.

Med virkning fra 1982 blev loven ændret, og indbetalingerne til fonden ophørte. Fonden blev videreført som en del af statens aktiver med de midler, der var opsamlet i fonden. Det blev samtidig bestemt, at renterne af Den Sociale Pensionsfonds obligationsbeholdning skal anvendes til finansiering af pensionsforbedringer eller henlægges i fonden.

I finansloven fastsættes, hvor stor en del af renterne der anvendes til finansiering af pensionsforbedringer. Beløbet svarer til de faktiske udgifter til pensionsforbedringer, der er gennemført med henvisning til loven om Den Sociale Pensionsfond. Beløbet overføres løbende til Socialministeriet.

FORVALTNING AF FONDEN OG PLACERINGSPOLITIK**6.3**

Fonden bestyres af socialministeren og finansministeren. De løbende opgaver med administration af Den Sociale Pensionsfonds obligationsbeholdning varetages af et udvalg med repræsentanter for Finansministeriet og Socialministeriet samt Nationalbanken. Den daglige pleje af fondens aktiver varetages af Nationalbanken.

Fondens midler anbringes i børsnoterede obligationer, primært statspapirer. Siden oktober 1995 er der foretaget en omlægning af fondens beholdning af ikke-statsobligationer til statsobligationer. Omlægningen er hovedsageligt sket i forbindelse med udtrækninger og indfrielse, men er også foretaget ved salg af fast forrentede nominelle realkreditobligationer samt indeksobligationer. Der genplaceres alene i statsobligationer. Køb af statsobligationer ved genplacering eller omlægning tilstræbes foretaget uden væsentlig påvirkning af rentedannelsen på obligationsmarkedet, herunder renteforskellen mellem realkredit- og statsobligationer.

FONDENS LØBENDE BETALINGER OG BEHOLDNING

6.4

Der var i 1998 renteindtægter for 11,2 mia.kr. i henhold til regnskabsprincipperne for fonden¹. Heraf blev overført 7,2 mia.kr. til Socialministeriet til finansiering af pensionsforbedringer. Der blev betalt 3,7 mia.kr. i realrenteafgift.

Det overskydende beløb er sammen med provenuet fra udtrukne obligationer på 17,0 mia.kr. placeret i statspapirer.

Som led i omlægningen af beholdningen fra andre obligationer til statspapirer er der omlagt for 2,3 mia.kr. til kursværdi. Også dette beløb placeredes i statsobligationer.

I forbindelse med udtrækning og salg af obligationer blev der realiseret kursgevinster på 1,0 mia.kr. opgjort i henhold til regnskabsprincipperne for fonden.

Ved udgangen af året udgjorde Den Sociale Pensionsfonds beholdning af obligationer 143,6 mia.kr. til nominal værdi, jf. tabel 6.4.1. Beholdningen udgør dermed godt 7 pct. af den samlede udestående mængde af obligationer noteret på Københavns Fondsbørs. Den nominelle beholdning er gennem 1998 faldet med 3,2 mia.kr. Faldet kan altovervejende henføres til, at udtrukne obligationer genplaceres i statspapirer

DEN SOCIALE PENSIONSFRONDS OBLIGATIONSBEHOLDNING, ULTIMO ÅRET Tabel 6.4.1

Mia.kr.	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Nominal værdi	138,4	146,9	151,5	148,8	146,8	143,6
Kursværdi	146,7	138,3	153,5	156,6	157,4	159,8

Anm.: I opgørelsen af nominal værdi indgår indeksobligationer til indekset værdi.

¹ Per 1. januar 1998 blev regnskabsprincipperne for statsgælden, herunder Den Sociale Pensionsfonds obligationsbeholdning, ændret, jf. STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD 1997, kapitel 3.

DEN SOCIALE PENSIONSFRONDS OBLIGATIONSBEHOLDNING
FORDELT PÅ OBLIGATIONSTYPER, ULTIMO ÅRET

Tabel 6.4.2

Nominel værdi	1997		1998	
	Mia.kr.	Pct.	Mia.kr.	Pct.
Statsobligationer	92,5	63,0	100,1	69,7
Realkreditobligationer ¹⁾	44,3	30,2	34,4	23,9
Indeksobligationer ²⁾	9,4	6,4	8,6	6,0
Kommunekreditobligationer ¹⁾	0,0	0,0	0,0	0,0
Skibskreditobligationer ¹⁾	0,5	0,3	0,4	0,3
Andre obligationer	0,1	0,1	0,1	0,0
I alt	146,8	100,0	143,6	100,0

¹⁾ Ekskl. indeksobligationer.

²⁾ Indeksret værdi.

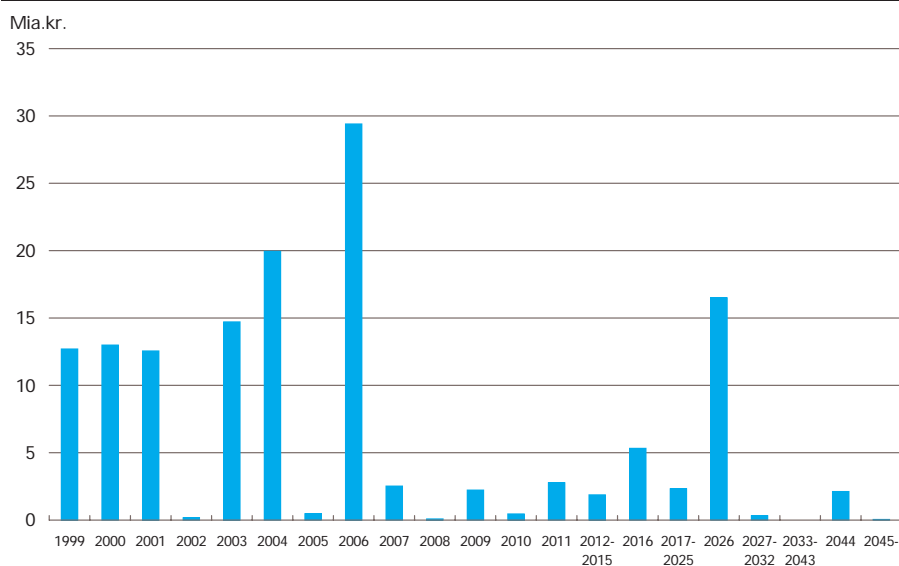
med kurser over pari. Trods nedgangen i den nominelle værdi af beholdningen indebar det faldende renteniveau, at kursværdien gennem 1998 voksede med 2,4 mia.kr.

Obligationsbeholdningen består overvejende af statsobligationer, jf. tabel 6.4.2. Genplacering i statspapirer har bevirket, at statsobligationernes andel er øget til knap 70 pct. Resten af beholdningen er primært placeret i realkreditobligationer.

Fordelingen af fondens beholdning på udløbsår er vist i figur 6.4.1. Beholdningens statspapirer har alle udløb før 2008. Statspapirer udgør

DEN SOCIALE PENSIONSFRONDS OBLIGATIONSBEHOLDNING
FORDELT PÅ UDLØBSÅR, ULTIMO 1998, NOMINEL VÆRDI

Figur 6.4.1



VARIGHED FOR DEN SOCIALE PENSIONSFRONDS OBLIGATIONSBEHOLDNING Tabel 6.4.3

År	Ultimo 1997	Ultimo 1998
Statsobligationer	3,6	3,9
Andre obligationer	5,5	4,9
Samlet beholdning	4,3	4,2

Anm.: For konverterbare realkreditobligationer er anvendt en optionsjusteret varighed, der tager højde for konverteringselementet.

dermed langt størstedelen af den samlede beholdning af obligationer med udløb før 2008, der har en nominel værdi på 105,4 mia.kr. Den overvejende del af beholdningens realkredit-, indeks- og skibskreditobligationer har udløb efter 2007.

Ved udgangen af 1998 var varigheden på den samlede obligationsbeholdning 4,2 år, jf. tabel 6.4.3. Varigheden af fondens beholdning er dermed af samme størrelsesorden som varigheden på den indenlandske statsgæld. Varigheden af beholdningen af statsobligationer blev øget til 3,9 år ved køb af relativt lange statspapirer. Disse køb skal ses i lyset af, at varigheden for den øvrige obligationsbeholdning faldt til 4,9 år. Denne nedgang skyldes kortere restløbetid og det faldende renteniveau, der mindsker varigheden for konverterbare realkreditobligationer.

KAPITEL 7

Statsgældspolitik i internationalt perspektiv

SAMMENFATNING

7.1

Med udgangspunkt primært i europæiske lande beskrives fællestræk i statsgældspolitikken internationalt. Da det ikke er muligt at dække alle aspekter af statsgældspolitikken i en sådan international sammenligning, er det valgt at fokusere på nogle få vigtige elementer.

Målsætningen for de fleste landes statsgældspolitik er at opnå lave langsigtede omkostninger under hensyntagen til risikoen. Ønsket om at opbygge og vedligeholde et velfungerende indenlandsk kapitalmarked er generelt højt prioriteret. I takt med en øget specialisering placeres statsgældsforvaltninger i stigende grad organisatorisk som selvstændige uafhængige enheder.

I statsgældspolitikken anvendes hovedsageligt simple standardiserede instrumenter. De vigtigste udstedelser sker i fast forrentede stående lån med 10 års løbetid. Der er en tendens til koncentration af udstedelserne i få serier. Formålet er at opnå en likviditetspræmie gennem at skabe forudsætningerne for serier med stor omsætning.

Tendensen til en standardisering af statsgældsinstrumentariet er forstærket af den gradvise integration af de internationale kapitalmarkeder og forberedelserne til ØMUens 3. fase. For de fleste lande har udenlandske investorer aftaget en stigende del af indenlandske statsobligationer. Den udvikling har endvidere medført, at landene i stigende grad er konkurrenter, når det drejer sig om at opnå den billigste funding.

Der har været en øget fokusering på risikostyring i statsgældspolitikken. Dette gælder identifikation og håndtering af risici og anvendelse af mere avancerede risikomål.

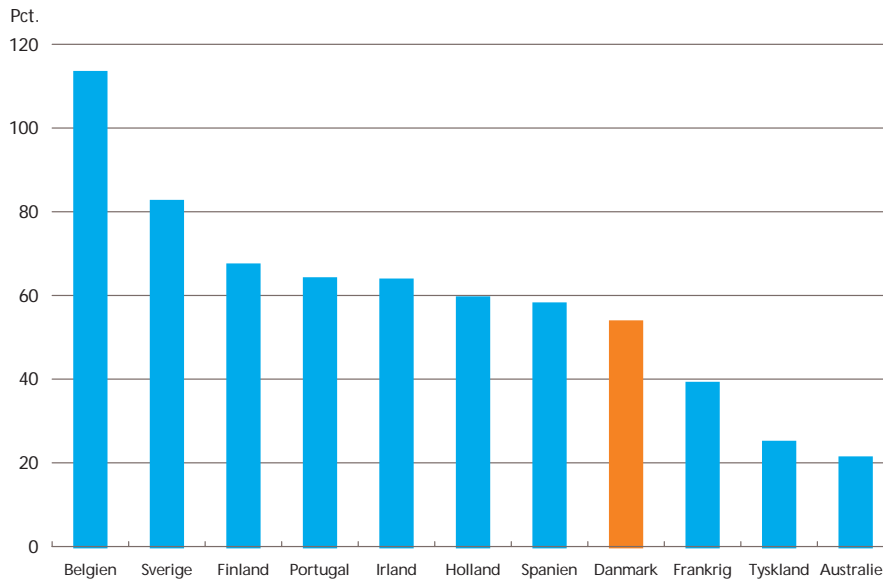
BAGGRUND

7.2

Fra slutningen af 1970'erne voksede de fleste industrilandes budgetunderskud. En følge af denne vækst var stigende statsgæld. Gælden i forhold til BNP kulminerede for de europæiske lande i midten af 1990'erne. Som det fremgår af figur 7.2.1, er de europæiske landes statsgæld målt i forhold til BNP betydelig. Statsgæld i størrelsesordenen 50 pct. af BNP indebærer en betydelig belastning af statsbudgettet.

STATSGÆLD I PCT. AF BNP FOR UDVALGTE LANDE, ULTIMO 1997

Figur 7.2.1



Note: Der er betydelige forskelle i landenes definition af statsgæld. For nogle lande er der tale om rene bruttoopgørelser, mens der for andre er foretaget en vis nettoficering. For Danmark er indestående på statens konto i Nationalbanken og den nominelle værdi af Den Sociale Pensionsfonds obligationsbeholdning fratrukket den nominelle værdi af den indenlandske og udenlandske statsgæld.

Med en voksende gæld fulgte en øget fokusering på behovet for udvikling af velfungerende indenlandske obligationsmarkeder, idet mange lande ønskede at finansiere indenlandske underskud ved udstedelse af statspapirer. Formålet var at neutralisere den forøgede indenlandske likviditet, der var en følge af de statslige budgetunderskud. Det gælder i stort set alle lande, at staten er den helt dominerende udsteder på de indenlandske obligationsmarkeder.

En vigtig faktor for udviklingen af statsgældspolitikken var den gradvise afskaffelse af kapitalrestriktioner, der tog fart i 1980'erne. Liberaliseringen har medført en meget betydelig integration af de internationale kapitalmarkeder. Integrationen har betydet, at de enkelte statspapirudstedere har adgang til en bred investorkreds. For en række lande, herunder Danmark, er hovedaftagerkredsen for indenlandske statsobligationer udenlandske investorer.

Den øgede integration af kapitalmarkederne har endvidere medført, at landene i stigende grad er blevet konkurrenter på statsgældsområdet. Denne tendens er forstærket af, at der er meget store ligheder i landenes udstedelsespolitik. Tendensen er især udtalt, for landene der deltager i ØMUens 3. fase, idet disse fra 1. januar 1999 udsteder statspapirer i samme valuta.

Fælles for de vestlige lande er, at den indenlandske låntagning er baseret på, at udsteder kan opnå en likviditetspræmie ved at udstede store, fast forrentede lån (benchmarkudstedelser). Likviditetspræmien knytter sig til, at investorerne er villige til at betale en præmie for et papir, hvori der er stor omsætning. Herved opnår investoren en sikkerhed for selv i vanskelige markeder at kunne afhænde papiret uden påvirkning af markedskursen. Filosofien bag benchmarkudstedelser er, at staten på én gang kan tilgodese hensynet til den billigst mulige funding på langt sigt og hensynet til velfungerende indenlandske obligationsmarkeder.

For den udenlandske del af statsgælden gælder sædvanligvis andre målsætninger og hensyn end for den indenlandske gæld. Der optages typisk lån i fremmed valuta med henblik på at styrke landets valutareserve. Nogle lande har endvidere brugt udenlandsk låntagning som erstatning for indenlandsk, når det er skønnet, at det har været billigere, eller hvor der ikke har eksisteret indenlandske kapitalmarkeder. Det gælder for udenlandsk låntagning, at det enkelte land er en lille udsteder på et meget stort marked. Det indebærer, at viften af instrumenter normalt er større. Udenlandsk statsgældspolitik er derfor sædvanligvis mere eksplicit rettet mod at opnå så lave låneomkostninger som muligt uden hensyntagen til kapitalmarkedsforhold, og dermed mere orienteret mod det korte sigt end den indenlandske statsgældspolitik.

MÅLSÆTNINGER FOR STATSGÆLDSPOLITIKKEN

7.3

Hovedformålene med statslig låntagning er finansiering af budgetunderskud og opretholdelse/styrkelse af landets valutareserve. Rammerne for statsgældspolitikken er sædvanligvis formuleret af finansministeren og godkendt af parlamentet.

Målsætningen for et lands statsgældspolitik er typisk at sikre lave omkostninger, under hensyntagen til de risici der er forbundet med statsgælden, jf. boks 7.1.

Første del af målsætningen drejer sig om opnåelse af lave omkostninger over en given tidshorisont. For nogle lande er denne del af målsætningen formuleret som en minimering af omkostningerne, for andre lande er formuleringen blødere, fx at der skal sikres så lave omkostninger som muligt på langt sigt.

Anden del af målsætningen er typisk en bibetingelse til målsætningen om lave omkostninger og omhandler styring og minimering af risiko. Formuleringer vedrørende risiko er ofte relativt svage, idet der tales om "et passende niveau for risikoen" eller "lav risiko".

Tendensen er, at målsætningerne bliver mere eksplicitte, fx i form af en benchmark, der afspejler de overordnede målsætninger. Denne ten-

Målsætningen for statsgældspolitikken kan være mere eller mindre eksplicit formuleret. Generelt er målsætningen centreret om at opnå lave langsigtede omkostninger under hensyntagen til risikoen. Nedenfor er vist eksempler på elementer, der indgår i målsætninger for statsgældspolitik:

- Sikre lave omkostninger (på mellemlangt/langt sigt)
- Holde risikoen på et acceptabelt niveau
- Sikre lav volatilitet i årlige renteomkostninger
- Medvirke til at understøtte og opretholde effektive og gennemsigtige indenlandske kapitalmarkeder for at sikre fremtidig adgang til kapitalmarkederne
- Outperforme en given benchmark

De risikoelementer, der indgår i de statsgældspolitiske målsætninger, er primært:

- Markedsrisiko (rente- og valutakursrisiko)
- Refinansieringsrisiko
- Kreditrisiko

For Danmark fremgår målsætningen for statsgældspolitikken af bemærkningerne til lånebemyndigelsesloven (lov nr. 1079 af 22. december 1993). Heraf fremgår, at "det er et overordnet mål for statsgældspolitikken at opnå så lave langsigtede omkostninger som muligt". Målsætningen skal tilgodeses under en række hensyn, jf. kapitel 1.

dens gælder især landene, der deltager i ØMUens 3. fase, idet hensyn, der er vanskelige at kvantificere, fx hensyn til indenlandske kapitalmarkeder, bliver mindre vigtige med skabelsen af et stort kapitalmarked i euro. Det bliver derved muligt at formulere målsætningen for statsgældspolitikken mere eksplicit. Det indebærer, at det i højere grad bliver muligt at måle statsgældsadministrationens resultater fx i forhold til en benchmark. Et eksempel på et land, hvor statsgældsadministrationens performance måles i forhold til en benchmark, er Irland.

ORGANISATORISK OPBYGNING

7.4

Statsgældsadministrationer kan være placeret som en del af finansministeriet eller centralbanken. Alternativt kan de være selvstændige administrative enheder med større eller mindre grad af selvstændighed.

Tidligere var statsgældsadministrationer oftest en organisatorisk del af finansministeriet, idet statsgældspolitik blev betragtet som en integreret del af finanspolitikken. De senere år har været kendetegnet ved en udvikling, hvor gældsadministrationerne er udskilt i selvstændige enheder (agencies).

Statsgældsporteføljer styres i stigende grad med de værktøjer, der anvendes i porteføljeadministration i fx banker og pensionselskaber. Det har været vurderingen, at det er muligt at reducere de årlige omkostninger på statsgælden ved at etablere specialiserede statsgældsadministrationer, med eksplicite målsætninger vedrørende omkostninger og risiko, og mulighed for at føre en aktiv statsgældspolitik. Endelig har en begrundelse for etableringen af selvstændige styrelser været, at det er lettere at tiltrække specialister til sådanne selvstændige enheder med eget budget.

Blandt de lande, der er gået længst med hensyn til at skabe autonome statsgældsforvaltninger, hører Irland, Portugal, Østrig og New Zealand, mens fx Storbritanien og Holland har etableret selvstændige statsgældsstyrelser, der organisatorisk hører under finansministeriet. Danmark skiller sig ud blandt de europæiske lande ved, at statsgældsadministrationen hører under centralbanken.

Uanset det specifikke set-up er den typiske model, at strategien for statsgældspolitikken fastsættes på regelmæssige møder mellem de relevante parter. En række lande har herudover tilknyttet et ekspertpanel, der rådgiver statsgældsstyrelsen, fx Irland og Portugal. Der er endvidere en tendens til, at landene i stigende grad inddrager investeringsbanker som sparringpartnere. Dette kan fx være tilfældet i forbindelse med etablering af benchmarks eller til analyser af en gældsporteføljes risici.

GÆLDSSAMMENSÆTNING

7.5

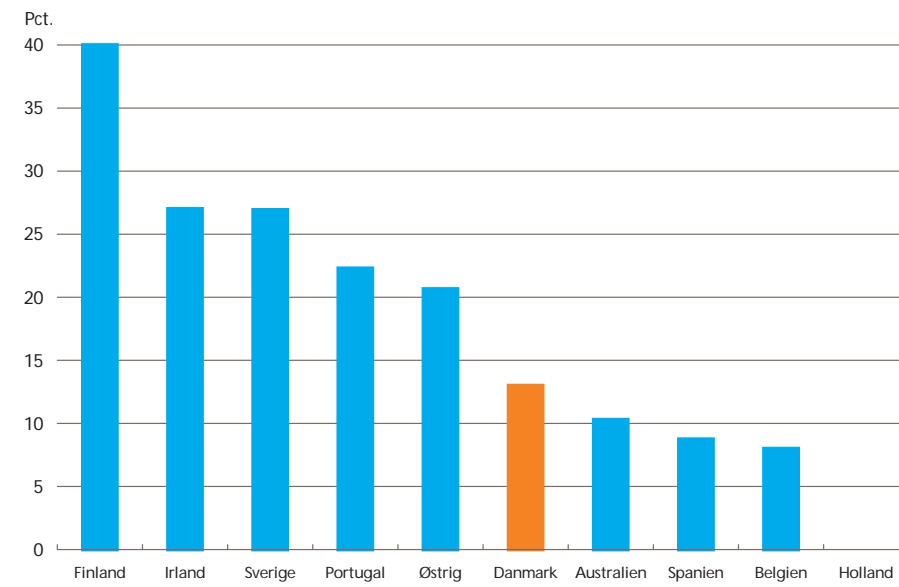
Der er som nævnt typisk forskellige hensyn, der gør sig gældende for hhv. indenlandsk og udenlandsk låntagning. Ikke mindst for ØMU-landene er der dog en tendens til, at styringen af indenlandsk og udenlandsk statsgæld integreres. Dette gælder især i relation til risikostyring.

Blandt de store lande med velfungerende indenlandske kapitalmarkeder har holdningen været, at det ikke er "sound financing" at finansiere indenlandske budgetunderskud ved at optage lån i fremmed valuta. Mindre lande har derimod i perioder finansieret indenlandske budgetunderskud ved udenlandsk låntagning, da det har været vurderet, at det var den billigste måde at finansiere underskuddet på, og da det ikke har været muligt at optage indenlandske lån i tilstrækkeligt stort omfang.

Lande som Schweiz, USA, Tyskland og Holland har ingen udenlandsk statsgæld, mens fx lande i Østeuropa, som følge af mindre udviklede indenlandske kapitalmarkeder, er nødt til at dække en stor del af deres finansieringsbehov med lån i fremmed valuta. Mellem disse yderpunkter ligger hovedparten af de vestlige lande med en andel af udenlandsk statsgæld af den samlede gæld på 10-20 pct. Mange lande ønsker, selv

UDENLANDSK STATSGÆLD I PCT. AF SAMLET STATSGÆLD , ULTIMO 1997

Figur 7.5.1



med veludviklede indenlandske markeder, en vis andel af den samlede gæld i fremmed valuta, fordi der hermed fastholdes en kontakt og et kendskab til de internationale kapitalmarkeder. Herved er der lettere adgang til låntagning i fremmed valuta, hvis der opstår et behov herfor.

For de lande som deltager i ØMUens 3. fase gælder, at den del af deres udenlandske statsgæld, som var denomineret i andre deltagerlandes valuta, blev omdefinert til indenlandsk statsgæld 1. januar 1999. Andelen af udenlandsk gæld i disse lande er derfor ændret betydeligt i forhold til figur 7.5.1. Det gælder endvidere, at behovet for valutareserve, og dermed behovet for et beredskab i form af kontinuert tilstedeværelse på de udenlandske lånemarkeder, reduceres for ØMU-landene.

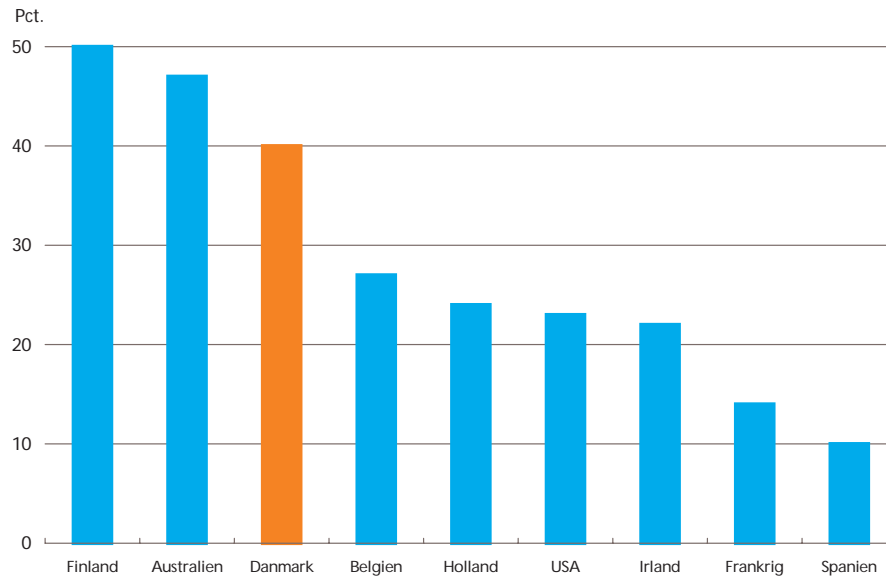
Skellene mellem indenlandsk og udenlandsk statsgældspolitik er gradvist blevet udvisket gennem de seneste år. Denne udvikling afspejles fx i de førende ratingbureauers tilpasning af ratings, så disse nu er ens for ØMU-landenes indenlandske og udenlandske statsgæld. Motivet til at ophæve forskellen i rating mellem indenlandsk og udenlandsk statsgæld har været, at det ikke længere er muligt at finansiere indenlandsk statsgæld monetært.

UDENLANDSK EJERANDEL AF INDENLANDSK STATSGÆLD

7.6

Med den gradvise udvikling af de indenlandske statsobligationsmarkeder og afskaffelsen af restriktioner på kapitalbevægelser, er en stigende

 UDENLANDSK EJERANDEL AF INDENLANDSK STATSGÆLD, ULTIMO 1997 Figur 7.6.1



del af den indenlandske gæld ejet af udenlandske investorer, jf. figur 7.6.1.

For især mindre lande har det været en bevidst politik at indrette statspapirudstedelserne således, at de har været attraktive for udenlandske investorer. Dvs. at udstedelserne er sket i fast forrentede stående lån, der er opbygget til et betydeligt udstående. Herved er der opnået adgang til en meget bred investorkreds, som er villig til at betale en præmie for en obligation med høj likviditet.

Tendensen til en øget udenlandsk ejerandel forventes at fortsætte i de kommende år. Dette er ikke mindst en følge af ØMUens start, der betyder, at fx pensionsselskaber, som tidligere i forskellig grad var pålagt at investere i papirer i indenlandsk valuta, i højere grad får mulighed for at sprede deres investeringer på flere lande.

INSTRUMENTER I STATSGÆLDSPOLITIKKEN

7.7

Der anvendes generelt simple, standardiserede instrumenter i den indenlandske statsgældspolitik, mens der i udenlandsk statsgældspolitik er eksempler på brug af mere eksotiske instrumenter.

Instrumenter i den indenlandske statsgældspolitik

Indenlandsk statsgældspolitik er i de fleste lande baseret på opbygning af store likvide obligationsserier. Ved at koncentrere udstedelserne i få

Der anvendes hovedsagelig simple standardiserede instrumenter i statsgældspolitikken.

De mest benyttede instrumenter ved optagelse af statslån er:

- Fast forrentede stående lån
- Nulkuponobligationer
- Indeksobligationer
- Variabelt forrentede stående lån
- Strukturerede lån

Hertil kommer, at en række lande udsteder obligationer, der er rettet mod private investorer, fx præmieobligationer eller opsparingsbeviser.

I takt med den stigende fokusering på risiko er der inddraget nye instrumenter i statsgældspolitikken. Disse omfatter:

- Opkøb af udestående lån før udløb
- Ombytning mellem eksisterende og nye lån
- Rente- og valutaswaps
- STRIPS
- Optioner

serier, skabes forudsætningerne for stor omsætning i statspapirerne. Der anvendes primært fast forrentede stående lån, men der er i takt med udviklingen af kapitalmarkederne og den øgede fokusering på risiko-håndteringen, sket en udvikling i retning af inddragelse af andre finansielle instrumenter, fx swaps i statsgældsinstrumentariet.

Et væsentligt hensyn i den indenlandske statsgældspolitik er, at der sker en spredning af udstedelserne på forskellige løbetider. Herved tages dels hensyn til refinansieringsrisikoen, dels lettes den fremtidige adgang til kapitalmarkedet, idet forskellige investorsegmenter kan tilgodeses.

Der anvendes primært fast forrentede fordringer med løbetider på mellem 2 og 30 år. De vigtigste løbetider er de 2-, 5-, 10- og 30-årige segmenter. De fast forrentede udstedelser er oftest suppleret af et kort skatkammerbevisprogram med løbetid på op til 12 måneder.

En række lande supplerer de fast forrentede udstedelser med variabelt forrentede lån og indeksobligationer. Blandt de traditionelle udstedere af indeksobligationer er Australien, Canada, UK og Sverige, men i de seneste år har en række lande, heriblandt USA og Frankrig, også påbegyndt udstedelse af indeksobligationer. Endelig anvendes i forskellig udstrækning produkter, der er henvendt til private opsparere, fx præmieobligationer og opsparingsbeviser. Instrumenter rettet mod detail-

aftagere udgør dog normalt kun en mindre del af den samlede statsgæld, og udestående under ordningerne er for nedadgående.

Supplerende instrumenter i den indenlandske statsgældspolitik

Opkøb har udviklet sig til en naturlig del af instrumentarieret i de fleste statsgældsadministrationer. Årsagen er dels et ønske om at fastholde udstedelsen i store serier trods faldende finansieringsbehov, dels en effekt af ØMUens start, der har betydet, at fx Irland planlægger at ombytte høj kuponlån med papirer med markedskonform kupon, og Frankrig har opkøbt udstående ECU-lån. Formålet har i begge tilfælde været at muliggøre store euroudstedelser. Antagelsen er, at en aktiv opkøbspolitik kan reducere omkostningerne ved statsgælden.

STRIPS, dvs. muligheden for at opsplitte eksisterende obligationer i enkeltdele og handle de enkelte rente- og afdragsbetalinger separat som nul kuponpapirer, anvendes som et supplerende instrument af en lang række lande. STRIPS kan være interessante for fx pensionselskaber, fordi der ikke er en løbende geninvesteringsrisiko forbundet med investering i nul kuponpapirer. Set fra udstederside er formålet med STRIPS at gøre det indenlandske marked mere interessant for flere investorer, idet investorerne kan skræddersy statsgældsprodukterne efter behov. Det er formodningen, at STRIPS indebærer en præmie til udsteder, idet investorerne vil være villige til at betale for adgangen til at opsplitte (og samle) en obligations betalingsstrømme. STRIPS er primært et middel til at skabe yderligere likviditet.

Indenlandske renteswaps anvendes i stigende omfang som et instrument i risikostyringen af statsgælden. Tendensen vil forstærkes i de kommende år, idet ØMU-landene får adgang til et stort og likvidt swapmarked i euro.

Ud over de instrumenter, der anvendes direkte af statsgældsadministrationen, kan også afledte instrumenter baseret på statspapirer øge likviditeten i statspapirmarkedet. Disse instrumenter omfatter futures og optioner på statsobligationer. For futures gælder, at det kan medføre øget omsætning i en statsobligation, hvis denne er leverbar under kontrakten. I forbindelse med de store europæiske børseres lancering af futures baseret på euro-statsobligationer, har der været stor interesse fra udstederlandene for at få deres statspapirudstedelser leverbare i disse futures.

Instrumenter i den udenlandske statsgældspolitik

De instrumenter, der anvendes i administrationen af udenlandsk statsgæld, er ofte mere avancerede end instrumenterne i den indenlandske statsgældspolitik. Dette skyldes primært, at låntagningen sker på store

og velfungerende kapitalmarkeder. Endvidere skal der ikke ved låntagningen tages hensyn til indenlandske kapitalmarkedsforhold.

I administrationen af udenlandsk statsgæld fokuseres der mere direkte på at opnå den billigst mulige funding og mindre på at understøtte obligationsmarkeder og på opbygning af store serier. Lån i fremmed valuta kan fx have tilknyttet strukturer eller optioner, der gør lånene attraktive for specifikke investorer, ligesom der ofte knyttes swaps til låntagningen for at opnå den ønskede rente- og valutakurseksponering. Nogle lande, fx Frankrig og Finland, har op til starten af ØMU anvendt udstedelse i ECU i et forsøg på at få et forspring i etableringen af toneangivende benchmarks på statsobligationsmarkedet i euro.

Som eksempel på den løbende innovation af statsgældsadministrationen kan nævnes, at Irland i de senere år har optaget lån i udenlandsk valuta og efterfølgende har swappet til indenlandsk valuta. Herved opnås, at låntagningen reelt sker i indenlandsk valuta, men i et marked, hvor der er adgang til langt flere investorer og instrumenter, og hvor der kan være arbitragemuligheder, der kan gøre låntagningen ekstraordinært billig. Omvendt har Sverige optaget indenlandske lån og swappet til udenlandsk gæld. Disse former for innovation er tillige eksempler på tendensen til ikke at adskille indenlandsk og udenlandsk låntagning i samme grad som tidligere.

UDSTEDELSESMETODER

7.8

De grundlæggende udstedelsesformer for indenlandske udstedelser er auktioner og tapsalg. Hovedparten af statspapirudstedelserne foregår gennem auktion. Argumenterne for auktioner er primært, at de medfører en høj grad af gennemsigtighed med hensyn til salget, og at der skabes lige adgang for alle. Enkelte lande (herunder Danmark) anvender løbende tapsalg ved udstedelsen af statspapirer. Argumenterne for tapsalg er centreret om den løbende tilstedeværelse i markedet, som denne salgsform indebærer. Dette medfører, at gode markedsforhold kan udnyttes, når de opstår. For en diskussion af salgsmetoder for indenlandsk statsgæld henvises til kapitel 5 i STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD 1995.

Lande som udsteder statspapirer på auktioner, benytter sig sædvanligvis af et mere eller mindre formaliseret primary dealer-system. Primary dealere er finansielle institutter, som mod betaling, adgang til særlige privilegier eller adgang til information, forpligter sig til at skabe likviditet og omsætning i specifikke statspapirer. Primary dealere har eneret til at byde på statspapirauktioner og forpligter sig normalt til at aftage en vis minimumsmængde på disse. Primary dealere benyttes af lande som fx USA, Frankrig, Belgien, Irland og Finland. Det er antagelsen i disse lande,

at primary dealere medvirker til øget omsætning og skarpere prisstillelse i obligationsmarkedet og derved reducerer statens låneomkostninger.

De senere års øgede interesse for at tiltrække udenlandske investorer har medført, at mange lande har udvidet kredsen af primary dealere geografisk.

RISIKOSTYRING

7.9

Statsgældspolitik vedrører afvejningen mellem forventede fremtidige omkostninger og forventet risiko. Risiko defineres primært i relation til udsving i renter og valutakurser, men omfatter fx også risiko ved afvikling af handler og kreditrisiko i swaps. Håndtering af risiko er det område inden for statsgældspolitikken, der har udviklet sig mest i de senere år. Især som følge af etableringen af selvstændige enheder til administration af statsgæld har der været et stigende behov for præcis rapportering og håndtering af alle relevante risici. Det har medført udvikling og anvendelse af risikomål, der kan kvantificere de risici, der er forbundet med administration af statsgæld. Statsgældsadministrationer er generelt kendetegnet ved at være mere risikoaverse end traditionelle porteføljeadministratorer.

Rente- og refinansieringsrisiko er de primære risici i relation til statsgældsporteføljer. Renterisikoen styres normalt ved en målsætning for den gennemsnitlige restløbetid eller varigheden. På grund af de forskellige hensyn og målsætninger, anvendes ofte separate varighedsmålsætninger for indenlandsk og udenlandsk gæld. Som nævnt er der dog en tendens til, at adskillelsen af indenlandsk og udenlandsk statsgældspolitik bliver mindre udtalt. I stedet anvendes en varighedsmålsætning for den samlede statsgæld.

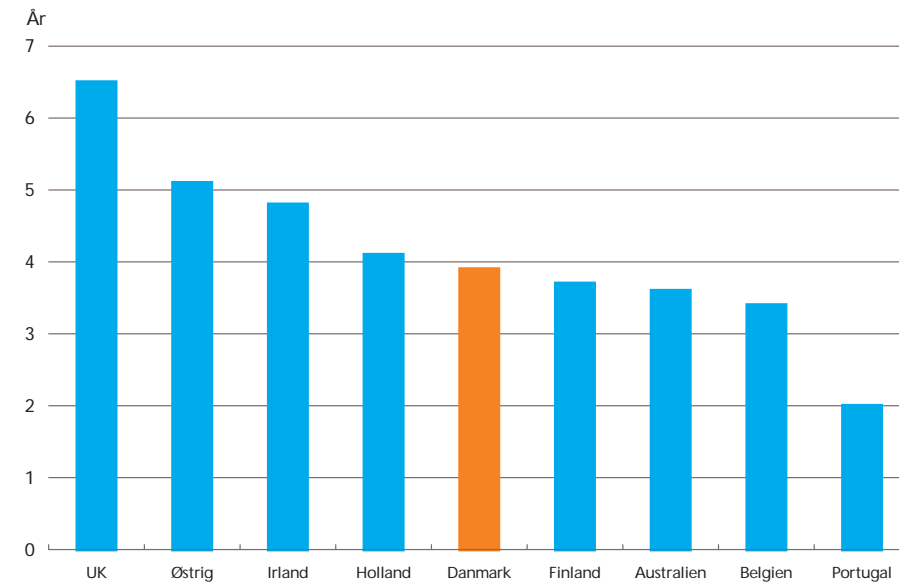
Der har i de senere år været en tendens til en forlængelse af varigheden på statsgælden. Dette skyldes den øgede fokusering på udstedelse i lange likvide serier. En anden årsag er de lave renteniveauer i de senere år.

Refinansieringsrisiko styres enten ved en målsætning om at sprede udstedelserne på løbetider, mere eksplicit ved en målsætning for afdragsprofilens form eller en overgrænse for, hvor store afdragene i et givet år kan være.

I kølvandet på udviklingen og den gradvise udbredelse af Value-at-Risk (VaR) mål har der også inden for statsgældsområdet været arbejdet med udvikling af mere avancerede risikomål. I modsætning til aktivporteføljer er markedsværdien mindre relevant for statsgæld i forhold til den nominelle værdi. Årsagen er dels den lange tidshorisont, der gælder for statsgælden, dels at der, bl.a. fordi staten typisk er den helt

VARIGHED AF SAMLET STATSGÆLD, ULTIMO 1997

Figur 7.9.1



dominerende udsteder på det indenlandske marked, er begrænsede muligheder for omlægning af porteføljen. Det betyder, at det relevante risikomål for staten fokuserer på udsving i renteomkostninger i højere grad end udvikling i markedsværdi. Nogle lande, heriblandt Irland, anvender dog VaR-opgørelser i styringen af statsgælden som supplement til andre risikomål. Især når der opereres som lille udsteder på et stort kapitalmarked, og der er adgang til en bred vifte af instrumenter, er VaR-mål anvendelige som risikomål i relation til statsgæld, idet det så bliver mere relevant at se på gældens markedsværdi.

Med udgangspunkt i metodologien bag VaR har en række lande arbejdet med at opbygge risikomål, der kvantificerer risikoen for udsving i de årlige renteomkostninger på statsgælden. Landene omfatter Østrig, Italien, Portugal og Danmark. Disse risikomål benævnes fx Budget-at-Risk, Cashflow-at-Risk eller Cost-at-Risk (CaR). Målene udtrykker risikoen for en stigning i de årlige rentebetalinger med en vis sandsynlighed.

Hvor VaR fokuserer på risikoen for et fald i en porteføljes markedsværdi, er fokus ved CaR på en given stigning i de nominelle renteomkostninger over en given periode. CaR anvendes i den danske statsgældspolitik som supplement til målsætninger vedrørende varighed og afdragsprofilens form, jf. kapitel 1 og 2.

Brugen af afledte instrumenter, specielt rente- og valutaswaps, har medført, at der har været behov for opbygning af systemer, der kan håndtere den medfølgende kreditrisiko, som ikke tidligere har været et

risikoelement i relation til indenlandsk statgæld. Håndteringen af kreditrisiko sker sædvanligvis med udgangspunkt i ratings fra anerkendte ratingbureauer.

AFSLUTNING

7.10

Der sker en stadig udvikling af statsgældspolitikken internationalt. Udviklingen er drevet af den fortsatte integration af kapitalmarkederne og adgang til en bredere vifte af instrumenter. Udviklingen har medført, at landene i stigende grad er konkurrenter med hensyn til at opnå den billigst mulige funding, idet statspapirerne søges solgt bredt med stor vægt på udenlandske investorer.

Statsgældsadministrationernes opgave er at reducere omkostningerne på statsgælden mest muligt under hensyntagen til risikoen. Integrationen af kapitalmarkederne, inddragelse af mere avancerede finansielle instrumenter og det faktum, at de fleste lande har en betydelig statsgæld, har medført, at statsgældsadministrationerne i stigende grad agerer som professionelle porteføljemanagere.

KAPITEL 8

Indenlandske renteswaps

SAMMENFATNING

8.1

I sommeren 1998 indførte staten renteswaps i danske kroner som et nyt instrument i den indenlandske statsgældspolitik. Indenlandske renteswaps er taget i brug for at give mere fleksibilitet i gældsadministrationen, så det i højere grad bliver muligt at adskille udstedelsen i likvide obligationsserier fra styringen af rente- og refinansieringsrisikoen på statsgælden.

Statens høje kreditværdighed betyder, at staten har en komparativ fordel i at udstede obligationer med lang løbetid. Staten kan derfor opnå fordelagtige lånevilkår ved at udstede lange obligationer og indgå renteswaps, hvor der modtages lang fast rente og betales kort variabel rente. Ved at indgå denne type renteswap er det endvidere muligt at nedbringe varigheden på statsgælden.

Når staten indgår en renteswap, kontaktes 2-4 potentielle modparter. Forinden er der bestemt et prisniveau, som staten skal opnå for at indgå kontrakten. Modparten med det bedste bud vinder handlen. Hvis statens prisniveau ikke opnås, gennemføres handlen ikke.

Staten ønsker ikke at påvirke swapmarkedet. Staten indgår derfor kun renteswaps for mindre beløb ad gangen. I perioder, hvor statens aktivitet i renteswaps kan få konsekvenser for swapmarkedet, indstiller staten aktiviteten. Det skete under markedsuroen i september.

Indenlandske renteswaps er i en indkøringsperiode, hvor staten indhøster erfaringer om påvirkningen af det danske swapmarked. De foreløbige erfaringer med renteswaps i danske kroner er positive. Staten forventer fremover at kunne benytte indenlandske renteswaps som et af flere instrumenter til at styre statsgælden.

FLEKSIBILITET I STATSGÆLDSPOLITIKKEN

8.2

Det primære mål i statsgældspolitikken er at opnå så lave langsigtede omkostninger som muligt under hensyntagen til de risici, der er forbundet med gælden. På den indenlandske statsgæld opnås lave omkostninger gennem opbygning af likvide obligationsserier. Da de internationale

investorer hovedsagelig efterspørger obligationer i de lange segmenter af markedet, dækker staten en stor del af finansieringsbehovet ved at udstede obligationer med lang løbetid. Et faldende finansieringsbehov gør det sværere at opbygge likvide obligationsserier og samtidig opnå en tilstrækkeligt fleksibel styring af varigheden inden for de fastlagte rammer.

Indenlandske renteswaps er et af flere instrumenter, som kan tilføre statsgældspolitikken øget fleksibilitet. Ved at indgå renteswaps har staten mulighed for fortsat at udstede likvide obligationsserier og uafhængigt heraf styre varigheden på statsgælden. Alternativet til at indgå renteswaps er at udstede obligationer med kort restløbetid. Sådanne transaktioner vil medføre, at likviditeten i de lange obligationer mindskes.

Swapkontrakter har i en årrække været anvendt af staten til at administrere den udenlandske gæld. Siden 1983 har staten indgået såvel renteswaps som valutaswaps i andre valutaer.

Indenlandske renteswaps er internationalt set et forholdsvis nyt instrument i administrationen af statsgælden. Flere lande – herunder Australien, Irland og Tyskland – har gjort erfaringer med instrumentet. En del af eurolandene planlægger i den nærmeste fremtid at anvende indenlandske renteswaps til at styre varigheden på statsgælden. Dette skal ses i sammenhæng med, at der med indførelsen af den fælles mønt er opstået et stort likvidt swapmarked i euro.

RENTESWAPS

8.3

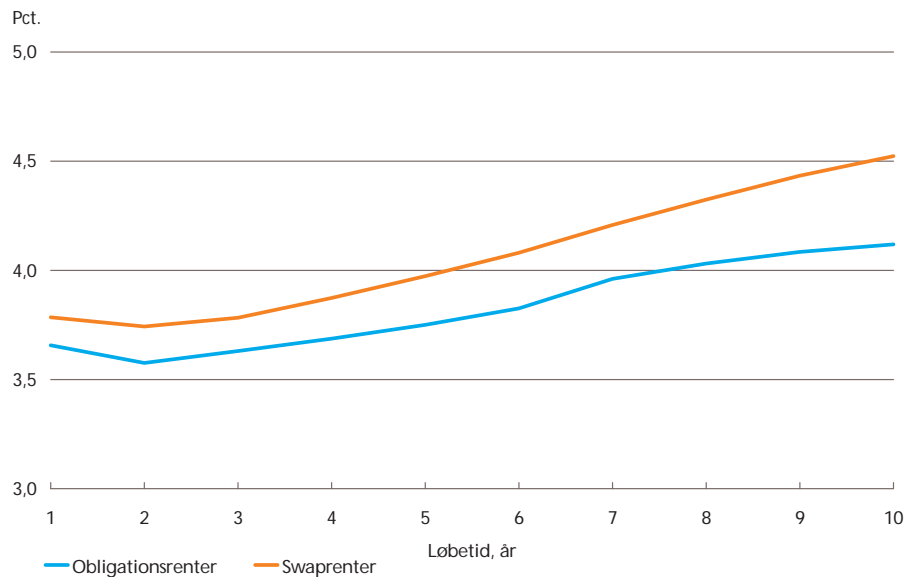
En renteswap er en aftale mellem to parter om at udveksle rentebetalinger på en bestemt hovedstol over en nærmere fastlagt periode. Normalt udveksles faste rentebetalinger mod variable rentebetalinger.

I modsætning til en valutaswap bliver der ikke udvekslet hovedstol mellem parterne i en renteswap. Hovedstolen på en renteswap er "syntetisk" og anvendes kun til at bestemme størrelsen af betalingerne til de enkelte terminer. For at understrege, at hovedstolen er syntetisk, bliver værdien af hovedstolen i en renteswap ofte betegnet som den "notionelle værdi" i stedet for den "nominelle værdi". For en gennemgang af valutaswaps henvises til STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD 1990 og 1994.

Ved at indgå en renteswap påtager man sig en kreditrisiko på modparten. Renterne i en renteswap har derfor et tillæg i forhold til renter på statsobligationer i form af kreditspænd og likviditet. I figur 8.3.1 ses en rentekurve over den faste rente i en renteswap (swaprenten) og en rentekurve over statsobligationer. Forskellen mellem den faste swaprente og renten på statsobligationer kaldes "spreadover". Spreadover stiger normalt med løbetiden på swapkontrakten.

SWAPRENTER OG RENTER PÅ STATSOBLIGATIONER

Figur 8.3.1



Anm.: Rentekurverne er baseret på effektive renter fra den 22. januar 1999.

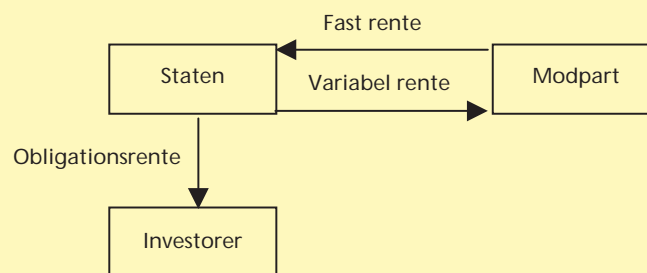
Der findes forskellige typer renteswaps. De mest almindelige renteswaps er asset swaps¹ og porteføljeswaps. I en asset swap er renteswappen tilknyttet et konkret obligationslån. Det ene ben i swappen har derfor samme terminsdatoer som det underliggende obligationslån. En porteføljeswap er derimod en renteswap uden direkte tilknytning til et bestemt bagvedliggende lån. Porteføljeswaps giver mulighed for at sprede rentebetalinger og rentefastsættelsestidspunkter. I såvel asset swaps som porteføljeswaps er den variable rente normalt en kort penge-markedsrente.

I princippet er det muligt at indgå renteswaps, hvori der udveksles alle former for betalingsstrømme, blot der kan findes en modpart, som vil indgå i kontrakten. For at lette den daglige omsætning er der udviklet en række standard-renteswaps. En standard-renteswap omtales ofte som en "plain vanilla"-renteswap. Mange markedsaktører stiller løbende indikative priser på plain vanilla-renteswaps via elektroniske medier som Reuters eller ved telefonisk forespørgsel fra kunden. På det danske kronemarked er plain vanilla-renteswaps primært renteswaps med udveksling af faste rentebetalinger mod variable rentebetalinger, hvor løbetiden (og dermed den faste rente) er 1-10 år, og den variable rente er 6 måneders Copenhagen Inter Bank Offered Rate (Cibor).

¹ I det følgende skelnes der ikke mellem asset swaps og liability swaps. Forskellen er blot, om swappen er knyttet til et aktiv eller passiv.

En statslig udsteder har på grund af sin høje kreditværdighed en komparativ fordel i at udstede obligationer med lang løbetid. Selv om swapkontrakter giver mulighed for såvel at betale som modtage variabel rente, er renteswaps, hvor der modtages fast rente og betales variabel rente, den mest anvendte type renteswap for staten.

Staten betaler fast rente på størstedelen af den eksisterende indenlandske statsgæld. Hvis staten ønsker at ændre en del af sine faste rentebetalinger til variable rentebetalinger, kan staten indgå renteswaps.



Som figuren illustrerer, modtager staten fast rente fra modparten i en renteswap mod at betale variabel rente. De faste rentebetalinger i renteswappen udligner en del af rentebetalingerne på statsgælden.

Alternative omkostninger

Baggrunden for at indgå en plain vanilla-renteswap er et ønske om at ændre rentebetalinger fra fast til variabel rente eller omvendt. Det kan skyldes komparative fordele i forskellige markedssegmenter, at varigheden på en portefølje skal bringes op eller ned, eller det kan skyldes, at man ønsker at få samme type rentebetalinger på aktiver og passiver.

Der findes normalt et alternativ til en renteswap – dvs. en anden strategi som giver det samme cashflow. For at vurdere, om en renteswap er fordelagtig, kan renteswappen sammenlignes med dette alternativ.

I eksemplet i tabel 8.3.1 ønsker staten som udgangspunkt at låne til variabel rente. Lån i variabel rente kan opnås enten ved at udstede en fast forrentet obligation og så swappe betalingerne til variabel rente eller alternativt ved blot at udstede skatkammerbeviser.

Ved at udstede en obligation og indgå en renteswap skal staten betale rente på obligationen og variabel rente i swappen, men til gengæld modtager staten fast swaprente. Hvis staten vælger at udstede skatkammerbeviser, skal staten blot betale renten på disse. Statens "besparelse" ved at indgå renteswappen er forskellen i omkostningerne ved de

"BESPARELSE" VED AT INDGÅ EN RENTESWAP FRA FAST TIL VARIABEL RENTE Tabel 8.3.1

		Pct.
Staten betaler	+ rente på obligation (A)	4,75
	+ variabel rente i swap (B)	4,55
Staten modtager	- fast rente i swap (C)	5,20
Netto låneomkostninger	(= A+B-C)	4,10
Låneomkostninger ved alternativ	rente på skatkammerbevis (D)	4,20
"Besparelse" ved swap	(= D-A-B+C)	0,10

Anm.: Tallene i tabellen er fiktive.

Anm.: I beregningen er det vigtigt at tage højde for, at der er forskellige rentekonventioner på betalingerne.

to strategier. "Besparelsen" afspejler bl.a. den kreditrisiko, staten påtager sig på modparten.

"Besparelsen" giver kun en fornemmelse af renteswappens fordelagtighed den dag, hvor swappen bliver indgået. Der er således ikke tale om en fast besparelse over hele swappens løbetid. Hver gang den variable rente i swappen bliver fastsat, ændres "besparelsen" ved renteswappen. Swappens fordelagtighed afhænger af spændet mellem den variable rente og renten på skatkammerbeviser. Jo mindre spændet er, desto større er besparelsen ved renteswappen.

Prisfastsættelse af en renteswap

En renteswap består af to "ben" – et fast forrentet ben og et variabelt forrentet ben. Normalt bliver en renteswap prisfastsat, så nutidsværdien af det faste ben og det variable ben er den samme på indgåelsestidspunktet. Nettonutidsværdien af en renteswap er således normalt per definition nul på indgåelsestidspunktet. I praksis tilpasses renten på det faste ben (swaprenten), så renteswappen får værdi nul. I appendiks 8.A.1 forklares prisfastsættelsen af en renteswap mere udførligt.

Den swaprente, som får nutidsværdien af de to ben til at være den samme, kaldes "midpoint" eller "breakeven". Den endelige swaprente, som skal modtages eller betales, afhænger af bid/offer spreads, swapstruktur, konkurrenceforhold og modpartens positioner og kreditværdighed.

Værdien af en renteswap på et vilkårligt tidspunkt kan bestemmes som forskellen mellem den aktuelle nutidsværdi på de to ben i renteswappen. For den part, som modtager fast rente, er værdien givet ved nutidsværdien af de faste rentebetalinger (aktivbenet) minus nutidsværdien af de variable rentebetalinger (passivbenet). Se appendiks 8.A.2 for en gennemgang af, hvordan markedsværdien beregnes.

Det er nødvendigt at have kendskab til markedsværdien af en renteswap på et vilkårligt tidspunkt både for at kunne styre kreditrisikoen, jf.

kapitel 9, og i tilfælde af at det skulle blive aktuelt at lukke swappen før udløbstidspunktet.

Varighed af en renteswap

Varighedsmålet er et af de mål, som bruges til at styre rente- og refinansieringsrisikoen på statsgælden. Når staten indgår renteswaps i danske kroner, bliver varigheden på den indenlandske statsgæld påvirket.

I appendiks 8.A.3 forklares, hvordan en renteswap påvirker varigheden på en portefølje. Varigheden af det fast forrentede ben bliver den samme som varigheden af en fast forrentet obligation med samme løbetid som swappen. Varigheden af det variabelt forrentede ben bliver blot restløbetiden til næste rentefastsættelse. Den samlede varighed er den vægtede sum af varighederne af de to ben, hvor der vægtes med nutidsværdierne.

RENTESWAPS' PÅVIRKNING AF VARIGHEDEN PÅ EN GÆLDSPORTEFØLJE Boks 8.2

Når der indgås en renteswap, hvor der modtages fast rente og betales variabel rente, bringes varigheden på en gæld ned. Følgende eksempel illustrerer, hvor stor påvirkning en renteswap har på varigheden af en gæld.

Antag at der indgås en renteswap for et notionelt beløb på 1 mia.kr., og at nutidsværdien og varigheden af gælden og benene i renteswappen er som angivet nedenfor.

PÅVIRKNING AF VARIGHED		Tabel 1
	Nutidsværdi, mia.kr.	Varighed, år
Gæld	100	4,10
<i>Swap</i>		
Aktivben	- 1	7,88
Passivben	1	0,50
Varighedsbidrag fra swap		- 0,07
Varighed på gæld inkl. swap		4,03

Den samlede varighed af gælden kan beregnes til:

$$4,03 = 4,10 \frac{100}{100} - 7,88 \frac{1}{100} + 0,5 \frac{1}{100}$$

Renteswappen påvirker altså varigheden med $-0,07$ år. Bemærk, at aktivbenet i renteswappen har negativ nutidsværdi, fordi passiver betragtes med positivt fortegn.

Når staten indgår renteswaps, hvor der modtages fast rente og betales variabel rente, bliver varigheden på statsgælden bragt ned. Ved at benytte denne type renteswap har staten således mulighed for at påvirke varigheden uden at skulle ændre udstedelsespolitikken.

I boks 8.2 vises et eksempel på, hvordan varigheden på en gæld på 100 mia.kr. bliver påvirket af en renteswap med en notionel hovedstol på 1 mia.kr., hvor der modtages fast rente og betales variabel rente.

STATENS OVERVEJELSER OM INDGÅELSE AF RENTESWAPS

8.4

I administrationen af statsgælden er der gode erfaringer med at anvende rente- og valutaswaps i andre valutaer end danske kroner. Ved at anvende swaps i andre valutaer kan staten normalt som en lille aktør indgå swaps uden markedspåvirkninger. Det samme gælder ikke nødvendigvis for renteswaps i egen valuta, hvorfor brugen af renteswaps som led i administrationen af den indenlandske gæld har givet anledning til en række overvejelser om instrumenttyper, markedsadgang mv.

Typers af renteswaps

Det er muligt at indgå en lang række forskellige typer af renteswaps i danske kroner. Når staten indgår disse renteswaps, er det indtil videre besluttet at anvende "plain vanilla"-porteføljeswaps, med den variable rente fastlagt efter 6 måneders Cibor og en løbetid op til 10 år.

Det har været overvejet at anvende andre typer swapprodukter. Særligt har det været overvejet at anvende "constant maturity swaps", hvor den variable rente fastlægges med udgangspunkt i et andet renteindeks end 6 måneders Cibor – fx den 2-årige rente. Formålet med at anvende et sådant produkt er at undgå nogle af de rentefluktuationer, der er forbundet med udviklingen i de korte renter.

Der er flere problemer knyttet til at anvende ikke-standardiserede swapprodukter. Markedet for specielle swapprodukter er mindre likvidt, hvilket indskrænker antallet af potentielle modparter. Der stilles normalt ikke skærmpriser i denne type produkter, hvorfor kontrol af de tilbudte vilkår vanskeliggøres. Hertil kommer, at en evt. fremtidig af-dækning af produktet bliver sværere, jo mere specialiseret swappen er. I takt med at swapmarkedet i danske kroner udvikler sig, kan denne type produkter blive mere relevante at benytte fremover.

De betydende deltagere i markedet for renteswaps i danske kroner stiller indikative swappriser for en lang række løbetider. Normalt stilles priser for swaps med løbetid op til 10 år, men der ses i stigende grad priser for kontrakter med helt op til 30 års løbetid.

Løbetiden for renteswaps i danske kroner indgået i forbindelse med forvaltningen af statsgælden er fastlagt til ikke at måtte overstige 10 år. Denne grænse er fastlagt ud fra en række hensyn.

Selvom markedsdeltagerne i stigende grad stiller priser for kontrakter med løbetider på mellem 10 og 30 år, vurderes likviditeten i disse løbetider indtil videre at være mindre god. Desuden kan kreditrisikoen blive for høj på længere swapkontrakter, idet kreditrisikoen på renteswaps stiger med løbetiden jf. kapitel 9. Endelig har låneviftens sammensætning haft betydning for afgrænsningen. Det er således ikke fundet hensigtsmæssigt at indgå swapkontrakter med længere løbetid end den nuværende gæld. I denne sammenhæng er der set bort fra det 30-årige papir i låneviften (7 pct. stående lån 2024).

Derudover er det besluttet, at staten anvender *porteføljeswaps* frem for asset swaps. Det skyldes følgende to årsager.

For det første ønsker staten ikke at være eksponeret over for fastsættelsen af Cibor-renten på enkelte dage. I en asset swap matches betalingerne på den underliggende obligation. Betalingsdatoerne i asset swappen tilpasses derfor betalingsdatoerne på obligationen. Med en årlig termin på den underliggende obligation, fx den 15. november, bliver den variable rente i asset swappen fastsat den 15. maj og 15. november hvert år. Hvis der er indgået asset swaps for et forholdsvis stort beløb, bliver staten eksponeret over for fastsættelsen af den variable rente på enkelte dage. Dette er u hensigtsmæssigt.

For det andet foretrækker staten, at der ikke udveksles betalinger på indgåelsestidspunktet af hensyn til kreditrisiko. Hvis betalingerne på en asset swap skal afstemmes fuldstændigt med betalingerne på en underliggende statsobligation, skal renten på swapkontrakten tilpasses kuponrenten på obligationen. Da kuponrenter på statsobligationer ikke svarer til markedsrenterne, får swapkontrakten en værdi forskellig fra nul på indgåelsestidspunktet. Det giver anledning til øget kreditrisiko.

Likviditeten i markedet for renteswaps i danske kroner svinger normalt noget afhængig af de interesser, der er i markedet. Normalt vil det dog ikke være forbundet med nogen vanskelighed eller efterfølgende markedspåvirkning at indgå swaps med en *kontraktstørrelse* på op til 500 mio.kr.

Markedspåvirkning

Brugen af renteswaps vil i visse tilfælde kunne påvirke obligationsmarkedet. Dette hænger sammen med, at en swap, hvor der betales fx 6 måneders Cibor og modtages 10-årig fast rente, kan opfattes som et samlet køb af en 10-årig fast forrentet obligation kombineret med et

salg af et variabelt forrentet papir med rentefastsættelse som Cibur. Almindelig arbitrage vil dermed resultere i, at swappriiserne hænger tæt sammen med priserne i obligationsmarkedet.

Hvis staten indgår en renteswap fra 10-årig swaprente til 6 måneders Cibur, vil dette – alt andet lige – give en effekt på obligationsmarkedet, som om staten køber en 10-årig obligation i markedet og samtidig sælger et 6 måneders skatkammerbevis til finansiering af købet. På et tidspunkt vil indgåelse af renteswap dermed kunne resultere i, at likviditeten i den lange ende af obligationsmarkedet bliver forværret, hvilket ikke er hensigten.

Det er forventningen, at en sådan effekt kan undgås i det danske marked. Dette hænger sammen med, at der ud over statsobligationer findes en række andre instrumenter, som kan anvendes til afdækning af swaptransaktioner, og som ikke påvirker likviditeten i obligationsmarkedet negativt.

Swaps søges normalt afdækket af bankerne med andre modgående swaptransaktioner. Det er dyrt at afdække en swap ved brug af statsobligationer på grund af renteforskellen mellem de to instrumenter. I det tilfælde, hvor en bank ikke har en modgående swapkontrakt, vil positionen normalt blive afdækket, indtil en modsat interesse viser sig. I disse tilfælde vil en swapkontrakt på kort sigt blive dækket af med futures eller i markedet for korte renteinstrumenter, fx FRA-markedet. Som følge af den tætte sammenhæng mellem det danske og det tyske rentemarked, vil den meget likvide tyske bund-future blive anvendt til kortvarig afdækning.

Med disse andre muligheder for afdækning af swappositionerne er det formodningen, at brug af swaps ikke vil mindske likviditeten i obligationsmarkedet. Anvendelse af renteswaps burde således kunne kombineres med fortsat satsning på likviditetspræmien i benchmarkserier.

Indgåelse af kontrakter

I swapmarkedet handles der ikke lige så ofte som i det likvide statsobligationsmarked. Oplysninger om den løbende prissætning af renteswaps er derfor sværere at opnå, da priserne ikke bliver opdateret så tit.

Det er muligt at indgå en swapkontrakt ved at tage kontakt til en potentiel modpart og bede denne om at håndtere indgåelsen af swappen og stille en pris. Denne måde at handle på kan have nogle fordele især ved større eller mere specielle kontrakter, hvor modparten kan få nogen tid til uforstyrret at arbejde på et tilbud. I lyset af det begrænsede notionelle beløb og den standardiserede swaptypen, staten ønsker at anvende, er det af konkurrence- og kontrolmæssige årsager besluttet at tage kontakt til mere end én modpart, før en swaptransaktion gennemføres.

Staten har valgt at anvende en tender-procedure ved kontakten til modparter, jf. boks 8.3. Ønskes det at indgå en swap, ringes der op til 2-4 potentielle modparter, som bliver bedt om at give en fast pris på en

METODER TIL INDGÅELSE AF RENTESWAPS

Boks 8.3

Staten kan benytte flere forskellige slags handelsmetoder til at finde den bedste pris i swapmarkedet. Som udgangspunkt ønsker staten ikke kun at gå til én potentiel modpart for at få en pris. Det skyldes, at der ikke er så gode muligheder for at kontrollere de tilbudte vilkår i swapmarkedet. Der findes nogle metoder til indgåelse af swaps, som giver højere grad af konkurrence og bedre muligheder for kontrol af de stillede priser. Hvilken metode der giver det bedste resultat, afhænger af likviditeten og antallet af deltagere i markedet.

Ved udbud i form af en "*tender-procedure*" tages kontakt med et antal modparter, der spørges om en pris på den ønskede forretning. Modparterne kender ikke hinanden. Modparterne får kort tids respit til at sætte en pris, der af alle afgives på samme tid over telefonen. Denne form for telefonauktion virker bedst i et marked, hvor antallet af deltagere er relativt lavt og likviditeten i markedet tynd. Man holder antallet af bydere nede fra gang til gang, hvormed risikoen for påvirkning af markedspriserne mindskes. Samtidig opretholdes potentiel konkurrence i markedet ("*contestable markets*") ved løbende at skifte ud i de modparter, der får lov at deltage i auktionen. Man løber dog den risiko, at den potentielle modpart, der af særlige årsager ville have været villig til at give en fordelagtig pris, ikke er blandt de bydende.

Ved *udbud til et konsortium* udbydes de ønskede swapforretninger til et mindre, fast konsortium af swapmodparter. Brug af et konsortium til fordeling af swaptransaktioner kan sidestilles med brug af *primary dealers* på obligationsmarkedet. Fordelen ved et konsortium er, at modparterne kender statens interesser. Når markedsinteressen matcher statens interesse, kan modparterne således kontakte staten. Et konsortium kan være en fordel ved opbygning af et marked. Desuden er fordelene ved et sådant system, at staten på forhånd ved, at der er en bestemt minimumskreds, som kan aftage en bestemt swaptransaktion. Det store problem med udbud til et fast konsortium er, at man fraskriver sig potentiel konkurrence fra institutioner uden for konsortiet og dermed risikerer karteldannelse.

Ved *åbne auktioner* adviseres markedet på forhånd om en given transaktion med angivelse af en mængde for swappen. Alle potentielle modparter får mulighed for at give en pris for den ønskede mængde. Åbne auktioner har først og fremmest deres berettigelse i et likvidt marked med mange potentielle modparter. I et sådant marked opnås den bedste pris, når markedet gøres så dybt som muligt. Der kan opstå problemer ved at bruge åbne auktioner i mindre likvide markeder. Det skyldes, at markedspriserne kan ændres ved offentliggørelsen af auktionen, så der bliver stillet meget skarpe priser omkring et skævt niveau.

renteswap med en bestemt løbetid og med et bestemt notionelt beløb. Prisen skal afgives med det samme. Forinden er der fastlagt et niveau for renten, der skal opfyldes ved transaktionen. Niveauet er ikke deltagerne bekendt. Hvis niveauet opnås, får modparten med det bedste bud handlen. De øvrige deltagere får ikke besked om, hvem der vandt transaktionen, eller på hvilket niveau handlen blev indgået. Hvis niveauet ikke opnås, bliver alle afvist.

Hensigten med at gennemføre swaptransaktioner på denne måde er at opnå skarpe priser på et konkurrencedygtigt niveau uden samtidig at påvirke vilkårene i markedet ved at sprede information om transaktionen bredt. I takt med, at antallet af markedsdeltagere og likviditeten i det danske swapmarked bliver bedre, vil det blive overvejet at gå mod en mere auktionslignende procedure.

I de tilfælde, hvor staten uopfordret bliver tilbudt en swaptransaktion af en modpart, bliver swappen først gennemført efter, at to andre potentielle modparter har fået mulighed for at afgive bud på den samme swap. Denne procedure gennemføres af konkurrencemæssige årsager og for at få en markedsmæssig kontrol af den stillede pris.

Udvælgelse af modparter

Ved udvælgelse af de potentielle modparter bliver der taget hensyn til, at renteswaps indebærer en kreditrisiko for staten. Kredsen af potentielle modparter er derfor afgrænset til finansielle institutioner med ekspertise i swapmarkedet, som samtidig har en tilfredsstillende kreditværdighed.

Kredsen af potentielle modparter ved indgåelse af renteswaps i danske kroner er udvidet i forhold til den kreds af modparter, staten kan anvende ved indgåelse af valutaswaps, jf. kapitel 9. Normalt kræves en minimumsrating på AA- fra anerkendte kreditvurderingsbureauer, men for renteswaps i danske kroner accepteres en minimumsrating på A-. Udvidelsen af kredsen skal ses i sammenhæng med det begrænsede antal aktive deltagere på renteswapmarkedet i danske kroner.

Indgåelse af renteswaps involverer som tidligere nævnt ikke, at der udveksles hovedstole mellem parterne. Der er tale om en notionel hovedstol, som ikke er i fare for at blive tabt, hvis modparten standser sine betalinger på renteswappen. Dette begrænser det absolutte omfang af kreditrisiko på en renteswap betydeligt i forhold til fx en valutaswap, hvor der udveksles hovedstole såvel ved swappens indgåelse som ved udløb. Da renteswaps således indebærer mindre eksponering end valutaswaps, kan lines på modparter med en rating på A+, A og A- holdes på et relativt lavt niveau.

Omfanget af renteswaps i danske kroner

Den tyske statsgældsadministration fik i slutningen af 1997 adgang til at benytte renteswaps i D-mark til at styre varigheden på gælden. Da denne beslutning blev offentliggjort, så det ud til at påvirke den tyske rentekurve gennem et fald i de lange swaprenter. Selvom det efterfølgende viste sig, at markedet overreagerede i sine forventninger til swapbehovet, viste markedsreaktionen, at en statslig udsteder skal være påpasselig i et marked af denne karakter.

Det er vigtigt for staten ikke at påvirke det danske swapmarked. Hensigten med brugen af renteswapmarkedet i danske kroner er derfor, at der i første omgang indgås renteswaps for et begrænset beløb. Staten har valgt at introducere renteswaps over en længere indkøringsperiode for at indhøste erfaringer om påvirkningen af det danske swapmarked.

DET DANSKE MARKED FOR RENTESWAPS

8.5

Volumen i markedet for danske renteswaps er mere end tredoblet i perioden 1995-98. En stor del af fremgangen skyldes fremkomsten af 4 pct. obligationsmarkedet i efteråret 1996. Efter at mindsterenten blev ekstraordinært nedsat den 22. oktober 1996, begyndte mange større institutioner at udstede 4 pct. obligationer og swappe de fast forrentede betalinger til variabelt forrentede betalinger.

Det danske swapmarked domineres af de store danske banker og nogle store investeringsbanker, hvoraf de fleste befinder sig i London. Mellem de aktive markedsdeltagere foregår swaptransaktioner i blokke af minimum 100 mio.kr. Likviditeten er god for renteswaps med løbetid på op til 10 år, mens den er noget ringere for løbetider over 10 år. Der kan handles for beløb i størrelsesorden 500 mio.kr., uden at swapmarkedet påvirkes væsentligt. Beløbet afhænger af de aktuelle markedsforhold. Handles der for større beløb, kan der komme en umiddelbar markedspåvirkning i kraft af modpartens afdækning af transaktionen.

NETTOOMSÆTNING OG UDESTÅENDE BELØB I RENTESWAPS, DANSKE KRONER

Tabel 8.5.1

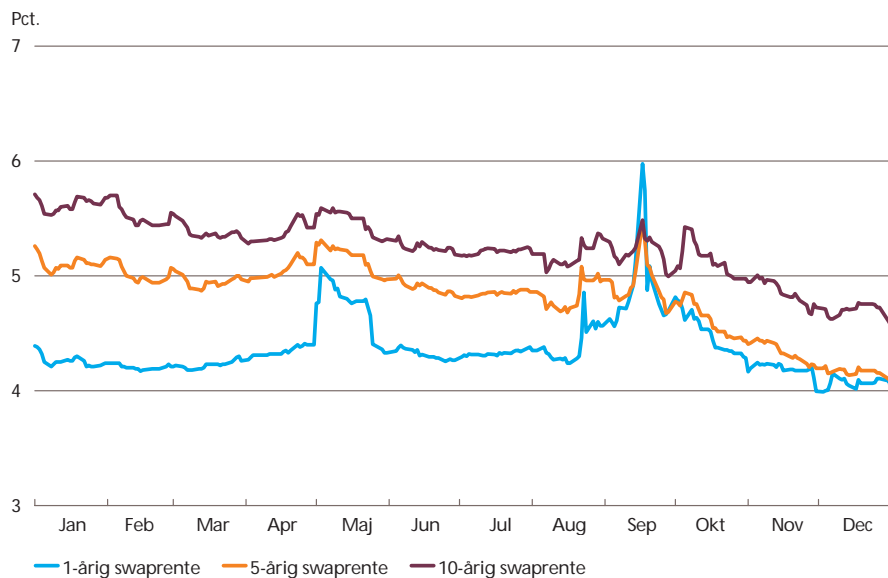
Mia.USD	April 1995	April 1998
Nettoomsætning per bankdag	0,2	0,7
Udestående beløb	85	325

Kilde: BIS-undersøgelse.

Den danske del af BIS-undersøgelsen er beskrevet i en artikel af Henning Dalgaard "Undersøgelse af valutamarkedet og markederne for afledte finansielle instrumenter i 1998", Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt 4. kvartal 1998.

UDVIKLINGEN I SWAPRENTERNE, 1998

Figur 8.5.1



Anm.: Swaprenterne er indikative.

Swapmarkedet i 1998

Swaprenterne har i 1998 været mere volatile end obligationsrenterne, men ellers har udviklingen været den samme. For de 5- og 10-årige swaprenter har der været en svagt faldende tendens, og det er hovedsagelig de korte swaprenter, som har været påvirket omkring afstemningen om Amsterdam-traktaten i foråret og markedsuroen i efteråret.

Da renteswaps indeholder kreditrisiko, kan ændringer i swaprenterne skyldes ændringer i renterne på statsobligationer, i kreditspændene samt i likviditeten i swapmarkedet.

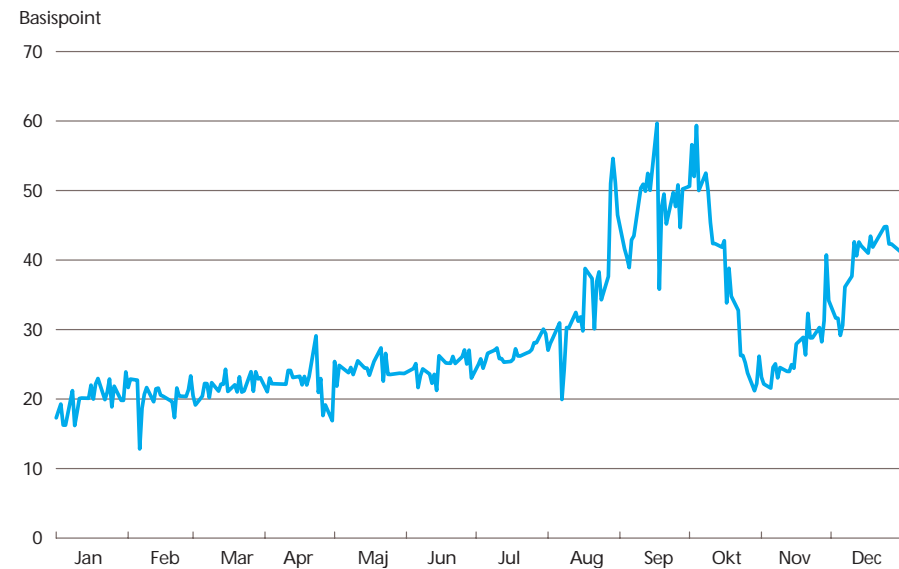
I perioder med markedsuro øges kreditspændet. Renteswaps bliver derfor hårdere ramt end statsobligationer. Efter en periode med markedsuro er der en tendens til, at spændet mellem swaprenter og renter på statsobligationer er længere tid om at stabilisere sig. Figur 8.5.2 viser forskellen mellem swaprenten og obligationsrenten (spreadover) i det 10-årige segment.

Det 10-årige spreadover lå frem til markedsuroen på et niveau omkring 20-30 basispoint. Under markedsuroen blev spreadover udvidet voldsomt. Efter at være faldet ned til niveauet før uroen er spreadover i løbet af december udvidet til et niveau på 40 basispoint.

Efter markedsuroen ønskede mange markedsdeltagere at modtage fast rente og betale variabel rente. Det skyldes, at internationale investorer ønskede at komme ud af deres positioner i realkreditobligationer. Som følge af mangel på investorer med modsatrettet interesse var der

UDVIKLINGEN I SPREADOVER, 1998

Figur 8.5.2



Anm.: Spreadover er forskellen mellem den 10-årige indikative swaprente og den 10-årige obligationsrente.

begrænset likviditet i swapmarkedet. Det var først medio december, at swapmarkedet genvandt sin likviditet.

Statens aktivitet i swapmarkedet

Før markedsuroen i september indgik staten to renteswaps til en notional værdi af i alt 500 mio.kr., hvor der modtages 10-årig swaprente og betales 6 måneders Cibor.

Staten indstillede aktiviteten i swapmarkedet umiddelbart efter introduktionen som følge af markedsuroen. Efter at markedsuroen havde lagt sig, forsøgte staten at indgå renteswaps. Det var ikke muligt at opnå acceptable priser på renteswaps før januar 1999, hvor staten indgik renteswaps for 500 mio.kr.

Da staten kun har indgået et begrænset antal renteswaps, fortsætter staten med sin indkøringsperiode. De erfaringer, som staten har indhøstet indtil nu, har været positive. Det er derfor forventningen, at renteswaps kan anvendes aktivt som et af flere instrumenter til at styre risikoen på statsgælden fremover.

INDGÅEDE RENTESWAPS I DANSKE KRONER

Tabel 8.5.2

Indgåelsesmåned	Udløbsmåned	Notionelt beløb	Staten modtager	Staten betaler
Sep. 1998	Sep. 2008	200 mio.kr.	10-årig rente	6 mdrs. Cibor
Sep. 1998	Sep. 2008	300 mio.kr.	10-årig rente	6 mdrs. Cibor
Jan. 1999	Jan. 2009	300 mio.kr.	10-årig rente	6 mdrs. Cibor
Jan. 1999	Jan. 2009	200 mio.kr.	10-årig rente	6 mdrs. Cibor

Prisfastsættelse af en renteswap**8.A.1**

Den faste rente på en renteswap bliver normalt fastsat, så nutidsværdien af det variable og det faste ben er den samme. Betalingsrækkerne for de to ben i renteswappen er vist i boks 8.A.1. For at bestemme nutidsværdien af de to ben skal der bruges en rentestruktur. Teoretisk set skal hvert af benene i renteswappen diskonteres med en rentestruktur svarende til kreditværdigheden af den part, som betaler. Hvis part A betaler variabel rente, og part B betaler fast rente, skal det variable ben diskonteres med rentekurven svarende til part A's kreditværdighed, mens det faste ben skal diskonteres med rentekurven svarende til part B's kreditværdighed.

I praksis bliver renten på det variable ben bestemt ud fra en usikret pengemarkedsrente, mens renten på det faste ben (swaprenten) bestemmes ud fra den aktuelle statsrentekurve tillagt et spænd for kreditrisikoen på modparten samt konkurrenceforholdene.

Hvis betalingsrækken på det variable ben diskonteres med den rentekurve, som benyttes til at bestemme den variable rente, har det variable ben værdien 1 på rentefastsættelsestidspunkterne. Da den variable rente bliver fastsat på indgåelsestidspunktet, er nutidsværdien af det variabelt forrentede ben 1.

Nutidsværdien af det fast forrentede ben kan bestemmes som de tilbagediskonterede fremtidige betalinger

$$c \sum_{i=1}^f d(0, t(i, F)) + d(0, T)$$

hvor der er diskonteret med den aktuelle rentekurve tillagt et spænd for kreditrisiko og konkurrenceforhold.

For at bestemme swaprenten, så swapkontrakten får værdi nul, sættes nutidsværdien af de to ben lig hinanden. Løses denne ligning for c , bliver swaprenten

$$c = \frac{1 - d(0, T)}{\sum_{i=1}^f d(0, t(i, F))}$$

Swaprenten bestemmes altså alene ud fra diskonteringsfaktorerne på det fast forrentede ben i renteswappen.

Markedsværdien af en renteswap på et vilkårligt tidspunkt**8.A.2**

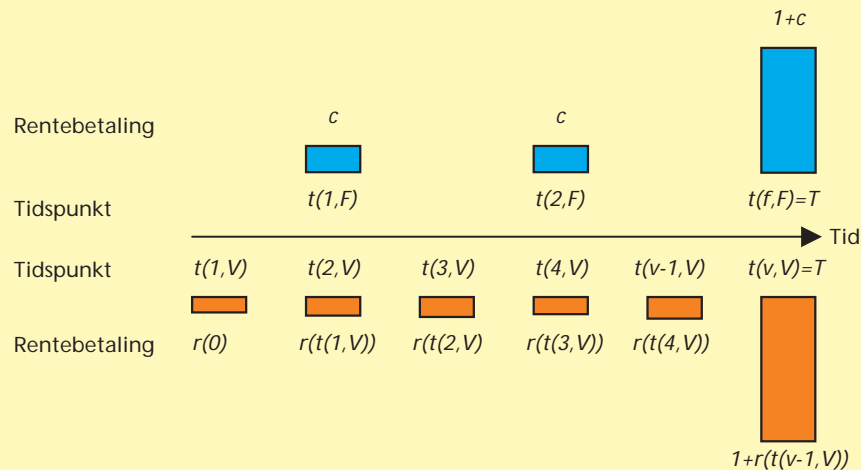
Markedsværdien af en renteswap på et vilkårligt tidspunkt t kan bestemmes som forskellen mellem den aktuelle nutidsværdi af de to ben i

En renteswap består af et variabelt forrentet ben og et fast forrentet ben. For at kunne opstille betalingsrækkerne for de to ben anvendes følgende notation:

c	Swaprenten – dvs. renten på det fast forrentede ben.
$r(t)$	Den variable rente fastsat til tid t , som typisk er 6 måneders Cibor. $r(t_1)$ er rentesatsen, som betales af den notionalle hovedstol til tid t_1 .
$d(t_1, t_2)$	Diskonteringsfaktoren mellem t_1 og t_2 , $t_1 < t_2$.
T	Udløbstidspunktet for swappen.
f	Antal betalinger på det fast forrentede ben. Der betales almindeligvis en gang om året.
v	Antal betalinger på det variabelt forrentede ben. Der betales typisk rente flere gange om året på det variabelt forrentede ben. Betales der 6 måneders Cibor, vil der være to betalinger årligt.
$t(1, F), \dots, t(f, F) = T$	Tidspunkterne for betalinger på det fast forrentede ben.
$t(1, V), \dots, t(v, V) = T$	Tidspunkterne for betalinger på det variabelt forrentede ben.

I en renteswap bliver der normalt ikke udvekslet hovedstol. For at gøre beregningerne nemmere kan det antages, at der udveksles beløb svarende til den notionalle hovedstol på swappens udløbstidspunkt, idet denne antagelse fører til samme nettobetalinger. For nemheds skyld sættes den notionalle hovedstol til 1, og det antages, at swappen bliver indgået til tidspunkt nul.

Hvis der modtages fast rente og betales variabel rente, kan betalingerne på de to ben illustreres som



Betalingsrækken på det variable ben svarer til betalingsrækken på et stående lån med variabel rente. Det fast forrentede ben er identisk med et stående lån med fast kupon.

renteswappen. Lad $t(k^*, V)$ og $t(k^*, F)$ være de først kommende tidspunkter efter t , hvor der skal betales hhv. variabel rente (V) og fast rente (F), og antag som før, at der udveksles betalinger af beløb svarende til den notionelle hovedstol på udløbstidspunktet.

Nutidsværdien af det variable ben til tid t kan bestemmes som den tilbagediskonterede værdi til tid $t(k^*, V)$. Til tid $t(k^*, V)$ bliver den variable rente for den efterfølgende periode fastsat, og der bliver betalt rente for den forgangne periode. Den samlede værdi af det variable ben til tid $t(k^*, V)$ diskonteret tilbage til tid t bliver derfor

$$(1 + r(t(k^* - 1, V)))d(t, t(k^*, V))$$

Nutidsværdien af det fast forrentede ben er de tilbagediskonterede fremtidige betalinger

$$c \sum_{j=0}^{f-k^*} d(t, t(k^* + j, F)) + d(t, T)$$

Værdien af renteswappen til tid $t(k)$ kan bestemmes som forskellen mellem de to nutidsværdier.

Værdien af en renteswap vil altså variere over tid med den faktiske udvikling i renterne. Ved et fald i renterne vil en renteswap få positiv værdi for den part, som modtager fast rente, mens renteswappen får negativ værdi for den part, som modtager variabel rente.

Varighed af en renteswap

8.A.3

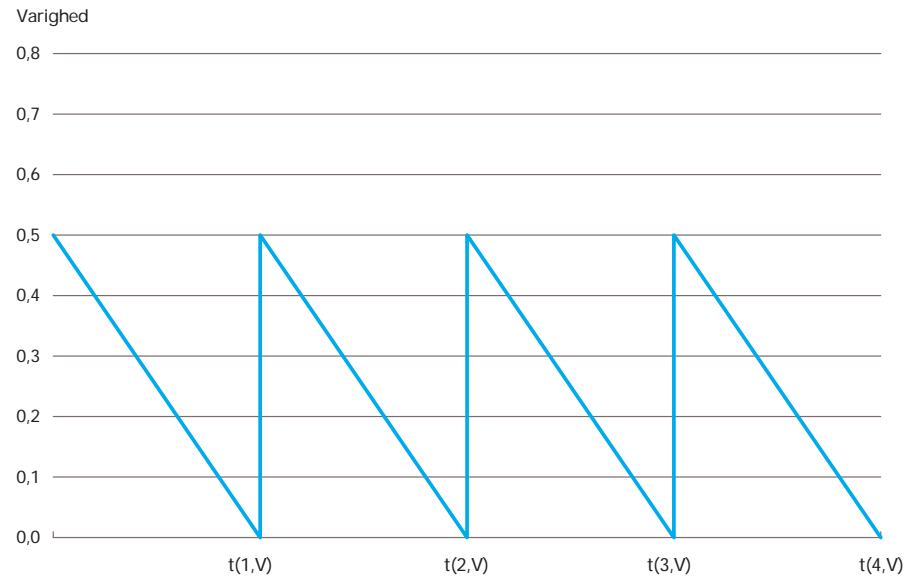
En renteswap består af et aktivben og et passivben. Varigheden af en renteswap kan bestemmes som den vægtede sum af varighederne af de to ben, hvor der vægtes med nutidsværdierne.

For at gøre beregningerne nemmere kan det antages – ligesom i afsnit 8.A.1 – at der udveksles beløb svarende til den notionelle hovedstol på swappens udløbstidspunkt.

Varigheden af det fast forrentede ben bliver blot den samme som varigheden på et stående lån med kupon svarende til swaprenten.

I definitionen af varigheden er det antaget, at betalingsrækkerne er kendte. Da betalingerne på det variable ben ikke kendes, kan varigheden ikke umiddelbart bestemmes. Men i definitionen af Macaulay-varigheden er det ligeledes antaget, at rentestrukturen er flad. Hvis den variable rente erstattes med den rente, som ligger til grund for beregningen af varigheden, er det muligt at bestemme varigheden af det variable ben.

Lad derfor den variable rente være lig med den rente, som bruges til beregning af varigheden. Umiddelbart efter en rentebetaling vil det



variable ben (inkl. hovedstol) have værdi 1. Nutidsværdien af det variable ben til et tidspunkt, der ligger t før en betaling, er $(1+r_{\text{næste}})/(1+r)^t$, hvor $r_{\text{næste}}$ er den rente, som betales ved næste termin. Det bemærkes, at på det tidspunkt, hvor $r_{\text{næste}}$ fastsættes, er $r = r_{\text{næste}}$, men $r_{\text{næste}}$ vil ikke ændres, hvis r ændres. Varigheden af det variable ben kan bestemmes til t , som er tiden til næste rentebetaling¹.

Varigheden på statsgælden findes ved at diskontere med en gennemsnitsrente for statsobligationer, jf. STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD 1996. For at korrigere varigheden for renteswaps i praksis, sættes den variable rente i swappene lig med gennemsnitsrenten. Hvis staten modtager fast rente, trækkes betalingerne på det faste ben i swappene fra den samlede betalingsrække for fast forrentede obligationer. Varigheden beregnes som den vægtede sum af varigheden af den samlede betalingsrække for fast forrentede obligationer og varigheden af den variabelt forrentede gæld, hvor der vægtes med nutidsværdier beregnet på baggrund af gennemsnitsrenten.

¹ Varigheden er defineret som minus den afledte af nutidsværdien med hensyn til r multipliceret med vægten $(1+r)/\text{nutidsværdien}$. Minus den afledte af nutidsværdien kan bestemmes til $t(1+r_{\text{næste}})/(1+r)^{t-1}$. Multipliseres med vægten $(1+r)(1+r)/(1+r_{\text{næste}})$, bliver varigheden t .

KAPITEL 9

Kreditrisikoen på statens swapportefølge

SAMMENFATNING**9.1**

Staten har en risiko for at tabe penge på sin swapportefølge, hvis swapmodparter misligholder indgåede kontrakter. Denne tabsrisiko betegnes som statens kreditrisiko på swapporteføljen.

Swapporteføljen blev reduceret i løbet af 1998. Reduktionen i porteføljen hænger sammen med faldet i den udenlandske gæld.

Swapporteføljens markedsværdi og dermed krediteksponeringen på porteføljen faldt ligeledes. Dette kan primært henføres til styrkelsen af DEM over for USD og GBP. Swapporteføljens følsomhed over for især valutakurs-, men også renteændringer, har gennem årene medført betydelige udsving i markedsværdien.

Swapmodparternes kreditværdighed blev marginalt svækket i 1998. Krediteksponeringens fald overskygger dog denne effekt, hvorfor den samlede kreditrisiko på swapporteføljen blev reduceret.

Det er ikke muligt at eliminere kreditrisikoen på swaps totalt. Men for at begrænse kreditrisikoen er der fastlagt nogle hovedprincipper for, hvilke modparter der kan indgås kontrakter med, størrelsen på krediteksponeringer mv. Opgørelsen af krediteksponeringer sker i statens swaplimitsystem. Retningslinjer for den løbende overvågning, herunder håndtering af overskridelser, er fastlagt i en forretningsgang.

Efter mange års kraftig vækst har anvendelsen af swaps internationalt fået et meget stort omfang. Dette har medført en stigende interesse blandt markedsdeltagere for at mindske risikoen på de efterhånden betydelige krediteksponeringer indeholdt i swapporteføljer. Staten sigter mod en væsentlig reduktion af kreditrisikoen på swapporteføljen i 1999. Dette vil ske ved at etablere aftaler om sikkerhedsstillelse med modparterne. Det er hensigten, at markedsværdier på swaps i statens favør inden for en overskuelig årrække bliver dækket af sikkerhed.

KREDITEKSPONERINGEN VED UDGANGEN AF 1998**9.2**

Statens swapportefølge blev reduceret i løbet af 1998. Dette hænger sammen med et faldende behov for udenlandsk lånoptagelse, jf. kapitel

Staten har siden 1983 anvendt swaps i sammenhæng med udenlandsk lånoptagelse. Formålet har dels været at reducere låneomkostningerne, dels at styre gældens valutafordeling og rentefølsomhed (varighed).

Statens swaps kan inddeles i tre grupper: Liability swaps, asset swaps og porteføljeswaps.

På en liability swap modtager staten betalinger, der er identiske med ydelserne på et specifikt lån. Statens betalinger på liability swappen udgør herved de reelle rente- og afdragsvilkår på lånet. Staten kan fx ønske at omlægge et lån i USD til DEM. Dette kan opnås ved at indgå en swap, hvor staten betaler ydelser på et (syntetisk) DEM-lån mod at modtage ydelser på et (syntetisk) USD-lån. USD-ydelserne i swappen anvendes til at betale rente og afdrag på USD-lånet. Nettoresultatet af USD-lånet og USD/DEM-valutaswappen bliver et lån i DEM.

Staten har også optaget strukturerede lån med specielle rente- og afdragsvilkår, når låneomkostningerne herved vurderedes at være attraktive. For at undgå "strukturrisikoen" omlægges statens betalinger på disse lån konsekvent til almindelige rente- og afdragsvilkår ved hjælp af liability swaps.

Ved opkøb af obligationer i et lån, hvortil der er knyttet en liability swap, indgås en asset swap. Hovedstolen på asset swappen vil svare til opkøbs størrelse. Betalingerne under asset swappen vil modsvare betalinger på den oprindelige liability swap.

Porteføljeswaps indgås uden tilknytning til en specifik lånoptagelse, når der er behov for at ændre den eksisterende gælds valutafordeling og rentefølsomhed.

Ved omlægning af udlandslåns valutafordeling og varighed indgås ofte 2 liability swaps, både en valuta- og en renteswap. Derfor oversteg den samlede hovedstol på statens swapportefølge (ekskl. kroneswaps) ultimo 1998 den udenlandske gælds samlede størrelse med 25,3 mia.kr.

3. I 1998 indgik staten 23 nye swaps, mens 35 swaps udløb. Herved faldt swapporteføljens samlede hovedstol med 21,3 mia.kr. Ultimo 1998 androg swapporteføljens samlede hovedstol 114,1 mia.kr. fordelt på 162 swaps, jf. tabel 9.2.1.

STATENS SWAPPORTEFØLJE

Tabel 9.2.1

	1997	1998
	Stk.	
Antal modparter	35	33
Antal swaps	174	162
	Mia.kr.	
Hovedstol	135,4	114,1
Markedsværdi	5,4	- 0,1
Krediteksponering	13,8	8,0

Størrelsen på statens kreditrisiko på en swapmodpart afhænger af:

- Statens krediteksponering på modparten
- Sandsynligheden for modpartens misligholdelse
- Den forventede tabsprocent givet modparten misligholder.

Når swaps indgås, har de normalt en markedsværdi på nul. Efter indgåelsen medfører rente- og valutakursændringer, at swaps får en markedsværdi forskellig fra nul. Fx vil en renteswap, hvor der betales fast rente mod at modtage variabel rente, få en positiv markedsværdi for staten, når markedsrenten ligger over swappens faste rente. Markedsværdien udgøres af forskellen i den tilbagediskonterede værdi (nutidsværdien) på de to (syntetiske) lån, som swappen består af.

Når en swaps markedsværdi er positiv for staten, har staten et tilgodehavende (krediteksponering) på modparten. Tilgodehavendet på swappen kan betragtes som et udlån. Misligholder en modpart sine forpligtelser, kan staten blive påført et tab. Denne risiko for tab betegnes som statens kreditrisiko på swapporteføljen.

Krediteksponeringens størrelse bestemmes således af markedsforholdene på opgørelsestidspunktet. Ud over markedsværdien vil krediteksponeringen tillige skulle tage højde for den potentielle fremtidige krediteksponering, jf. afsnit 9.4.

Sandsynligheden for modpartens misligholdelse afhænger af dennes kreditværdighed gennem swappens løbetid. En højere kreditværdighed medfører en lavere sandsynlighed for misligholdelse.

Tabsprocenten i tilfælde af misligholdelse afhænger af forholdet mellem værdien af modpartens aktiver og modpartens samlede gæld. Kreditorer vil dog kunne reducere tabsprocenten, hvis de har fået stillet sikkerhed for deres tilgodehavender i nogle af modpartens aktiver. I givet fald vil værdien af disse aktiver først og fremmest gå til dækning af pågældende kreditorens tilgodehavender.

Krediteksponeringen på swapmodparter faldt markant gennem 1998. Dette kan især henføres til et fald i swapporteføljens markedsværdi på 5,5 mia.kr. Ultimo 1998 udgjorde markedsværdien på swaps en nettogæld for staten på 127 mio.kr. Faldet skal især henføres til svækkelsen af USD, AUD samt GBP over for DEM, samt udløbet af swaps med meget stor markedsværdi i statens favør.

Faldet i porteføljens markedsværdi medførte, at de fleste modparters udnyttelse af den bevilgede line (maksimum for krediteksponering) er relativt beskeden ved udgangen af 1998.

I tabel 9.2.2 vises swapporteføljens fordeling efter type. Det fremgår, at valutaswaps bærer den væsentligste del af reduktionen i swapporteføljens samlede hovedstol. Med hensyn til porteføljens markedsværdi ses den største ændring ligeledes på valutaswaps.

SWAPPORTEFØLJENS SAMMENSÆTNING						Tabel 9.2.2
	Ultimo 1997			Ultimo 1998		
	Antal	Hovedstol	Markedsværdi	Antal	Hovedstol	Markedsværdi
	Stk.	Mia.kr.		Stk.	Mia.kr.	
Renteswaps	87	67,4	0,1	81	62,0	- 1,1
Valutaswaps	74	64,1	5,0	70	48,2	1,0
Strukturerede swaps	13	3,8	0,3	11	3,9	0,0

FØLSOMHED OVER FOR MARKEDSBEVÆGELSER

9.3

Statens swapportefølge er følsom over for bevægelser i valutakurser og renter. Det medfører, at porteføljens markedsværdi og dermed statens krediteksponering har svinget ganske betydeligt. Udsvingene er betinget af, at statens udbetalinger under swapkontrakterne for langt den overvejende del har været i DEM (efter 1. januar 1999 i EUR). Derimod har modtagne betalinger for en meget stor del været i andre valutaer.

Af tabel 9.3.1 fremgår, at porteføljens markedsværdi ved udgangen af 1998 stiger med 188 mio.kr., når USD-kursen stiger med 1 pct. Tilsvarende vil en stigning i EUR-kursen på 1 pct. give et fald i porteføljens markedsværdi på ca. 366 mio.kr. I lyset af de historiske udsving på valutamarkederne understreger tabellen, at store udsving i porteføljens markedsværdi ikke kan undgås.

Swapporteføljen er ligeledes følsom over for udsving i renter. Ved et generelt rentefald på 1 procentpoint vil markedsværdien på swapporteføljen stige med 648 mio.kr., jf. tabel 9.3.2. Overordnet gælder, at swapporteføljens markedsværdi stiger, når renten inden for Euroland stiger,

SWAPPORTEFØLJENS VALUTAKURSFØLSOMHED, MIO.KR.				Tabel 9.3.1
Valuta	Ændring i aktivbens markedsværdi	Ændring i passivbens markedsværdi	Netto	
AUD	57	- 22	35	
CAD	19		19	
CHF	48		48	
CZK	3		3	
EUR	716	- 1.082	- 366	
GBP	46	-3	43	
GRD	3		3	
JPY	11	-2	10	
NOK	3		3	
SEK	12		12	
USD	211	- 23	188	
ZAR	2		2	

Anm.: Tabellen angiver ændringen i swapporteføljens markedsværdi, når en valuta apprecierer med 1 pct. over for DKK. De angivne mål for valutafølsomheden er ekskl. strukturerede swaps.

SWAPPORTEFØLJENS RENTEØLSOMHED, MIO.KR. Tabel 9.3.2

Valuta	Restløbetid				I alt
	0-1 år	1-3 år	3-5 år	5-10 år	
AUD	10	12	17		39
CAD	8		32		40
CHF	35				35
CZK			7		7
DKK	-1			39	38
EUR	-83	- 442	- 100	232	- 393
GBP		58			58
GRD		3	4		8
JPY				50	50
NOK				18	18
SEK				81	81
USD	12	98	193	363	665
ZAR		2			2
I alt	- 19	- 269	153	783	648

Anm.: Tabellen angiver ændringen i swapporteføljens markedsværdi ved rentefald på 1 procentpoint.
De angivne mål for rentefølsomheden er ekskl. strukturerede swaps.

eller når renten falder i andre lande, herunder især i USA. Derudover vil ændringer i rentekurven, hvor den korte rente stiger og den lange rente falder, ligeledes forøge porteføljens markedsværdi.

Udviklingen har gennem årene vist, at valutakursændringer har haft betydelig større effekt end renteændringer på swapporteføljens markedsværdi. Dette var også tilfældet i 1998.

Statens kreditrisiko på swapporteføljen kan belyses ved at opdele porteføljen på grundlag af modparters kreditværdighed (rating), jf. tabel 9.3.3. Af tabellen fremgår, at swapmodparternes kreditværdighed blev marginalt svækket i 1998. Baggrunden herfor var en kombination af flere faktorer:

SWAPPORTEFØLJENS KREDITKVALITET, MIA.KR. Tabel 9.3.3

Rating	Ultimo 1997				Ultimo 1998			
	Modparter	Hovedstol	Markeds- værdi	Krediteks- ponering	Modparter	Hovedstol	Markeds- værdi	Krediteks- ponering
AAA ...	2	1,5	- 0,1	0,0	3	8,0	- 0,5	0,0
AA+	12	82,0	3,8	8,8	9	42,5	- 0,2	3,0
AA	8	36,4	1,5	3,8	6	27,5	0,6	2,4
AA-	7	12,5	0,0	0,6	13	35,1	- 0,3	2,3
A+	3	1,3	0,2	0,2	2	1,1	0,2	0,2
A	2	0,6	0,0	0,0	0			
A-	1	1,2	0,1	0,3	0			
Total ...	35	135,4	5,4	13,8	33	114,1	- 0,1	8,0

- Ændringer i modparters rating.
- Udløbet af swaps med stor markedsværdi var størst blandt højere ratede modparter.
- Flere nye modparter med en rating på AA- kom til i løbet af året.

I modsat retning tæller, at antallet af modparter med en rating på under AA- faldt fra 6 til 2. Krediteksporeringen på disse var dog så beskednen, at betydningen heraf var begrænset.

Sammenfattende overskygger faldet i den samlede krediteksporerings effekten af den lavere kreditværdighed, hvorfor statens samlede kreditrisiko på swapporteføljen blev markant reduceret i 1998.

PRINCIPPER FOR KREDITSTYRING AF SWAPPORTEFØLJEN

9.4

Statens swapportefølge indebærer en risiko for at tabe penge, hvis swapmodparter misligholder indgåede kontrakter. Denne tabsrisiko betegnes som statens kreditrisiko på swapporteføljen, jf. boks 9.2.

Siden staten begyndte at anvende swaps i gældsforvaltningen i 1983, er der ikke lidt tab på grund af swapmodparters misligholdelse. Visse modparter, som staten har anvendt, har dog haft meget alvorlige økonomiske problemer. Enkelte er ophørt med at eksistere eller kunne kun fortsætte, efter at de havde modtaget offentlig støtte eller var blevet overtaget af en konkurrent.

Det er ikke muligt at eliminere statens kreditrisiko på swaps totalt. For at begrænse kreditrisikoen er der derfor fastlagt nogle overordnede principper for håndtering af swapporteføljen. De væsentligste punkter heri er:

- Udvælgelse af modparter, der kan indgås swaps med
- Rammer for krediteksporeringen på modparter (lines)
- System og forretningsgang for løbende overvågning af porteføljen
- Retningslinjer for håndtering af modparters lineoverskridelser
- Opgørelse af krediteksporeringen på swapmodparter
- Afgrænsning af tilladte typer af swaps.

Udvælgelse af modparter

Det bærende princip i statens kreditpolitik er, at risikoen for swapmodparters misligholdelse skal være yderst begrænset. Staten indgår derfor kun swaps med meget kreditværdige modparter. Kravet til kreditværdighed anses for opfyldt, såfremt modparten er tildelt en rating på AA- eller derover af anerkendte kreditvurderingsbureauer.

I forbindelse med, at staten i 1998 begyndte at indgå renteswaps i danske kroner, er kravet til modparters rating blevet lempet med hen-

HYPPIGHED AF OBLIGATIONSUDSTEDERES MISLIGHOLDELSE 1970-97 Tabel 9.4.1

Initial rating	Pct. som har misligholdt efter:					
	1 år	3 år	5 år	7 år	10 år	15 år
Aaa	0,00	0,00	0,14	0,37	0,82	1,71
Aa	0,03	0,10	0,39	0,70	1,07	1,79
A	0,01	0,21	0,54	0,92	1,65	3,06
Baa	0,12	0,75	1,70	2,74	4,53	7,98
Ba	1,34	6,21	11,44	15,53	20,88	30,42
B	6,78	19,13	28,59	35,91	43,85	49,41
Caa-C	20,51	34,10	41,44	51,52	63,13	65,96

Kilde: Moody's Investors Service, "Historical Default Rates of Corporate Bond Issuers, 1970-97", februar 1998.

Note: Moody's har siden 1983 differentieret tildelte ratings ved tilføjelse af et ciffer (fx A1, A2 eller A3). Denne differentiering er udeladt i tabellen.

blik på at øge kredsen af potentielle swapmodparter. Dette er vurderet nødvendigt, for at staten kan opnå tilfredsstillende priser på renteswaps i danske kroner. Staten er således villig til at indgå renteswaps i danske kroner med modparter med en rating på A+, A eller A-. Lempelsen gælder *kun* renteswaps i danske kroner.

Det kan ikke undgås, at staten får en kreditrisiko på mellemværender med swapmodparter. Dette illustreres i tabel 9.4.1, der viser risikoen for obligationsudstederes misligholdelse på udvalgte tidspunkter efter, at udstederne havde en given rating. Heraf fremgår, at udstedere med en høj rating (Aaa, Aa eller A) meget sjældent misligholder deres gældsforpligtelser. Men over en periode på 15 år vil 1½-3 pct. af disse udstedere alligevel komme i en situation, hvor de må misligholde. Når det sker, vil de typisk over en længere periode have vist tydelige tegn på en lavere kreditværdighed med et kraftigt fald i deres rating til følge.

Hvis staten skulle lide et tab på en swapmodpart som følge af misligholdelse, vil tabet derfor sandsynligvis først ske flere år efter kontraktens indgåelse. Af den grund indgås der normalt ikke kontrakter med en løbetid på over 10 år.

Rammer for krediteksponeringen på modparter (lines)

For at holde statens kreditrisiko på swapmodparter på et acceptabelt niveau, bevilges modparter en line, som den opgjorte krediteksponering på indgåede swaps ikke må overstige. Overskridelser kan dog ikke undgås helt, jf. nedenfor.

Størrelsen på bevilgede lines afhænger af modpartens kreditværdighed. Jo højere rating og egenkapital, desto større line kan der bevilges.

Lines må ikke overstige en absolut overgrænse uanset modpartens egenkapitalforhold. Overgrænsen for swaplines kan tolkes som den maksimale tabsrisiko, der accepteres på en enkelt modpart. Overgræn-

STATENS SWAPLINES			Tabel 9.4.2	
Modparts rating			Max. line	
Moody's	Standard&Poor's	Fitch IBCA	Mio.kr.	I pct. af egenkapital
Aaa	AAA	AAA	2.000	8
Aa1	AA+	AA+	1.500	7
Aa2	AA	AA	1.000	6
Aa3	AA-	AA-	700	5
A1	A+	A+	600	5
A2	A	A	400	4,5
A3	A-	A-	200	4

Note: Ratingkrav øges med 1 respektive 2 trin, hvis modparten kun er tildelt en rating fra hhv. 2 eller 1 kreditvurderingsbureau. Er en modpart fx kun tildelt én rating, Aa1 hos Moody's, kan der ikke bevilges en line, der overstiger 700 mio.kr. eller 5 pct. af egenkapitalen.

Note: Indplaceres modparten med en rating på A1/A+ eller derunder, kan bevilget line kun anvendes til renteswaps i danske kroner med en løbetid på max. 10 år.

sen bidrager desuden til, at den samlede krediteksponering bliver spredt ud på flere modparter.

I tabel 9.4.2 gengives hovedprincipperne for hvilken risiko (line) staten vil acceptere afhængig af swapmodpartens rating.

Alle bevillinger af lines baseres på en konkret vurdering, hvor andre forhold end rating også bliver inddraget. En modparts opfyldelse af ratingkravene i tabel 9.4.2 indebærer således ikke en automatisk bevilling af line. Der vil blive set bort fra kreditvurderingsbureauernes ratings, såfremt oplysninger om en modpart indikerer en lavere kreditværdighed, end den tildelte rating umiddelbart angiver.

Staten indgår endvidere kun swaps med anerkendte finansielle institutioner, der er aktive på swapmarkedet.

System og forretningsgang for den løbende overvågning

For at overvåge kreditrisikoen blev der i 1994 etableret et system til opgørelse af statens krediteksponering på swapmodparter. De opgjorte krediteksponeringer sammenholdes i systemet med modparternes lines. Eventuelle lineoverskridelser bliver markeret, således at de kan blive håndteret i henhold til de fastlagte retningslinjer.

Overvågning af modparternes lines har siden 1996 været organisatorisk adskilt fra den afdeling, som handler swaps på statens vegne. Formålet med at adskille handel og kontrol på separate afdelinger er at sikre en uafhængig og dermed mere effektiv kontrol af modparternes udnyttelse af lines. Dette følger af internationale anbefalinger vedrørende styring af risici på finansielle instrumenter. Der er eksempler på, at placering af lineovervågningen i handelsafdelingen i nogle banker svækkede kvaliteten af den udførte kontrol af modparternes lineudnyttelse, idet dealere herved fik lettere ved at omgå de bevilgede lines.

Retningslinjer for håndtering af lineoverskridelser

Krediteksponeringen på en swapportefølje kan ikke med sikkerhed holdes inden for de bevilgede lines. Kraftige markedsbevægelser kan på kort tid medføre, at markedsværdien og dermed krediteksponeringen stiger voldsomt, hvorved lineoverskridelser vil forekomme. Dette skete fx i 1997, hvor styrkelsen af USD, JPY og GBP over for DEM medførte en markant stigning i statens krediteksponering på mange swapmodparter. Resultatet heraf var flere større lineoverskridelser.

Når kreditvurderingsbureauerne nedjusterer en modparts rating, nedskrives modpartens line i medfør af principperne i tabel 9.4.2. Dette kan ligeledes føre til lineoverskridelser.

Per 31. december 1998 har tre modparter overskredet deres line. Den ene overskridelse skyldes et fald i modpartens rating. De to andre overskridelser vedrører swaps indgået i 1990, før ovennævnte krav til modparters rating blev indført.

For at mindske både antallet og omfanget af lineoverskridelser indplacerer swaplimitsystemet alle modparter i tre zoner afhængig af krediteksponeringens størrelse i forhold til bevilget line, jf. tabel 9.4.3.

"Gult lys"-zonen udgør en stødpude mod, at der opstår for mange lineoverskridelser, idet der ikke kan indgås nye kontrakter med modparter tildelt et "gult lys". Krediteksponeringer, der ligger ud over 75 pct. af en line, skyldes derfor alene ændringer i markedsværdien på indgåede swaps eller reduktioner i lines. Ved udgangen af 1998 er to af statens modparter i "gult lys"-zonen.

Ved en lineoverskridelse ("rødt lys") skal der tages stilling til, om der er behov for at få den pågældende modparts eksponering nedbragt. Forhold som har betydning for håndteringen af overskridelser er bl.a.:

- Overskridelsens størrelse
- Forventet varighed
- Modpartens kreditværdighed (risiko for misligholdelse)
- Muligheden for at nedbringe eksponering og omkostningen herved.

SWAPMODPARTERS STATUS		Tabel 9.4.3
Zone	Lineudnyttelse	Status for modpart
"Grønt lys"	Krediteksponering < 75% af line	Der må indgås nye swaps med modpart
"Gult lys"	Krediteksponering 75-100% af line	Der er lukket for indgåelse af nye swaps
"Rødt lys"	Krediteksponering > 100% af line	Der skal tages stilling til lineoverskridelsen, herunder om der skal tages særlige skridt til at nedbringe krediteksponering på modpart

Kun i få tilfælde har staten aktivt søgt at nedbringe krediteksponeringen på modparter, hvor lines var overskredet. De fleste overskridelser er – efter en konkret vurdering – fundet ikke at have udgjort en uacceptabel kreditrisiko.

Opgørelse af krediteksponeringen på swapmodparter

Markedsværdien er oftest nul ved swappens indgåelse, men kan på grund af valutakurs- og renteændringer udvise betydelige udsving gennem swappens levetid. Hvis markedsværdien på swappen er positiv for staten, udgør markedsværdien et tilgodehavende på modparten, jf. boks 9.2. Dette tilgodehavende betegnes statens *aktuelle krediteksponering* på modparten.

Selvom en swap har en negativ markedsværdi for staten, kan den på et senere tidspunkt få en positiv markedsværdi. For en swap, hvor markedsværdien allerede er positiv, kan udviklingen tilsvarende medføre, at markedsværdien bliver endnu mere positiv i statens favør. Opgørelsen af en swaps krediteksponering må derfor ud over markedsværdien indeholde et tillæg, for at markedsværdien kan udvikle sig til statens fordel i swappens restløbetid. Dette tillæg betegnes som swappens *potentielle krediteksponering*.

Den *totale krediteksponering* på en swap består således af den aktuelle krediteksponering plus den potentielle krediteksponering.

Nødvendigheden af at medregne den potentielle eksponering skyldes, at en swap normalt ikke kan opsiges uden modpartens samtykke. Begge parter har tildelt den anden part et "uigenkaldeligt lånetilsagn", der skal kunne dække eventuelle fremtidige gevinster på swappen.

Størrelsen på en swaps potentielle krediteksponering vil afhænge af:

- *Rente- og valutakursrisikoen* på swappen. En stigende risiko indebærer større bevægelser i markedsværdien, hvorved de uigenkaldelige lånetilsagn udvides.
- *Restløbetiden*. Jo længere restløbetid, desto større er lånetilsagnene.

Den potentielle krediteksponering på en swap kan ikke opgøres entydigt, idet kvantificeringen af rente- og valutakursrisikoen vil være behæftet med en statistisk usikkerhed. Til beskrivelse af rente- og valutakursrisikoen anvendes oftest det statistiske udtryk standardafvigelsen. Beregning af standardafvigelsen (eller volatiliteten) foretages ofte på grundlag af renter og valutaers historiske udsving. I praksis kan opgørelsen af swaps' potentielle eksponering baseres på mange forskellige antagelser om renters og valutaers volatilitet. Af den grund må opgørelsen over statens krediteksponering i afsnit 9.2 i en vis udstrækning betragtes som en *skønsmæssig opgørelse*.

Den reelle krediteksponering på en modpart, der er indgået flere swaps med, vil ofte være mindre end summen af de enkelte swaps' krediteksponering.

Det skyldes for det første, at ændringer i renter og valutaer i varierende omfang er *korrelerede*. Antages kursen på USD og CAD at være positivt korrelerede, vil gevinst på en swap, hvor staten betaler USD, i et vist omfang blive modsvaret af tab på en swap, hvor staten modtager CAD. I lyset heraf vil den potentielle krediteksponering på de to swaps kunne reduceres svarende til korrelationens størrelse. På nuværende tidspunkt tages der ikke højde for korrelationer mellem renter og valutaer i swaplimitsystemets opgørelse af krediteksponeringen på swapmodparter.

For det andet afhænger krediteksponeringen på en modpart af, hvorvidt gevinster på nogle swaps kan modregnes i tab på andre swaps i tilfælde af modpartens misligholdelse. Alle statens ISDA-aftaler indeholder bestemmelser om *netting*, efter hvilke gevinster kan modregnes i tab i tilfælde af en af parternes misligholdelse, jf. boks 9.3. Det er vurde-

ISDA-AFTALER	Boks 9.3
<p>Staten har indgået en generel standardaftale ("ISDA Master Agreement") med alle swapmodparter. I aftalen angives rammerne for statens og modpartens mellemværender, fx efter hvilket lands love tvister skal afgøres samt regler for modregning af modsatrettede betalinger i samme valuta og med samme forfaldsdag, etc.</p> <p>ISDA-aftalerne indeholder desuden bestemmelser om <i>netting</i>, efter hvilke der kan foretages modregning af gevinster og tab på indgåede swaps, hvis en af parterne misligholder. Hvorvidt bestemmelserne om netting kan tages i anvendelse, afhænger af lovgivningen i modpartens hjemland. Om dette er tilfældet, må baseres på en nøje juridisk vurdering. Netting antages med mindre forbehold at kunne anvendes over for alle modparter.</p> <p>De fleste af statens ISDA-aftaler indeholder endvidere en såkaldt "credit trigger". En credit trigger indebærer, at alle swaps kan kræves ophævet eller overdraget til tredjepart, hvis statens eller modpartens rating falder til et vist niveau.</p> <p>Bestemmelserne i ISDA-aftalen omfatter alle swaps indgået med modparten. Ved indgåelse af en ny kontrakt er der kun behov for en kortfattet bekræftelse af kontraktens specifikke karakteristika, såsom hovedstolens størrelse, valutaer, rentevilkår, betalingsdage, udløbsdag, etc.</p> <p>Det accepteres, at første kontrakt med en ny modpart indgås, før ISDA-aftalen er på plads.</p> <p>Det er hensigten, jf. afsnit 9.5, at ISDA-aftalerne skal udvides med et "Credit Support Annex" indeholdende bestemmelser om modparternes sikkerhedsstillelse for markedsværdier i statens favør på indgåede swaps.</p>	

I swaplimitsystemet kvantificeres den potentielle krediteksponering på swaps ved at multiplicere hovedstolen med risikovægte. Risikovægtene er inddelt i 13 løbetidsbånd, således at de er stigende med restløbetiden. Da rente- og valutakursrisikoen vedrører både passiv- og aktivbenet, beregnes potentiel eksponering for begge ben. Sammenfattende fås, at statens krediteksponering på den enkelte swap opgøres til:

$$\text{Markedsværdi} + [\text{Rentevægt} + \text{Valutavægt}] * \text{Passivben} + [\text{Rentevægt} + \text{Valutavægt}] * \text{Aktivben}$$

Strukturerede swaps, hvor markedsrisikoen indeholder et options- eller gearingselement, tillægges et væsentligt bidrag herfor ved beregning af krediteksponeringen.

På variabelt forrentede ben fastsættes rentevægten i forhold til næste gang, renten ændres. Sker det fx om 2½ måned, anvendes rentevægten for løbetidsbåndet 1-3 måneder.

I swaplimitsystemet opgøres den samlede krediteksponering på en modpart, afhængig af om netting antages mulig, i henhold til følgende principper:

Med netting: $\Sigma(\text{krediteksponering på alle swaps})$; er $\Sigma < 0$ sættes krediteksponering til 0

Uden netting: $\Sigma(\text{krediteksponering på de swaps, hvor krediteksponeringen er } > 0)$

Med netting kan "negative eksponeringer" på en swap modregnes i krediteksponeringen på andre swaps. Bliver det samlede resultatet negativt, sættes krediteksponeringen på modparten til nul. Uden netting kan tab på en swap derimod kun modregnes i den potentielle krediteksponering fra samme swap.

Opgørelsen af krediteksponeringen på en modpart kan illustreres med følgende eksempel:

Enhed	Markedsværdi	Rentevægt	Valutavægt	Potentiel eksponering
<i>Swap A, restløbetid 9½ år</i>				
Aktivben = 100 USD, fast rente	620 kr.	3,75 pct.	7,50 pct.	69,75 kr.
Passivben = 160 DEM, 6 mdr. LIBOR	- 600 kr.	0,70 pct.	7,50 pct.	49,20 kr.
Swap A i alt	20 kr.			118,95 kr.
<i>Swap B, restløbetid 4½ år</i>				
Aktivben = 100 GBP, fast rente	750 kr.	2,75 pct.	5,50 pct.	61,88 kr.
Passivben = 250 DEM, 3 mdr. LIBOR	- 920 kr.	0,40 pct.	5,50 pct.	54,28 kr.
Swap B i alt	- 170 kr.			116,16 kr.

Antages netting mulig, vil krediteksponeringen på modparten samlet udgøre 85,11 kr. (= 20 + 118,95 - 170 + 116,16). Uden netting udgøres krediteksponeringen alene af swap A's bidrag på 118,95 kr., idet krediteksponeringen på swap B er "negativ".

ringen, at netting om nødvendigt kan anvendes over for alle modparter. I visse tilfælde kan der dog være mindre forbehold for netting-bestemmelsernes gyldighed i forhold til landes lovgivning. Af forsigtighedshensyn opgøres krediteksponeeringen på nogle modparter i swaplimitsystemet derfor brutto, således at tab ikke modregnes i gevinster, jf. boks 9.4.

Afgrænsning af swaptyper, der indgås kontrakter i

Staten indgår normalt ikke swaps med en løbetid på over 10 år. Dette skyldes bl.a. den øgede kreditrisiko på langfristede i forhold til kortfristede mellemværender. Men derudover er markedet for swaps med lange løbetider (over 10 år) betydeligt mindre end for kortere løbetider. Swapkontrakter med en lang restløbetid kan af den grund være vanskeligere at komme ud af, såfremt staten skulle ønske dette.

Langt den overvejende del af statens swaps er "plain vanilla swaps". Plain vanilla swaps er kendetegnet ved, at markedsværdien normalt kan udledes uden problemer, enten ved egne beregninger eller ved forespørgsler hos markedsdeltagere.

Staten indgår i visse tilfælde strukturerede swaps, som ikke er plain vanilla. Disse swaps indgås kun som liability swaps i tilknytning til lån med specielle rente- og afdragsvilkår, således at nettoresultatet bliver et lån med almindelige rente- og afdragsvilkår, jf. boks 9.1. Eksempler herpå er dual currency swaps samt swaps, hvor rente- og afdragsvilkår på aktivbenet indeholder et optionselement.

Tidligere indgik staten swaps, der var stærkt strukturerede. Men i dag indgås kun svagt strukturerede swaps, hvor krediteksponeeringen vurderes ikke at kunne blive uforholdsmæssig stor.

I kapitel 3 angives de nuværende retningslinjer for, hvilke låntyper der kan optages udlandslån i. En uddybende beskrivelse af strukturerede lån findes i STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD 1994, kapitel 6.

METODER TIL NEDBRINGELSE AF KREDITEKSPONERING

9.5

Ved lineoverskridelser eller fald i kreditværdighed er det ønskeligt hurtigt at kunne nedbringe krediteksponeeringen på en modpart.

Der er flere metoder hertil. Nogle er rettet mod nedbringelse af eksponeringen på swapmodparter, som der ikke på forhånd er indgået aftale om nedbringelse med, såfremt nærmere specificerede begivenheder indtræffer. I denne gruppe hører overdragelse ("assignment") eller ophævelse ("termination") af eksisterende swaps. En anden mulighed er at afdække eksponeringen ved en kreditforsikring. Staten har i enkelte tilfælde valgt at nedbringe krediteksponeeringen ved hjælp af disse instrumenter.

Siden 1994 har staten krævet, at der i alle nye ISDA-aftaler indføres en såkaldt "credit trigger", efter hvilken staten kan kræve alle swaps overdraget eller ophævet, hvis modpartens rating (kreditværdighed) falder til et vist niveau. Indførelsen af credit triggers i ISDA-aftaler har medført en reduktion af kreditrisikoen på statens swaps. En ulempe ved credit triggers er, at de som oftest først bliver effektive, når modpartens kreditværdighed er faldet til et relativt lavt niveau.

De senere år er der derfor internationalt opstået en stigende interesse for at begrænse kreditrisikoen, således at parterne allerede ved indgåelsen af swaps har aftalt retningslinjer for begrænsning af krediteksponeringen. I denne gruppe hører aftaler om løbende afdækning af markedsværdien på swaps, enten ved udligning (kontant afregning) eller i form af sikkerhedsstillelse.

Staten vil i 1999 sigte mod en reduktion af kreditrisikoen på swapporteføljen ved at etablere aftaler om sikkerhedsstillelse med modparterne. Det er hensigten, at markedsværdier på swaps i statens favør skal være dækket af sikkerhed inden for en overskuelig årrække.

Nedbringelse ved overdragelse, ophævelse eller forsikring

Gennem de senere år har der været tilfælde, hvor kreditrisikoen på en swapmodpart har været vurderet som uforholdsmæssig stor. Årsagen hertil har normalt været et mærkbart fald i modpartens kreditværdighed. I enkelte tilfælde er der rettet henvendelse til modparten for at få denne til at indvilge i, at statens krediteksponering kunne blive nedbragt – enten ved overdragelse eller ophævelse af swaps, hvorpå der var en betydelig markedsværdi i statens favør.

Ved overdragelse af en swap udtræder den hidtidige modpart, og en ny modpart indtræder og overtager alle rettigheder og forpligtelser over for staten. Ved ophævelse annulleres swapkontrakten. I begge tilfælde udveksles et engangsbeløb svarende til swappens markedsværdi. For staten vil en overdragelse oftest være at foretrække, da varigheden på statsgælden inkl. swapportefølge herved forbliver uændret.

Der er ikke faste regler for opgørelse af markedsværdien på swaps, der ønskes overdraget eller ophævet. Idet swaps i modsætning til obligationer ikke er omsættelige, kan den part, som modtager anmodningen om ophævelse eller overdragelse, kræve sig betalt for at indvilge heri. Den manglende omsættelighed indebærer, at selv plain vanilla swaps i perioder er præget af relativt store forskelle i de købs- og salgspriser (rentesatser), som udbydere af swaps stiller. I perioder kan swapmarkedet endog være kendetegnet ved lille eller ingen omsætning, med deraf følgende risiko for overdragelse eller ophævelse på meget utilfredsstillende vilkår.

Betalingen for en overdragelse eller ophævelse finder sted ved, at der mellem parterne udveksles et beløb, der er mindre end swappens reelle markedsværdi på opgørelsetidspunktet.

For strukturerede swaps gør herudover to andre forhold sig gældende. For det første er strukturerede swaps ofte skræddersyede, hvorved det bliver vanskeligere at finde en ny modpart, som vil indtræde i kontrakten. For det andet kan swappens struktur være så kompliceret, at fastsættelsen af markedsværdien kun kan ske med en betydelig usikkerhed. Derfor kan strukturerede swaps være vanskelige at komme ud af uden at acceptere et betydeligt fradrag i swappens markedsværdi.

Et alternativ til ophævelse og overdragelse er at nedbringe krediteksponeringen (-risikoen) på en swapmodpart ved at tegne en kreditforsikring. Med en kreditforsikring overdrages tabsrisikoen i tilfælde af modpartens misligholdelse til forsikringsselskabet. Forsikringsselskabets præmie for at overtage risikoen kan sidestilles med det fradrag i markedsværdien, som betales ved en overdragelse eller en ophævelse.

Et væsentligt aspekt ved ovennævnte metoder er, at de skal tages i anvendelse i tide. Erkendes det for sent, at kreditrisikoen er blevet uacceptabelt stor, kan det være meget omkostningsfyldt, i værste fald umuligt, at komme af med den.

Løbende udligning af markedsværdier

Med førnævnte metoders svagheder in mente er det nærliggende at overveje metoder, hvor der allerede ved indgåelse af en swap er aftalt nærmere retningslinjer for at holde krediteksponeringen på et acceptabelt niveau. En metode hertil er løbende udligning af markedsværdier. Den løbende udligning foregår ved, at opståede markedsværdier på swaps afregnes kontant med faste tidsintervaller.

Løbende udligning af markedsværdier kendes fra andre finansielle instrumenter, bl.a. futureskontrakter.

En aftale om løbende udligning af markedsværdier forudsætter, at der kan opnås enighed om nogle objektive kriterier for den løbende værdiansættelse. Desuden skal parterne være enige om, fra hvilke uafhængige kilder input til værdiansættelsen skal hentes. Dette udgør sjældent noget større problem.

Når der sker udligning af markedsværdien, skal swappens rentevilkår tillige tilpasses, således at markedsværdien på hhv. afgivne og modtagne ydelser i swappens restløbetid bliver ens. Har staten indgået en swap, hvor der modtages fast rente mod betaling af variabel rente, vil en rentestigning medføre, at swappen får en negativ markedsværdi, som skal udlignes. Samtidig med betaling af markedsværdien til modparten skal den faste rente, som staten fremover skal modtage, hæves. Formålet

hermed er at øge (nutids-)værdien af modtagne renter i resten af swappens løbetid, således at swappens markedsværdi igen bliver nul.

Tidspunktet for, hvornår markedsværdier opstår (og skal betales) på statens swaps, kan typisk ikke forudses. Swapporteføljens følsomhed over for valutakursændringer indebærer, at løbende udligning af markedsværdier på swapporteføljen ofte vil medføre uforudsete bevægelser på statens nettobetalingen inden for et år på flere mia.kr. Løbende udligning af markedsværdier er derfor ikke et særlig hensigtsmæssigt instrument til generelt at reducere statens kreditrisiko på swapmodparter.

Løbende afdækning af markedsværdier med sikkerhedsstillelse

En anden måde til løbende at begrænse kreditrisikoen på swapmodparter er aftaler om, at der skal indlægges værdipapirer til sikkerhed for markedsværdier på indgåede swaps. Staten vil i givet fald alene kunne lide et tab, hvis værdien af modtagne værdipapirer ikke er tilstrækkelig.

I forhold til løbende udligning af markedsværdier undgår staten med sikkerhedsstillelse en u hensigtsmæssig påvirkning af statens ind- og udbetalinger.

Værdien af en aftale med modparten om sikkerhedsstillelse vil afhænge af kvaliteten af de værdipapirer, der bliver lagt til sikkerhed for mar-

Kvaliteten af obligationer som sikkerhedsstillelse afhænger af flere forhold:

Obligationens kvalitet. Obligationers værdi som sikkerhed afhænger af udstederens kreditværdighed. Med henblik på at begrænse risikoen for misligholdelse fastsættes ofte et minimumskrav for den rating, som obligationer skal have for at kunne accepteres som sikkerhed.

Obligationers renterisiko indebærer en risiko for kurstab og dermed, at værdien af sikkerheden bliver mindre end markedsværdien på de swaps, der skal afdækkes. Obligationernes værdi som sikkerhed fastsættes derfor normalt til kursværdien fratrukket et såkaldt "haircut". Haircuts sættes i forhold til dels obligationernes renterisiko, dels hvor hurtigt staten kan realisere obligationerne, hvis det bliver nødvendigt.

Obligationernes likviditet, dvs. risikoen for at kursen presses ved realisation. Illikvide obligationer skal enten udelukkes af sikkerhedsgrundlaget eller fradrages et særligt stort haircut ved beregning af sikkerhedsværdien.

Lovmæssige rammer for at realisere sikkerheder i tilfælde af swapmodparts misligholdelse på betalingsforpligtelser. Der har været mange eksempler på, at domstole har omstødt pantoveres realisation af sikkerheder på grund af, at sikringsakterne ikke var overholdt. (Ved sikringsakter forstås de procedurer, der skal iagttages, for at en pantsætning kan opretholdes over for modpartens kreditorer.)

kedsværdier i statens favør. Med modparternes i forvejen pæne kreditværdighed er det naturligt, at værdipapirernes kvalitet (udstedernes kreditværdighed) også er høj. Desuden er det vigtigt, at der anlægges en forsigtig værdiansættelse af modtagne sikkerheder, således at deres reelle sikkerhedsværdi ikke bliver overvurderet. Forhold, der har betydning for obligationers værdi som sikkerhedsstillelse uddybes i boks 9.5.

I 1999 sigtes mod en væsentlig reduktion af kreditrisikoen på swapporteføljen ved at etablere aftaler om sikkerhedsstillelse med et passende antal modparter. I praksis vil aftalerne blive indgået ved at tilføje et "Credit Support Annex" til ISDA-aftalerne, jf. boks 9.3. I annekset skal angives retningslinjer for, hvilke obligationer der tillades som sikkerhed, principperne for opgørelse af obligationers sikkerhedsværdi, etc.

I lyset af ovennævnte betragtninger er der indledt forhandlinger med modparter om at indgå aftaler om sikkerhedsstillelse på de i boks 9.6 angivne betingelser.

Introduktionen af sikkerhedsstillelse vil få afledte effekter på statens øvrige kreditpolitik og -styring af området. Først og fremmest bliver den potentielle krediteksponeering på swaps reduceret. Dette skyldes, at man ikke længere skal tage højde for udviklingen frem til udløb, men kun indtil næste gang swappens markedsværdi bliver beregnet, og sikkerhedsstillelsen reguleres. Dette indebærer, at de anvendte risikovægte i swaplimitsystemet alt andet lige vil kunne blive reduceret, jf. boks 9.4.

Følgende obligationer tillades som sikkerhed for markedsværdier på swaps i statens favør:

- Statsobligationer mv. med en rating på AA-/Aa3 eller derover
- Andre papirer efter en konkret vurdering

Ved beregning af obligationers sikkerhedsværdi foreslås følgende haircuts anvendt:

<i>Obligationers restløbetid</i>	<i>Haircut</i>
< 3 år	5 pct.
3-7 år	6 pct.
> 7 år	8 pct.

Tillæg i haircut på illikvide obligationer:	+10 pct.
Fradrag i haircut hvis ingen valutakursrisiko	-3 pct.

Afhængig af modpartens rating vil nedenstående usikrede tilgodehavender kunne accepteres:

<i>Modparts rating</i>	<i>Max. beløb</i>
AAA	500 mio.kr.
AA+	400 mio.kr.
AA	300 mio.kr.
AA-	200 mio.kr.
A+	150 mio.kr.
A	100 mio.kr.
A-	50 mio.kr.
BBB+ eller lavere	0 mio.kr.

Som udgangspunkt lægges der op til, at aftaler om sikkerhedsstillelse ikke skal være gensidige, men gælde ensidigt for modparten.

Desuden vil staten lægge op til, at:

- Modparten fremsender minimum en gang om måneden en opgørelse over swappor-
tefølens markedsværdi.
- Ved større markedsvælgelser kan swappor-teføljen blive revalueret med henblik på
regulering af sikkerheder (min. 10 mio.kr.).
- Værdi af sikkerheder opgøres dagligt og sammenholdes med portefølens markedsværdi med henblik på regulering (min. 10 mio.kr.).

Som hovedregel vil en aftale om sikkerhedsstillelse skulle gælde både eksisterende og nye kontrakter. Men staten har indgået enkelte swaps, der kan være vanskelige at indpasse i en aftale om sikkerhedsstillelse. Det drejer sig om swaps, hvor staten modtager én (nulkupon-)betaling ved udløb mod at foretage løbende betalinger til modparten under hele swappens løbetid. Markedsværdien på disse swaps vil tæt på udløb kunne andrage større beløb, som modparterne vil skulle afdække med sikkerheder, hvis aftale herom indgås. Problemstillinger af denne type vil blive taget op bilateralt med de pågældende modparter.

Bilagstabeller

STATSGÆLDEN VED UDGANGEN AF FINANSÅRENE 1988-98		Bilagstabel 1		
Mio.kr.	1988	1989	1990	
A. Lån				
<i>Indenlandske lån i DKK¹⁾</i>				
- obligationer, fast forrentede	215.492	221.592	229.221	
- obligationer, variabelt forrentede	82.785	88.410	85.010	
- præmieobligationer	1.200	1.200	1.200	
- bunden opsparing	1.425	1.375	864	
- statsgældsbeviser	54.085	64.550	68.850	
- skatkammerbeviser	-	-	21.350	
- beholdning af egne obligationer	- 18	- 11	- 5	
I alt indenlandske lån i DKK	354.969	377.116	406.490	
<i>Indenlandske lån i XEU²⁾</i>				
- obligationer, fast forrentede	-	-	-	
- beholdning af egne obligationer	-	-	-	
I alt indenlandsk nettogæld	354.969	377.116	406.490	
<i>Udenlandske lån</i>				
- i USD	32.983	27.624	15.556	
- i CHF	20.452	17.919	21.033	
- i DEM	29.374	30.034	36.700	
- i XEU	14.480	16.970	18.103	
- i JPY	12.718	10.156	3.597	
- i andre valutaer samt flermøntede	14.326	13.328	24.112	
- beholdning af egne obligationer ³⁾	- 1.569	- 1.574	- 1.126	
I alt udenlandsk nettogæld	122.764	114.457	117.975	
I alt inden- og udenlandske lån	477.733	491.573	524.465	
Inden- og udenlandske lån i pct. af BNP	65,3	64,1	65,6	
B. Indestående i Danmarks Nationalbank	- 39.855	- 35.254	- 45.206	
C. Den Sociale Pensionsfond				
- statspapirer	- 27.009	- 30.212	- 36.193	
- andre værdipapirer	- 79.215	- 81.164	- 82.254	
I alt Den Sociale Pensionsfond, nominelt ⁴⁾	- 106.224	- 111.376	- 118.447	
Samlet statsgæld, netto (A-B-C)	331.654	344.943	360.812	
Samlet statsgæld, netto, i pct. af BNP	45,3	45,0	45,2	

Note: + = passiver, - = aktiver.

¹⁾ Ekskl. papirer i statens beholdning under locationswap-ordningen, jf. STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD 1993. Ordningen blev etableret i juli 1993 og ophørte i april 1998. Locationswap-ordningens sammensætning ultimo årene er for 1993 beskrevet i STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD 1993, side 25, og for efterfølgende år løbende vist i bilag til STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD.

²⁾ I forbindelse med overgangen til nye regnskabsprincipper i 1998 omdefineredes statens 8,5 pct. stående ECU-lån 2002 fra indenlandsk til udenlandsk statsgæld.

³⁾ Bogført til anskaffelsesværdi, jf. statsregnskabet. Fra og med 1993 er der foretaget valutakursregulering.

⁴⁾ Indeksobligationer er opgjort til indekseret værdi.

STATSGÆLDEN VED UDGANGEN AF FINANSÅRENE 1988-98							Bilagstabel 1
1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
252.481	316.690	357.346	409.565	466.608	516.812	556.874	550.989
85.010	57.147	41.241	30.345	20.722	16.760	9.848	4.346
1.200	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200	1.000
392	-	-	-	-	-	-	-
74.050	71.150	94.200	111.705	102.697	84.499	49.140	58.830
49.250	55.485	58.339	56.238	58.385	51.234	50.001	41.255
- 1	0	-	-	-	-	-	-
462.382	501.672	552.326	609.053	649.612	670.505	667.063	656.420
-	9.827	9.824	9.697	9.244	9.597	6.634	-
-	-	-	- 970	- 1.138	- 2.372	-	-
462.382	511.499	562.150	617.781	657.719	677.730	673.697	656.420
17.103	37.802	50.889	24.912	6.425	4.562	1.514	1.336
15.785	13.952	20.914	18.393	13.836	6.178	3.974	1.094
28.464	23.758	47.223	42.772	49.476	81.070	86.921	67.815
18.025	14.942	9.364	5.576	6.778	- 2.934	- 4.212	9.413
1.866	3.159	5.612	10.419	9.329	2.396	1.047	562
11.096	11.019	31.610	29.494	25.319	17.209	14.369	8.120
- 1.374	- 1.151	- 1.338	- 1.784	- 5.516	- 6.986	-	-
90.965	103.482	164.274	129.782	105.647	101.495	103.613	88.338
553.347	614.981	726.424	747.563	763.366	779.225	777.310	744.758
66,8	72,2	83,0	77,8	75,3	73,0	69,2	63,7
- 11.649	- 30.927	- 88.781	- 55.266	- 33.677	- 31.052	- 29.024	- 34.027
- 38.872	- 43.611	- 45.270	- 50.143	- 68.889	- 83.435	- 92.453	- 100.135
- 86.836	- 88.583	- 93.105	- 96.689	- 82.517	- 65.336	- 54.368	- 43.468
- 125.708	- 132.194	- 138.375	- 146.832	- 151.406	- 148.772	- 146.821	- 143.603
415.990	451.860	499.268	545.465	578.283	599.401	601.465	567.128
50,2	53,1	57,1	56,8	57,1	56,2	53,6	48,5

STATENS INDENLANDSKE LÅNOPTAGELSE I 1998	Bilagstabel 2
<i>Nr. 264, 7 pct. stående lån 2024</i>	
Udstedt beløb i 1998, mio.kr.	500
Rentetermin	10. nov.
Fondskode	0991813
Udstedelse påbegyndt	6. apr. 1994
Lånet afdrages i sin helhed	10. nov. 2024
<i>Nr. 299, 6 pct. stående lån 2009</i>	
Udstedt beløb i 1998, mio.kr.	32.725
Rentetermin	15. nov.
Fondskode	0991953
Udstedelse påbegyndt	14. jan. 1998
Lånet afdrages i sin helhed	15. nov. 2009
<i>Nr. 286, 5 pct. stående lån 2005</i>	
Udstedt beløb i 1998, mio.kr.	2.960
Rentetermin	15. aug.
Fondskode	0991945
Udstedelse påbegyndt	14. jan. 1997
Lånet afdrages i sin helhed	15. aug. 2005
<i>Nr. 280, 6 pct. stående lån 2002</i>	
Udstedt beløb i 1998, mio.kr.	8.955
Rentetermin	15. nov.
Fondskode	0991910
Udstedelse påbegyndt	18. jun. 1996
Lånet afdrages i sin helhed	15. nov. 2002
<i>Nr. 301, 4 pct. statsgældsbevis 2001 I</i>	
Udstedt beløb i 1998, mio.kr.	30.890
Rentetermin	15. feb.
Fondskode	0991961
Udstedelse påbegyndt	7. jan. 1998
Lånet afdrages i sin helhed	15. feb. 2001
<i>Nr. 288, Skatkammerbevis 1998 II</i>	
Udstedt beløb i 1998, mio.kr.	4.615
Rentetermin	-
Fondskode	0980668
Udstedelse påbegyndt	1. jul. 1997
Lånet afdrages i sin helhed	1. maj 1998
<i>Nr. 289 skatkammerbevis 1998 III</i>	
Udstedt beløb i 1998, mio.kr.	16.155
Rentetermin	-
Fondskode	0980676
Udstedelse påbegyndt	1. okt. 1997
Lånet afdrages i sin helhed	3. aug. 1998

STATENS INDENLANDSKE LÅNOPTAGELSE I 1998	Bilagstabel 2
<i>Nr. 292 Skatkammerbevis 1998 IV</i>	
Udstedt beløb i 1998, mio.kr.	21.571
Rentetermin	-
Fondskode	0980684
Udstedelse påbegyndt	1. feb. 1998
Lånet afdrages i sin helhed	2. nov. 1998
<i>Nr. 293 Skatkammerbevis 1999 I</i>	
Udstedt beløb i 1998, mio.kr.	14.480
Rentetermin	-
Fondskode	0980692
Udstedelse påbegyndt	1. maj 1998
Lånet afdrages i sin helhed	1. feb. 1999
<i>Nr. 294 Skatkammerbevis 1999 II</i>	
Udstedt beløb i 1998, mio.kr.	15.390
Rentetermin	-
Fondskode	0980706
Udstedelse påbegyndt	1. aug. 1998
Lånet afdrages i sin helhed	3. maj 1999
<i>Nr. 295 Skatkammerbevis 1999 III</i>	
Udstedt beløb i 1998, mio.kr.	11.385
Rentetermin	-
Fondskode	0980714
Udstedelse påbegyndt	1. dec. 1998
Lånet afdrages i sin helhed	2. aug. 1999

STATENS UDENLANDSKE LÅNOPTAGELSE I 1998¹⁾ Bilagstabel 3

Låne-nr.	Accept-dato	Valør-dato	Nominel rente pct. p.a.	Lånetype ²⁾	Udløbs-dato	Nominelt lånebeløb i mio.	Ledende bank
864	01-12-97	07-01-98	5	EMTN	07-01-03	500 DEM	ABN-AMRO Bank AG
869	23-02-98	20-03-98	5,625	EMTN	30-12-03	100 AUD	Toronto-Dominion Sec.
870	16-03-98	08-04-98	5,75	EMTN	08-04-05	500 USD	Tokyo-Mitsubishi Intl.
871	03-04-98	24-04-98	13,75	EMTN	24-04-02	1.000 CZK	Citibank/RBC
872	07-04-98	28-04-98	6,69	EIB-projekt lån	20-04-01	20 GBP	EIB
873	14-05-98	03-06-98	7,5	EMTN	03-06-03	10.000 GRD	RBC Europe Limited
875	13-07-98	27-07-98	8,5	EMTN	27-07-01	10.000 GRD	Bear Stearns Intl.
876	14-07-98	18-08-98	5,25	EMTN	18-08-03	100 CAD	CIBC Wood Gundy plc
877	31-07-98	19-08-98	4,05	EMTN	16-09-03	130 XEU	Daiwa Europe Limited
878	06-08-98	03-09-98	3,7	EMTN	03-09-01	98 XEU	Nikko Europe Plc
⁻³⁾ 878	02-09-98	01-10-98	3,7	EMTN	03-09-01	113 XEU	Nikko Europe Plc
879	13-08-98	04-09-98	4,625	Selvstændigt euro-dok.	04-09-08	500 XEU	Morgan Stanley
880	24-08-98	03-09-98	11,85	EMTN – Dual Currency	04-09-00	2.000 JPY	RBC Europe Limited
881	26-08-98	05-10-98	6,25	EMTN	15-01-07	230 NOK	Merrill Lynch Intl.
⁻⁴⁾ 881	01-10-98	08-10-98	6,25	EMTN	15-01-07	100 NOK	Chase Manhattan
882	07-09-98	21-09-98	11,85	EMTN – Dual Currency	21-09-00	2.000 JPY	RBC Europe Limited
888	02-10-98	08-10-98	5	EMTN	08-10-07	500 SEK	SEB Debt Capital Markets
889	07-10-98	22-10-98	3,4	EMTN	23-03-04	100 XEU	Daiwa Europe Ltd.
890	06-10-98	12-10-98	5,12	EMTN	12-10-07	500 SEK	SEB Debt Capital Markets
891	06-10-98	12-10-98	5,065	EMTN	12-10-06	400 SEK	SEB Debt Capital Markets

¹⁾ Inkl. eventuelle swaps i forbindelse med lånoptagelsen.

²⁾ EMTN (European Medium Term Note): Lån dokumenteret under statens EMTN-program.

³⁾ Forhøjelse af lån nr. 878. Staten har ved hjemtagelsen modtaget XEU 325.440 i vedhængende rente.

⁴⁾ Forhøjelse af lån nr. 881. Staten har ved hjemtagelsen modtaget NOK 52.080 i vedhængende rente.

STATENS UDENLANDSKE LÅNOPTAGELSE I 1998¹⁾

Bilagstabel 3

Emissionskurs	Omkostninger i pct.	Startdato (swap)	Swapmodpart	Hovedstol i mio.	Nominel rente/Effektiv rente	Lånebeløb i DKK
101,387	2,025				5,148 pct.	1.891.902.161
101,21	2,04	20-03-98	General Re	120,00 DEM	6-mdrs. DEM-Libor -0,23%	457.512.000
101,195	1,875	08-04-98	General Re	363,44 DEM	6-mdrs. DEM-Libor -0,21%	1.385.724.032
		08-04-98	NationsBank	545,16 DEM	6-mdrs. DEM-Libor -0,21%	2.078.586.048
101,125	1,655	24-04-98	Citibank N.A.	53,17 DEM	6-mdrs. DEM-Libor -0,28%	202.770.507
100	0	28-04-98	SBCMDP	61,27 DEM	4,29 pct.	233.738.923
101,675	2,08	03-06-98	FNBC	57,67 DEM	6-mdrs. DEM-Libor -0,44%	219.642.446
101,075	1,375	27-07-98	CSFP	60,24 DEM	6-mdrs. DEM-Libor -0,35%	229.571.397
101,375	1,92	18-08-98	CIBC	121,45 DEM	6-mdrs. DEM-Libor -0,25%	462.457.310
100	1,325	19-08-98	Chase	128,28 XEU	6-mdrs. XEU-Libor -0,25%	963.056.159
100	1,064	03-09-98	MSDP	98,00 XEU	6-mdrs. XEU-Libor -0,25%	735.715.400
100,98	1,055	01-10-98	MSDP	113,00 XEU	6-mdrs. XEU-Libor -0,27%	845.816.300
99,522	0,325	04-09-98	MSDP	500,00 XEU	6-mdrs. XEU-Libor -0,19%	3.753.350.000
100	3,5	03-09-98	Chase	25,00 DEM	6-mdrs. DEM-Libor -0,36%	95.187.500
100	0	05-10-98	Chase	51,92 DEM	6-mdrs. DEM-Libor -0,35%	197.472.912
100	0	08-10-98	Chase	22,37 DEM	6-mdrs. DEM-Libor -0,31%	85.067.115
99	3,5	21-09-98	RBC	26,00 DEM	6-mdrs. DEM-Libor -0,40%	99.122.400
100	0	08-10-98	General Re	102,00 DEM	6-mdrs. DEM-Libor -0,27%	387.855.000
100	1,1	22-10-98	CSFP	98,90 XEU	6-mdrs. XEU-Libor -0,25%	741.126.930
100	0	12-10-98	Banque AIG	101,50 DEM	6-mdrs. DEM-Libor -0,27%	386.065.400
100	0	12-10-98	SBCMDP	81,90 DEM	6-mdrs. DEM-Libor -0,30%	311.514.840

STATENS INDENLANDSKE SWAPTRANSAKTIONER 1998 Bilagstabel 4a

Låne-nr.	Acceptdato	Beløb i DKK	Der modtages rente	Der betales rente	Udløbsdato
295	September 1998	200.000.000	10-årig fast	6 mdrs. Cibor	September 2008
296	September 1998	300.000.000	10-årig fast	6 mdrs. Cibor	September 2008

STATENS ISOLEREDE UDENLANDSKE SWAPTRANSAKTIONER 1998 Bilagstabel 4b

Låne-nr.	Accept-dato	Start-dato	Der modtages			Der betales			Udløbs-dato	Beløb i DKK
			Valuta	Mio.	Rente	Valuta	Mio.	Rente		
6 mdrs.										
874 ¹⁾	06-07-98	13-07-98	DEM	2,15	Libor -0,02	JPY	165,5	5,40	13-03-00	8.221.047

¹⁾ Asset swap i forbindelse med opkøb af obligationer. Hovedstolen tilbagebetales af staten med GBP 821.340,09.

STATENS VALUTATERMINSFORRETNINGER
MED NATIONALBANKEN 1998¹⁾ Bilagstabel 4c

Låne-nr.	Accept-dato	Startdato	Der modtages ved udløb USD	Der betales ved udløb DEM	Udløbsdato
883	21-09-98	23-09-98	700.000.000	1.174.740.000	26-10-98
884	21-09-98	23-09-98	67.500.000	113.298.750	22-10-98
885	21-09-98	23-09-98	900.000.000	1.510.650.000	23-10-98
886	22-09-98	24-09-98	100.000.000	169.190.000	26-10-98
892	20-10-98	22-10-98	40.000.000	65.264.000	23-11-98

¹⁾ Terminsforretninger knyttet til CP-udstedelse.

INDENLANDSKE STATSLÅN PER 31. DECEMBER 1998				Bilagstabel 5
Løbenr.	Pålydende rente	Titel ¹⁾	Sidste termin	Udestående beløb per 31. dec.1998 (mio.DKK)
Fast forrentede obligationslån				
<i>Stående lån</i>				
226	9	Stående lån 2000 Udstedt 2. jan. 1990-30. dec. 1992	15. nov. 2000	59.150,0
246	8	Stående lån 2003 Udstedt 2. jan. 1992-30. dec. 1993	15. maj 2003	69.000,0
257	7	Stående lån 2004 Udstedt 25. maj 1993-5. dec. 1994	15. dec. 2004	74.450,0
264	7	Stående lån 2024 Udstedt 6. apr. 1994-	10. nov. 2024	24.875,0
265	6	Stående lån 1999 Udstedt 14. apr. 1994-30. dec. 1994 og 2. jan. 1996-2. jul. 1996	10. dec. 1999	49.300,0
269	8	Stående lån 2006 Udstedt 5. dec. 1994-10. apr. 1996	15. mar. 2006	70.000,0
272	8	Stående lån 2001 Udstedt 9. jan. 1995-18. jun. 1996	15. nov. 2001	44.135,0
279	7	Stående lån 2007 Udstedt 10. apr. 1996-30. dec. 1997	15. nov. 2007	52.605,0
280	6	Stående lån 2002 Udstedt 18. jun. 1996-30. dec. 1998	15. nov. 2002	38.907,0
286	5	Stående lån 2005 Udstedt 14. jan. 1997-	15. aug. 2005	20.750,0
291	6	Stående lån 2009 Udstedt 14. jan. 1998-	15. nov. 2009	32.725,0
<i>Serielån</i>				
14	5	S 2007 Udstedt 20. okt. 1953-12. sep. 1958	15. sep. 2007 ²⁾	49,6
16	4	S 2017 Udstedt 29. nov. 1955-12. sep. 1958	15. jun. 2017 ²⁾	100,0
38	12	S 2001 Udstedt 6. okt. 1980-9. maj 1983	15. feb. 2001	8.032,5
56	10	S 1999 Udstedt 10. maj 1983-12. jul. 1985	15. jul. 1999	1.173,3
57	10	S 2004 Udstedt 10. maj 1983-30. aug. 1985	15. okt. 2004	5.688,0
85	10	S 2001 Udstedt 15. jul. 1985-30. aug. 1985	15. jul. 2001	1,5
<i>Uamortisable</i>				
1	3,5	Dansk Statslån Udstedt 11. dec. 1886	uamortisabelt ²⁾	46,2
80	5	Dansk Islandsk Fond 1918 Udstedt 20. maj 1919	uamortisabelt	1,0
I alt fast forrentede obligationslån				550.989,1

INDENLANDSKE STATSLÅN PER 31. DECEMBER 1998				Bilagstabel 5
Løbenr.	Pålydende rente	Titel ¹⁾	Sidste termin	Udestående beløb per 31. dec. 1998 (mio.DKK)
Statsgældsbeviser				
282	6,00	Statsgældsbevis 1999 I Udstedt 2. jul. 1996-30. dec. 1997	15. feb. 1999	12.975,0
285	4,00	Statsgældsbevis 2000 I Udstedt 7. jan. 1997-30. dec. 1997	15. feb. 2000	14.965,0
290	4,00	Statsgældsbevis 2001 I Udstedt 7. jan. 1998	15. feb. 2001	30.890,0
I alt statsgældsbeviser				58.830,0
Skatkammerbeviser				
293	0	Skatkammerbevis 1999 I Udstedt 1. maj 1998-2. nov. 1998	1. feb. 1999	14.480,0
294	0	Skatkammerbevis 1999 II Udstedt 3. aug. 1998	3. maj 1999	15.390,0
295	0	Skatkammerbevis 1999 III Udstedt 2. nov. 1998	2. aug. 1999	11.385,0
I alt skatkammerbeviser				41.255,0
Variabelt forrentede obligationslån				
220	var.	Stående lån 1999 Udstedt 2. jan. 1989-30. dec. 1990	20. nov. 1999	4.346,0
I alt variabelt forrentede obligationslån				4.346,0
Præmieobligationslån				
15	4	Præmieobligationslån af 1954/99 Udstedt 7. okt. 1954	1. okt. 1999	100,0
20	7	Præmieobligationslån af 1965/2010 Udstedt 22. sep. 1965	22. sep. 2010	100,0
21	7	Præmieobligationslån af 1969/2009 Udstedt 1. okt. 1969	31. dec. 2009	100,0
24	8	Præmieobligationslån af 1977/2002		
		I Udstedt 14. apr. 1977	15. feb. 2002	100,0
		II Udstedt 3. jun. 1977	15. maj 2002	100,0
		III Udstedt 24. jun. 1977	15. jun. 2002	100,0
		IV Udstedt 28. jul. 1977	15. jul. 2002	100,0
		V Udstedt 30. aug. 1977	15. aug. 2002	100,0
39	10	Præmieobligationslån af 1980/2005 Udstedt 28. okt. 1980	1. jul. 2005	200,0
I alt præmieobligationslån				1.000,0
Indenlandsk gæld i DKK				656.420,1

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.

UDENLANDSKE STATSLÅN PER 31. DECEMBER 1998¹⁾ Bilagstabel 6

Løbe- nr.	Rentesats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb per 31.dec.1998 (mio. af valutaen)	Udestående beløb per 31.dec.1998 (mio.kr.) (1)	Note
AUD-lån					
683	0	1996/99 AUD(tilbagebetaling)/JPY(rente)	25,7	100,9	
-	0	1996/99 swap til DEM med variabel rente	- 385,8	- 1.513,6	
712	7,75	1996/99	34,7	136,0	
-	7,75	1996/99 swap til DEM med variabel rente	- 60,0	- 235,4	
715	0	1996/99 swap fra DEM med variabel rente	360,0	1.412,7	
		Swap vedr. opkøb (28.000 mio.JPY) i lån nr. 683			
719	0	1996/99 AUD(tilbagebetaling)/JPY(rente)	330,8	1.298,0	
-	0	1996/99 swap til DEM med variabel rente	- 348,4	- 1.367,0	
749	0	1996/00 AUD(tilbagebetaling)/JPY(rente)	230,4	904,1	
-	0	1996/00 swap til DEM med variabel rente	- 230,4	- 904,1	
757	7,75	1996/99 swap fra DEM med variabel rente	18,0	70,6	
		Swap vedr. opkøb (18 mio.AUD) i lån nr. 712			
758	0	1996/00 AUD(tilbagebetaling)/JPY(rente)	128,0	502,3	
-	0	1996/00 swap til DEM med variabel rente	- 128,0	- 502,3	
761	0	1996/99 swap fra DEM med variabel rente	17,4	68,3	
		Swap vedr. opkøb (1.500 mio.JPY) i lån nr. 719			
764	0	1996/00 AUD(tilbagebetaling)/JPY(rente)	79,2	310,7	
-	0	1996/00 swap til DEM med variabel rente	- 237,6	- 932,1	
767	0	1996/99 AUD(tilbagebetaling)/JPY(rente)	111,5	437,6	
-	0	1996/99 swap til DEM med variabel rente	- 111,5	- 437,6	
801	7,75	1997/99 swap fra DEM med variabel rente	7,3	28,8	
		Swap vedr. opkøb i lån nr. 712			
806	0	1997/00 swap fra DEM med variabel rente	158,4	621,4	
		Swap vedr. opkøb (14.000 mio.JPY) i lån nr. 764			
838	3,46	1997/07 AUD(rente af 33,86 mio.)/JPY(til- bagebetaling)	0,0	0,0	
-	3,46	1997/07 swap til DEM med variabel rente	- 0,0	- 0,0	
869	5,625	1998/03	100,0	392,4	
-	5,625	1998/03 swap til DEM med variabel rente	- 100,0	- 392,4	
I alt AUD			- 0,2	- 0,7	
BEF-lån					
619	0	1995/03 swap til variabel rente	- 5.000,0	- 923,3	(2)
-	var.	1995/03 swap fra fast rente	2.705,3	499,5	(2)
I alt BEF			- 2.294,8	- 423,7	

¹⁾ Lånene forfalder i deres helhed til tilbagebetaling ved udløb, såfremt andet ikke er nævnt.

I en del tilfælde er lånene nedbragt i løbetiden ved opkøb, til hvilke der ofte er knyttet asset swaps.

Afdragene er i nogle tilfælde strukturerede, dvs. de beregnes efter en bestemt formel og kan blive større eller mindre end de i tabellen registrerede udestående beløb.

UDENLANDSKE STATSLÅN PER 31. DECEMBER 1998¹⁾ Bilagstabel 6

Løbe- nr.	Rentesats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb per 31.dec.1998 (mio. af valutaen)	Udestående beløb per 31.dec.1998 (mio.kr.) (1)	Note
CAD-lån					
574	6,5	1993/99	250,0	1.032,0	
-	6,5	1993/99 swap til USD med variabel rente	- 250,0	- 1.032,0	
802	6	1997/02	100,0	412,8	
-	6	1997/02 swap til DEM med variabel rente	- 100,0	- 412,8	
876	5,25	1998/03	100,0	- 412,8	
-	5,25	1998/03 swap til DEM med variabel rente	- 100,0	- 412,8	
I alt CAD			0,0	0,0	
CHF-lån					
198	6,85	1984/99 EIB-lån IV	0,7	3,5	(3)
313	0	1987/02	85,2	394,8	
547	4,75	1993/99	150,0	695,4	
559	4,25	1993/99	1.000,0	4.636,3	
695	4,25	1996/99 swap til DEM med fast rente	- 50,0	- 231,8	
696	4,25	1996/99 swap til DEM med fast rente	- 100,0	- 463,6	
697	4,25	1996/99 swap til DEM med fast rente	- 100,0	- 463,6	
698	4,25	1996/99 swap til DEM med fast rente	- 100,0	- 463,6	
699	4,25	1996/99 swap til DEM med fast rente	- 100,0	- 463,6	
700	4,25	1996/99 swap til DEM med fast rente	- 150,0	- 695,4	
701	4,25	1996/99 swap til DEM med fast rente	- 100,0	- 463,6	
702	4,25	1996/99 swap til DEM med fast rente	- 100,0	- 463,6	
703	4,25	1996/99 swap til DEM med fast rente	- 100,0	- 463,6	
704	4,25	1996/99 swap til DEM med fast rente	- 100,0	- 463,6	
796	2,25	1997/04	200,0	927,3	
-	2,26688	1997/04 swap til DEM med variabel rente	- 200,0	- 927,3	
I alt CHF			235,9	1.093,7	
CZK-lån					
871	13,75	1998/02	1.000,0	211,9	
-	13,75	1998/02 swap til DEM med variabel rente	- 1.000,0	- 211,9	
I alt CZK			0,0	0,0	
DEM-lån					
509	8,345	1992/02 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1992/02 swap til fast rente	- 100,0	- 380,9	
512	8,3	1992/02 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1992/02 swap til fast rente	- 100,0	- 380,9	
515	8,285	1992/02 swap fra variabel rente	50,0	190,4	
-	var.	1992/02 swap til fast rente	- 50,0	- 190,4	
516	8,31	1992/02 swap fra variabel rente	50,0	190,4	
-	var.	1992/02 swap til fast rente	- 50,0	- 190,4	
524	8,03	1992/02 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1992/02 swap til fast rente	- 100,0	- 380,9	
528	7,94	1992/01 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1992/01 swap til fast rente	- 100,0	- 380,9	
572	6,07	1993/00	9,7	37,0	
579	5,69	1993/99 swap fra USD med variabel rente	300,0	1.142,6	

UDENLANDSKE STATSLÅN PER 31. DECEMBER 1998¹⁾

Bilagstabel 6

Løbe- nr.	Rentesats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb per 31.dec.1998 (mio. af valutaen)	Udestående beløb per 31.dec.1998 (mio.kr.) (1)	Note
DEM-lån – fortsat					
621	6,125	1995/00	495,0	1.885,2	
624	6,445	1995/00 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1995/00 swap til fast rente	- 100,0	- 380,9	
626	6,23	1995/00 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1995/00 swap til fast rente	- 100,0	- 380,9	
638	6,31	1995/00 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1995/00 swap til fast rente	- 100,0	- 380,9	
639	6,305	1995/00 swap fra variabel rente	200,0	761,7	
-	var.	1995/00 swap til fast rente	- 200,0	- 761,7	
641	6,16	1995/00 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1995/00 swap til fast rente	- 100,0	- 380,9	
642	6,1675	1995/00 swap fra variabel rente	200,0	761,7	
-	var.	1995/00 swap til fast rente	- 200,0	- 761,7	
643	6,33	1995/01 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1995/01 swap til fast rente	- 100,0	- 380,9	
644	6,31	1995/01 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1995/01 swap til fast rente	- 100,0	- 380,9	
645	0	1995/00	51,6	196,5	
646	6,46	1995/02 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1995/02 swap til fast rente	- 100,0	- 380,9	
647	6,44	1995/02 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1995/02 swap til fast rente	- 100,0	- 380,9	
648	6,4	1995/02 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1995/02 swap til fast rente	- 100,0	- 380,9	
649	6,39	1995/02 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1995/02 swap til fast rente	- 100,0	- 380,9	
650	5,73	1995/00 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1995/00 swap til fast rente	- 100,0	- 380,9	
652	5,63	1995/00 swap fra variabel rente	200,0	761,7	
-	var.	1995/00 swap til fast rente	- 200,0	- 761,7	
653	5,645	1995/00 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1995/00 swap til fast rente	- 100,0	- 380,9	
659	5,57	1995/00 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1995/00 swap til fast rente	- 100,0	- 380,9	
679	5,02	1995/99 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1995/99 swap til fast rente	- 100,0	- 380,9	
680	5,045	1995/99 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1995/99 swap til fast rente	- 100,0	- 380,9	
681	5,015	1995/99 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1995/99 swap til fast rente	- 100,0	- 380,9	
682	5,02	1995/99 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1995/99 swap til fast rente	- 100,0	- 380,9	
683	var.	1996/99 swap fra JPY(rente)/AUD(tilbage- betaling) med fast rente	405,4	1.544,0	
686	4,39	1996/99 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1996/99 swap til fast rente	- 100,0	- 380,9	
688	4,4	1996/99 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1996/99 swap til fast rente	- 100,0	- 380,9	
691	4,335	1996/99 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1996/99 swap til fast rente	- 100,0	- 380,9	

UDENLANDSKE STATSLÅN PER 31. DECEMBER 1998¹⁾ Bilagstabel 6

Løbe- nr.	Rentesats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb per 31.dec.1998 (mio. af valutaen)	Udestående beløb per 31.dec.1998 (mio.kr.) (1)	Note
DEM-lån – fortsat					
693	4,32	1996/99 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1996/99 swap til fast rente	- 100,0	- 380,9	
695	5,895	1996/99 swap fra CHF med fast rente	62,1	236,4	
696	5,88	1996/99 swap fra CHF med fast rente	124,0	472,3	
697	5,895	1996/99 swap fra CHF med fast rente	123,8	471,5	
698	5,925	1996/99 swap fra CHF med fast rente	124,0	472,3	
699	5,9	1996/99 swap fra CHF med fast rente	124,0	472,3	
700	5,9	1996/99 swap fra CHF med fast rente	185,8	707,6	
701	5,847	1996/99 swap fra CHF med fast rente	123,8	471,5	
702	5,836	1996/99 swap fra CHF med fast rente	124,2	473,1	
703	5,838	1996/99 swap fra CHF med fast rente	124,2	473,0	
704	5,838	1996/99 swap fra CHF med fast rente	124,3	473,6	
706	5	1996/99	300,0	1.142,6	
710	var.	1996/01 swap fra LUF med fast rente	48,6	185,1	
711	5,74	1996/01 swap fra variabel rente	48,6	185,1	
-	var.	1996/01 swap til fast rente	- 48,6	- 185,1	
712	var.	1996/99 swap fra AUD med fast rente	69,0	262,8	
713	var.	1996/06 swap fra FRF med variabel rente	146,6	558,4	
714	var.	1996/02 swap fra XEU med variabel rente	94,0	357,9	
715	var.	1997/99 swap til JPY(rente)/AUD(tilbage- betaling)	- 395,4	- 1.506,0	
		Swap vedr. opkøb (28.000 mio.JPY/360 mio.AUD) i lån nr. 683			
716	var.	1996/02 swap fra XEU med variabel rente	93,7	356,8	
717	var.	1996/02 swap fra XEU med variabel rente	188,0	716,2	
719	var.	1996/99 swap fra JPY(rente)/AUD(tilbage- betaling) med fast rente	413,0	1.573,1	
721	var.	1996/02 swap fra XEU med variabel rente	189,0	719,8	
723	8,05	1996/02 swap fra XEU med fast rente	283,2	1.078,7	
725	var.	1996/02 swap fra XEU med variabel rente	284,4	1.083,0	
727	4,62	1996/99 swap fra variabel rente	200,0	761,7	
-	var.	1996/99 swap til fast rente	- 200,0	- 761,7	
729	4,6525	1996/99 swap fra variabel rente	213,0	811,4	
-	var.	1996/99 swap til fast rente	- 213,0	- 811,4	
732	4,4925	1996/99 swap fra variabel rente	69,0	262,8	
-	var.	1996/99 swap til fast rente	- 69,0	- 262,8	
734	0	1996/01 swappet til variabel rente	12,0	45,7	
735	6,3875	1996/06 swap fra variabel rente	146,6	558,4	
-	var.	1996/06 swap til fast rente	- 145,6	- 558,4	
749	var.	1996/00 swap fra JPY(rente)/AUD(tilbage- betaling) med fast rente	275,6	1.049,6	
750	var.	1996/99 swap fra USD med fast rente	297,0	1.131,1	
756	var.	1996/00 swap fra XEU med fast rente	189,3	720,8	
757	var.	1996/99 swap til AUD med fast rente	- 21,7	- 82,6	
		Swap vedr. opkøb (18 mio.AUD) i lån nr. 712			
758	var.	1996/00 swap fra JPY(rente)/AUD(tilbage- betaling) med fast rente	137,8	524,8	
760	5	1996/01	500,0	1.904,3	

UDENLANDSKE STATSLÅN PER 31. DECEMBER 1998¹⁾ Bilagstabel 6

Løbe- nr.	Rentesats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb per 31.dec.1998 (mio. af valutaen)	Udestående beløb per 31.dec.1998 (mio.kr.) (1)	Note
DEM-lån – fortsat					
761	var.	1996/99 swap til JPY(rente)/AUD(tilbage- betaling) Swap vedr. opkøb (1.500 mio.JPY/17,4 mio.AUD) i lån nr. 719	- 20,6	- 78,4	
762	4,61	1996/00 swap fra XEU med fast rente	47,8	181,9	
763	4,62	1996/00 swap fra XEU med fast rente	80,6	307,0	
764	var.	1996/00 swap fra JPY(rente)/AUD(tilbage- betaling) med fast rente	283,5	1.079,7	
766	4,505	1996/00 swap fra variabel rente	189,3	720,8	
-	var.	1996/00 swap til fast rente	- 189,3	- 720,8	
767	var.	1996/99 swap fra JPY(rente)/AUD(tilbage- betaling) med fast rente	131,8	501,9	
768	3,94	1996/00 swap fra variabel rente	275,6	1.049,6	
-	var.	1996/00 swap til fast rente	- 275,6	- 1.049,6	
769	4,1125	1996/99 swap fra variabel rente	297,0	1.131,1	
-	var.	1996/99 swap til fast rente	- 297,0	- 1.131,1	
770	4,102	1996/00 swap fra variabel rente	283,5	1.079,7	
-	var.	1996/00 swap til fast rente	- 283,5	- 1.079,7	
771	var.	1996/99 swap fra USD med fast rente	75,6	287,8	
772	var.	1996/06 swap fra USD med fast rente	29,9	114,0	
777	4,56	1996/00 swap fra GBP med fast rente	254,0	967,4	
-	4,495	1996/00 swap fra GBP med fast rente	64,3	244,9	
780	4,75	1997/02	485,5	1.849,0	
788	3,88	1996/00 swap fra variabel rente	137,8	524,8	
-	var.	1996/00 swap til fast rente	- 137,8	524,8	
789	3,765	1996/99 swap fra variabel rente	131,8	501,9	
-	var.	1996/99 swap til fast rente	- 131,8	- 501,9	
790	5,925	1996/06 swap fra variabel rente	29,9	114,0	
-	var.	1996/06 swap til fast rente	- 29,9	- 114,0	
791	3,74	1996/99 swap fra variabel rente	75,6	287,8	
-	var.	1996/99 swap til fast rente	- 75,6	- 287,8	
793	var.	1997/02 swap fra USD med fast rente	326,6	1.243,7	
794	var.	1997/07 swap fra JPY med struktureret rente	13,6	51,9	
795	4,75	1997/02	700,0	2.666,0	
796	var.	1997/04 swap fra CHF med fast rente	228,7	870,9	
797	var.	1997/00 swap fra USD med fast rente	333,3	1.269,3	
798	4,885	1997/02 swap fra variabel rente	326,6	1.243,7	
-	var.	1997/02 swap til fast rente	- 326,6	- 1.243,7	
799	5,73	1997/07 swap fra variabel rente	13,6	51,9	
-	var.	1997/07 swap til fast rente	- 13,6	- 51,9	
800	5,275	1997/04 swap fra variabel rente	228,7	870,9	
-	var.	1997/04 swap til fast rente	- 228,7	- 870,9	
801	var.	1997/99 swap til AUD med fast rente Swap vedr. opkøb i lån nr. 712	- 9,3	- 35,3	
802	var.	1997/02 swap fra CAD med fast rente	121,5	462,7	
806	var.	1997/00 swap til JPY(rente)/AUD(tilbage- betaling) Swap vedr. opkøb (14.000 mio.JPY/158,4 mio.AUD) i lån nr. 764	- 191,4	- 729,1	

UDENLANDSKE STATSLÅN PER 31. DECEMBER 1998¹⁾

Bilagstabel 6

Løbe- nr.	Rentesats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb per 31.dec.1998 (mio. af valutaen)	Udestående beløb per 31.dec.1998 (mio.kr.) (1)	Note
DEM-lån – fortsat					
807	3,895	1997/00 swap fra variabel rente	333,3	1.269,3	
-	var.	1997/00 swap til fast rente	- 333,3	- 1.269,3	
810	var.	1997/00 swap fra JPY(rente)/GBP(tilbage- betaling) med fast rente	95,7	364,5	
811	var.	1997/00 swap fra USD med fast rente	97,8	372,3	
812	4,748	1997/02 swap fra variabel rente	121,5	462,7	
-	var.	1997/02 swap til fast rente	- 121,5	- 462,7	
817	3,875	1997/00 swap fra variabel rente	95,7	364,5	
-	var.	1997/00 swap til fast rente	- 95,7	- 364,5	
824	var.	1997/00 swap fra USD med fast rente	676,0	2.574,5	
828	3,775	1997/00 swap fra variabel rente	97,8	372,3	
-	var.	1997/00 swap til fast rente	- 97,8	- 372,3	
830	3,897	1997/00 swap fra variabel rente	676,0	2.574,5	
-	var.	1997/00 swap til fast rente	- 676,0	- 2.574,5	
833	var.	1997/00 swap fra GBP med fast rente	277,0	1.055,0	
835	var.	1997/07 swap fra JPY med fast rente	69,4	264,4	
836	3,775	1997/00 swap fra variabel rente	277,0	1.055,0	
-	var.	1997/00 swap til fast rente	- 277,0	- 1.055,0	
837	var.	1997/01 swap fra USD med struktureret rente	166,1	632,4	
838	var.	1997/07 swap fra AUD(rente)/JPY(tilbage- betaling) med fast rente	44,3	168,9	
841	var.	1997/03 swap fra USD med fast rente	862,5	3.284,8	
842	5,826	1997/07 swap fra variabel rente	69,4	264,4	
-	var.	1997/07 swap til fast rente	- 69,4	- 264,4	
843	5,0625	1997/03 swap fra variabel rente	862,5	3.284,8	
-	var.	1997/03 swap til fast rente	- 862,5	- 3.284,8	
844	5,6925	1997/07 swap fra variabel rente	44,3	168,9	
-	var.	1997/07 swap til fast rente	- 44,3	- 168,9	
845	5	1997/03	500,0	1.904,3	
846	var.	1997/01 swap fra USD med fast rente	517,7	1.971,6	
847	3,992	1997/01 swap fra variabel rente	166,1	632,4	
-	var.	1997/01 swap til fast rente	- 166,1	- 632,4	
848	4,224	1997/01 swap fra variabel rente	517,7	1.971,6	
-	var.	1997/01 swap til fast rente	- 517,7	- 1.971,6	
849	var.	1997/04 swap fra USD med fast rente	926,0	3.526,7	
850	var.	1997/07 swap fra JPY med struktureret rente	31,0	118,1	
851	var.	1997/01 swappet til fast rente, 4,7425 pct.	1.465,0	5.579,5	
852	5,4675	1997/04 swap fra variabel rente	926,0	3.526,7	
-	var.	1997/04 swap til fast rente	- 926,0	- 3.526,7	
853	var.	1997/07 swap fra JPY med struktureret rente	7,6	28,9	
854	5,25	1997/04	1.000,0	3.808,5	
855	var.	1997/07 swap fra JPY med fast rente	49,3	187,7	
862	var.	1997/07 swap fra USD med fast rente	43,5	165,8	
863	var.	1997/04 swappet til variabel rente	125,0	476,1	
864	5	1998/03	500,0	1.904,3	
865	var.	1997/04 swap fra fast rente	1.000,0	3.808,5	
-	5,25	1997/04 swap til variabel rente	- 1.000,0	- 3.808,5	

UDENLANDSKE STATSLÅN PER 31. DECEMBER 1998¹⁾ Bilagstabel 6

Løbe- nr.	Rentesats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb per 31.dec.1998 (mio. af valutaen)	Udestående beløb per 31.dec.1998 (mio.kr.) (1)	Note
DEM-lån – fortsat					
869	var.	1998/03 swap fra AUD med fast rente	120,0	457,0	
870	var.	1998/05 swap fra USD med fast rente	908,6	3.460,4	
871	var.	1998/02 swap fra CZK med fast rente	53,2	202,5	
872	4,29	1998/01 swap fra GBP med fast rente	61,3	233,3	
873	var.	1998/03 swap fra GRD med fast rente	57,7	219,6	
874	var.	1998/00 swap til JPY(rente)/GBP(tilbage- betaling) Swap vedr. opkøb (165,5 mio.JPY) i lån nr. 810	- 2,2	- 8,2	
875	var.	1998/01 swap fra GRD med fast rente	60,2	229,4	
876	var.	1998/03 swap fra CAD med fast rente	121,5	462,5	
880	var.	1998/00 swap fra JPY(rente)/ZAR(tilbage- betaling) med fast rente	25,0	95,2	
881	var.	1998/07 swap fra NOK med fast rente	74,3	282,9	
882	var.	1998/00 swap fra JPY(rente)/ZAR(tilbage- betaling) med fast rente	26,0	99,0	
888	var.	1998/07 swap fra SEK med fast rente	102,0	388,5	
890	var.	1998/07 swap fra SEK med fast rente	101,5	386,6	
891	var.	1998/06 swap fra SEK med fast rente	81,9	311,9	
I alt DEM			17.806,1	67.814,5	
DKK-lån					
1	3	1894 uamortisabelt	55,6	55,6	(4)
2	3,5	1901 uamortisabelt	29,2	29,2	(4)
3	3,5	1909 uamortisabelt	38,4	38,4	(4)
I alt DKK			123,3	123,3	
FRF-lån					
224	12,9	1985/99 EIB-lån, DSB	10,4	11,9	(3)
514	var.	1992/02 swap fra fast rente	250,0	283,9	
-	9,43	1992/02 swap til variabel rente	- 250,0	- 283,9	
575	5,5	1993/99	6.185,0	7.023,7	
713	var.	1996/06	500,0	567,8	
-	var.	1996/06 swap til DEM med variabel rente	- 500,0	- 567,8	
I alt FRF			6.195,4	7.035,6	
GBP-lån					
120	13	1980/05	25,5	269,8	
247	11,55	1985/00 EIB-lån, DSB	2,4	25,3	(3)
407	11,625	1990/00	95,0	1.005,5	
-	11,625	1990/00 swap til USD med variabel rente	- 75,0	- 793,8	
-	11,625	1990/00 swap til USD med variabel rente	- 25,0	- 264,6	
777	7,25	1996/00	125,0	1.323,0	
-	7,25	1996/00 swap til DEM med fast rente	- 100,0	- 1.058,4	
-	7,25	1996/00 swap til DEM med fast rente	- 25,0	- 264,6	
810	0	1997/00 GBP(tilbagebetaling)/JPY(rente)	33,9	359,0	
-	0	1997/00 swap til DEM med variabel rente	- 34,7	- 367,7	

UDENLANDSKE STATSLÅN PER 31. DECEMBER 1998¹⁾ Bilagstabel 6

Løbe- nr.	Rentesats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb per 31.dec.1998 (mio. af valutaen)	Udestående beløb per 31.dec.1998 (mio.kr.) (1)	Note
GBP-lån – fortsat					
833	6,25	1997/00	100,0	1.058,4	
-	6,25	1997/00 swap til DEM med variabel rente	- 100,0	- 1.058,4	
872	6,69	1998/01 EIB-lån, Danske Motorveje III	20,0	211,7	
-	6,69	1998/01 swap til DEM med fast rente	- 20,0	- 211,7	
874	0	1998/00 swap fra DEM med variabel rente	0,8	8,7	
		Swap vedr. opkøb (165,5 mio.JPY) i lån nr. 810			
I alt GBP			22,9	242,1	
GRD-lån					
873	7,5	1998/03	10.000,0	226,2	
-	7,5	1998/03 swap til DEM med variabel rente	- 10.000,0	- 226,2	
875	8,5	1998/01	10.000,0	226,2	
-	8,5	1998/01 swap til DEM med variabel rente	- 10.000,0	- 226,2	
I alt GRD			0,0	0,0	
JPY-lån					
560	var.	1993/00 (fast renteoption solgt i swap)	10.000,0	561,7	
683	5,85	1996/99 JPY(rente af 2.000 mio.)/AUD(til- bagebetaling)	0,0	0,0	
-	5,85	1996/99 swap (af 30.000 mio.) til DEM med variabel rente	- 0,0	- 0,0	
715	5,85	1996/99 swap fra DEM med variabel rente	0,0	0,0	
		Swap vedr. opkøb (28.000 mio.JPY) i lån nr. 683			
719	6,7	1996/99 JPY(rente af 28.500 mio.)/AUD(til- bagebetaling)	0,0	0,0	
-	6,7134	1996/99 swap (af 30.000 mio.) til DEM med variabel rente	- 0,0	- 0,0	
749	5,8	1996/00 JPY(rente af 20.000 mio.)/AUD(til- bagebetaling)	0,0	0,0	
	5,8	1996/00 swap til DEM med variabel rente	- 0,0	- 0,0	
758	4,1	1996/00 JPY(rente af 10.000 mio.)/AUD(til- bagebetaling)	0,0	0,0	
-	4,1	1996/00 swap til DEM med variabel rente	- 0,0	- 0,0	
761	6,7	1996/99 swap fra DEM med variabel rente	0,0	0,0	
		Swap vedr. opkøb (1.500 mio.JPY) i lån nr. 719			
764	5,6	1996/00 JPY(rente af 7.000 mio.)/AUD(til- bagebetaling)	0,0	0,0	
-	5,6	1996/00 swap (af 21.000 mio.) til DEM med variabel rente	- 0,0	- 0,0	
767	5,35	1996/99 JPY(rente af 10.000 mio.)/AUD(til- bagebetaling)	0,0	0,0	
-	5,35	1996/99 swap til DEM med variabel rente	- 0,0	- 0,0	
794	var.	1997/07	1.000,0	56,2	
-	var.	1997/07 swap til DEM med variabel rente	- 1.000,0	- 56,2	
806	5,6	1997/00 swap fra DEM med variabel rente	0,0	0,0	
		Swap vedr. opkøb (14.000 mio.JPY) i lån nr. 764			

UDENLANDSKE STATSLÅN PER 31. DECEMBER 1998¹⁾ Bilagstabel 6

Løbe- nr.	Rentesats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb per 31.dec.1998 (mio. af valutaen)	Udestående beløb per 31.dec.1998 (mio.kr.) (1)	Note
JPY-lån – fortsat					
810	5,4	1997/00 JPY(rente af 6.834,5 mio.)/ GBP(til- bagebetaling)	0,0	0,0	
-	5,4	1997/00 swap (af 7.000 mio.) til DEM med variabel rente	- 0,0	- 0,0	
835	2,63	1997/07	5.000,0	280,8	
-	2,63	1997/07 swap til DEM med variabel rente	- 5.000,0	- 280,8	
838	0	1997/07 JPY(tilbagebetaling)/AUD(rente)	3.000,0	168,5	
-	0	1997/07 swap til DEM med variabel rente	- 3.000,0	- 168,5	
850	var.	1997/07	2.000,0	112,3	
-	var.	1997/07 swap til DEM med variabel rente	- 2.000,0	- 112,3	
853	var.	1997/07	500,0	28,1	
-	var.	1997/07 swap til DEM med variabel rente	- 500,0	- 28,1	
855	2,02	1997/07 EIB-lån, Danske omfartsveje B	3.400,0	191,0	
-	2,02	1997/07 swap til DEM med variabel rente	- 3.400,0	- 191,0	
874	5,4	1998/00 swap fra DEM med variabel rente	0,0	0,0	
		Swap vedr. opkøb (165,5 mio.JPY) i lån nr. 810			
880	11,85	1998/00 JPY(rente af 2.000 mio.)/ZAR(til- bagebetaling)	0,0	0,0	
-	11,85	1998/00 swap til DEM med variabel rente	- 0,0	- 0,0	
882	11,85	1998/00 JPY(rente af 2.000 mio.)/ZAR(til- bagebetaling)	0,0	0,0	
-	11,85	1998/00 swap til DEM med variabel rente	- 0,0	- 0,0	
I alt JPY			10.000,0	561,7	
LUF-lån					
619	0	1995/03	5.000,0	923,3	
710	5,45	1996/01	1.000,0	184,7	
-	5,45	1996/01 swap til DEM med variabel rente	- 1.000,0	- 184,7	
I alt LUF			5.000,0	923,3	
NLG-lån					
211	9,5	1984/04	37,5	126,8	(5)
224	8,15	1985/99 EIB-lån, DSB	15,4	52,1	(3)
227	8,375	1985/00	12,2	41,2	(5)
I alt NLG			65,1	220,1	
NOK-lån					
881	6,25	1998/07	330,0	276,9	
-	6,25	1998/07 swap til DEM med variabel rente	- 330,0	- 276,9	
I alt NOK			0,0	0,0	
SEK-lån					
888	5	1998/07	500,0	393,1	
-	5	1998/07 swap til DEM med variabel rente	- 500,0	- 393,1	
890	5,12	1998/07	500,0	393,1	
-	5,12	1998/07 swap til DEM med variabel rente	- 500,0	- 393,1	

UDENLANDSKE STATSLÅN PER 31. DECEMBER 1998¹⁾ Bilagstabel 6

Løbe- nr.	Rentesats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb per 31.dec.1998 (mio. af valutaen)	Udestående beløb per 31.dec.1998 (mio.kr.) (1)	Note
SEK-lån – fortsat					
891	5,065	1998/06	400,0	314,5	
-	5,065	1998/06 swap til DEM med variabel rente	- 400,0	- 314,5	
I alt SEK			0,0	0,0	
USD-lån					
407	var.	1990/00 swap fra GBP med fast rente	123,3	787,2	
-	var.	1990/00 swap fra GBP med fast rente	41,1	262,4	
574	var.	1993/99 swap fra CAD med fast rente	187,5	1.197,5	
579	var.	1993/99 swap til DEM med fast rente	- 187,5	- 1.197,5	
598	6,8	1994/99 swappet til variabel rente	48,8	311,3	
750	6,25	1996/99	200,0	1.277,3	
-	6,25	1996/99 swap til DEM med variabel rente	- 200,0	- 1.277,3	
771	0	1996/99	48,6	310,4	
-	0	1996/99 swap til DEM med variabel rente	- 48,6	- 310,4	
772	6,065	1996/06	20,0	127,7	
-	6,065	1996/06 swap til DEM med variabel rente	- 20,0	- 127,7	
793	0	1997/02	300,0	1.916,0	
-	0	1997/02 swap til DEM med variabel rente	- 300,0	- 1.916,0	
797	5,72	1997/00	206,1	1.315,9	
-	5,72	1997/00 swap til DEM med variabel rente	- 210,0	- 1.341,2	
811	0	1997/00	57,0	364,0	
-	0	1997/00 swap til DEM med variabel rente	- 57,0	- 364,0	
824	5,9	1997/00	400,0	2.554,6	
-	5,9	1997/00 swap til Dem med variabel rente	- 400,0	- 2.554,6	
837	var.	1997/01	97,6	623,1	
-	var.	1997/01 swap til DEM med variabel rente	- 97,6	- 623,1	
841	6,625	1997/03	500,0	3.193,3	
-	6,625	1997/03 swap til DEM med variabel rente	- 500,0	- 3.193,3	
846	6,375	1997/01	300,0	1.916,0	
-	6,375	1997/01 swap til DEM med variabel rente	- 300,0	- 1.916,0	
849	6,25	1997/04	500,0	3.193,3	
-	6,25	1997/04 swap til DEM med variabel rente	- 500,0	- 3.193,3	
862	4	1997/07	30,0	191,6	
-	4	1997/07 swap til DEM med variabel rente	- 30,0	- 191,6	
870	5,75	1998/05	500,0	3.193,3	
-	5,75	1998/05 swap til DEM med variabel rente	- 500,0	- 3.193,3	
I alt USD			209,2	1.335,8	
XEU-lån					
493	8,5	1992/02	880,8	6.570,6	
510	var.	1992/02 swap fra fast rente	50,0	373,0	
-	9,73	1992/02 swap til variabel rente	- 50,0	- 373,0	
511	var.	1992/02 swap fra fast rente	50,0	373,0	
-	9,69	1992/02 swap til variabel rente	- 50,0	- 373,0	
518	var.	1992/02 swap fra fast rente	50,0	373,0	
-	9,63	1992/02 swap til variabel rente	- 50,0	- 373,0	
519	var.	1992/02 swap fra fast rente	50,0	373,0	
-	9,63	1992/02 swap til variabel rente	- 50,0	- 373,0	

UDENLANDSKE STATSLÅN PER 31. DECEMBER 1998¹⁾ Bilagstabel 6

Løbe- nr.	Rentesats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb per 31.dec.1998 (mio. af valutaen)	Udestående beløb per 31.dec.1998 (mio.kr.) (1)	Note
XEU-lån – fortsat					
520	var.	1992/02 swap fra fast rente	50,0	373,0	
-	9,61	1992/02 swap til variabel rente	- 50,0	- 373,0	
521	var.	1992/99 swap fra fast rente	50,0	373,0	
-	9,72	1992/99 swap til variabel rente	- 50,0	- 373,0	
522	var.	1992/02 swap fra fast rente	100,0	745,9	
-	9,29	1992/02 swap til variabel rente	- 100,0	- 745,9	
523	var.	1992/02 swap fra fast rente	50,0	373,0	
-	9,33	1992/02 swap til variabel rente	- 50,0	- 373,0	
529	var.	1992/02 swap fra fast rente	25,0	186,5	
-	9,38	1992/02 swap til variabel rente	- 25,0	- 186,5	
530	var.	1992/02 swap fra fast rente	25,0	186,5	
-	9,4	1992/02 swap til variabel rente	- 25,0	- 186,5	
597	6,65	1994/99 EIB-lån, Danske Motorveje 2 B	40,0	298,4	
714	var.	1996/02 swap til DEM med variabel rente	- 50,0	- 373,0	
716	var.	1996/02 swap til DEM med variabel rente	- 50,0	- 373,0	
717	var.	1996/02 swap til DEM med variabel rente	- 100,0	- 745,9	
721	var.	1996/02 swap til DEM med variabel rente	- 100,0	- 745,9	
723	8,5	1996/02 swap til DEM med fast rente	- 150,0	- 1.118,9	
725	var.	1996/02 swap til DEM med variabel rente	- 150,0	- 1.118,9	
756	5,4	1996/00 EIB-lån, DSB Electrificering III F	100,0	745,9	
-	5,4	1996/00 swap til DEM med variabel rente	- 100,0	- 745,9	
762	5,01	1996/00 EIB-lån, DSB Electrificering III F	25,0	186,5	
-	5,01	1996/00 swap til DEM med fast rente	- 25,0	- 186,5	
763	5,01	1996/00 EIB-lån, Danske omfartsveje	42,3	315,2	
-	5,01	1996/00 swap til DEM med fast rente	- 42,3	- 315,2	
877	4,05	1998/03 swappet til variabel rente	130,0	969,7	
878	3,7	1998/01 swappet til variabel rente	211,0	1.573,9	
879	4,625	1998/08 swappet til variabel rente	500,0	3.729,7	
889	3,4	1998/04 swappet til variabel rente	100,0	745,9	
I alt XEU			1.261,8	9.412,6	
ZAR-lån					
880	0	1998/00 ZAR(tilbagebetaling)/JPY(rente)	91,1	99,2	
-	0	1998/00 swap til DEM med variabel rente	- 91,1	- 99,2	
882	0	1998/00 ZAR(tilbagebetaling)/JPY(rente)	91,7	99,9	
-	0	1998/00 swap til DEM med variabel rente	- 91,7	- 99,9	
I alt ZAR			0,0	0,0	
Udenlandsk statsgæld I alt				88.338,2	

(1) Det udestående beløb per 31. december 1998 er udregnet efter følgende kurser per 31. december 1998 som kurs per 100 enheder: AUD = 392,37, BEF = 18,465, CAD = 412,78, CHF = 463,63, CZK = 21,186, DEM = 380,85, FRF = 113,56, GBP = 1.058,43, GRD = 2,262, JPY = 5,6165, LUF = 18,465, NLG = 338,02, NOK = 83,92, SEK = 78,62, USD = 638,65, XEU = 745,94, ZAR = 108,87.

(2) Der er tale om swap (i BEF) af LUF-lån.

(3) Lånet afdrages efter annuitetsprincippet med halv- eller helårlige terminer, dog mindst 1 års afdragsfrihed.

(4) Flermøntede lån, hvor kreditor kan vælge betalingsvaluta efter et fast omregningsforhold. DKK er den for kreditor mest fordelagtige valuta.

(5) Lånet afdrages med lige store afdrag i halv- eller helårlige serier igennem hele lånets løbetid, begyndende efter mindst 1 års afdragsfrihed.

RENTER OG AFDRAG PÅ STATENS INDENLANDSKE GÆLD¹⁾, ULTIMO 1998

Bilagstabel 7

Mia.kr.	Renter	Afdrag	Total
1999	43,4	71,5	115,0
2000	39,0	77,8	116,7
2001	32,6	78,7	111,3
2002	27,4	40,4	67,8
2003	25,0	70,0	94,9
2004	19,4	75,4	94,8
2005	14,0	21,0	35,0
2006	13,0	70,0	83,0
2007	7,4	52,6	60,0
2008	3,7	0,0	3,7
2009	3,7	32,8	36,5
2010	1,7	0,1	1,8
2011	1,7	0,0	1,7
2012	1,7	0,0	1,7
2013	1,7	0,0	1,7
2014	1,7	0,0	1,7
2015	1,7	0,0	1,7
2016	1,7	0,0	1,7
2017	1,7	0,0	1,7
2018	1,7	0,0	1,7
2019	1,7	0,0	1,7
2020	1,7	0,0	1,7
2021	1,7	0,0	1,7
2022	1,7	0,0	1,7
2023	1,7	0,0	1,7
2024	1,7	24,9	26,6
I alt	254,7	615,2	869,9

¹⁾ Ekskl. skatkammerbeviser.

RENTER OG AFDRAG PÅ STATENS UDENLANDSKE GÆLD, ULTIMO 1998			Bilagstabel 8
Mia.kr.	Renter	Afdrag	Total
1999	4,4	19,1	23,5
2000	3,4	13,9	17,3
2001	2,7	12,4	15,1
2002	2,1	13,2	15,3
2003	1,3	9,7	11,0
2004	0,8	9,4	10,2
2005	0,4	3,7	4,1
2006	0,3	1,0	1,3
2007	0,2	2,0	2,2
2008	0,2	3,9	4,1
Total	15,8	88,3	104,1

RATING AF DEN DANSKE STATSGÆLD I INDENLANDSK VALUTA Bilagstabel 9a

	Moody's	Standard & Poor's	Fitch IBCA
1986, juli	Aa		
1986, august	Aa1 ¹⁾		
1986, november	Aaa ²⁾		
1992		AAA	
1994, august			AAA

Anm.: De mest kendte kreditvurderingselskaber anvender for gæld i almindelighed følgende betegnelser:

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

For kategorierne Aa til B 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.

Fitch IBCA: Kategorier svarende til Standard & Poor's.

¹⁾ Moody's opdelte på dette tidspunkt den tidligere Aa-klasse i 3 undergrupper, Aa1, Aa2 og Aa3, hvoraf Aa1 er den højeste.

²⁾ Frem til 1993 tildelte Moody's ratings til de enkelte obligationsudstedelser. Dette blev herefter ændret til i højere grad at være en rating af udstederen. Da ingen indenlandske obligationsudstedelser var ratet efter september 1992 havde Moody's ingen formel rating af Danmark indtil april 1993.

RATING AF DEN DANSKE STATSGÆLD I FREMMED VALUTA Bilagstabel 9b

	Moody's	Standard & Poor's	Fitch IBCA
1981, marts	Aa	AAA	
1982, september		AAA ¹⁾	
1983, januar		AA+	
1986, august	Aa1 ²⁾		
1987, marts		AA	
1990, juni		AA ³⁾	
1991, oktober		AA+ ⁴⁾	
1994, august			AA+
1998, maj		AA+ ⁵⁾	

Anm.: Se anmærkning i tabel 9a for rating-kategoriernes rangordning.

¹⁾ Genstand for "credit watch", dvs. særlig observation for mulige ændringer i kreditværdigheden.

²⁾ Moody's opdelte på dette tidspunkt den tidligere Aa-klasse i 3 undergrupper, Aa1, Aa2 og Aa3, hvoraf Aa1 er den højeste.

³⁾ Fra december 1989 begyndte Standard & Poor's at knytte udsigter til vurderingerne, formuleret som ("positiv", "stabil" eller "negativ"). Danmark fik tilknyttet udsigten "positiv".

⁴⁾ Udsigten "stabil".

⁵⁾ Udsigten "positiv".

RATING AF UDVALGTE LANDES STATSGÆLD Bilagstabel 10

	Moody's		Standard & Poor's	
	Indenlandsk	Udenlandsk	Indenlandsk	Udenlandsk
Australien	Aaa	Aa2	AAA	AA
Belgien	Aa1	Aa1	AA+	AA+
Danmark	Aaa	Aa1	AAA	AA+
Finland	Aaa	Aaa	AA	AA
Frankrig	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Holland ¹⁾	Aaa		AAA	AAA
Irland	Aaa	Aaa	AA+	AA+
Italien	Aa3	Aa3	AA	AA
Japan	Aa1	Aa1	AAA	AAA
New Zealand	Aaa	Aa2	AAA	AA+
Norge	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Portugal	Aa2	Aa2	AA-	AA-
Spanien	Aa2	Aa2	AA	AA
Storbritannien	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Sverige	Aa1	Aa2	AAA	AA+
Sydafrika	Baa1	Baa3	BBB+	BB+
Tjekkiet	A1	Baa1 ²⁾	AA-	A-
Tyskland ¹⁾	Aaa		AAA	AAA
USA ¹⁾	Aaa		AAA	AAA
Østrig	Aaa	Aaa	AAA	AAA

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

Anm.: Som publiceret per januar 1999. Se anmærkning i bilagstabel 9a for en rangordning af rating-kategorierne.

¹⁾ Landet har ingen udenlandsk statsgæld.

²⁾ Rating af centralbankens udenlandske gæld.

Ordliste over finansielle begreber

Ordlisten indeholder forklaringer på en række fagudtryk på det finansielle område. Ord i *kursiv* er opslagsord. Sidst i ordlisten er der en fortegnelse over ISO-møntkoder.

Basispoint:

1 basispoint er 0,01 procentpoint. Anvendes især om rentespænd eller *bid/offer* spread.

Benchmarkobligation:

Begrebet benyttes om en obligation, der er toneangivende på obligationsmarkedet. Benchmarkobligationer bruges som reference i prisfastsættelsen af de øvrige obligationer på markedet.

Bid/offer:

Købs-/salgskurs. Forskellen mellem købs- og salgskursen betegnes *bid/offers* spread.

Bruttokassesaldo:

En opgørelse af alle statens indbetalinger (før optagelse af lån) fratrukket alle udbetalinger, uanset om betalingen vedrører driftsposter eller kapitalposter, fx afdrag på lån.

Cost-at-Risk (CaR):

Risikomål udviklet med henblik på at kunne supplere *varighed* og målsætningen for afdragsprofilen i statsgældspolitikken. CaR opgøres for den indenlandske statsgæld som den maksimale renteudgift, der kan forventes med 95 pct. sandsynlighed (absolut CaR). CaR opgøres også som den maksimale stigning i renteudgifterne, der kan forventes med 95 pct. sandsynlighed (relativ CaR).

Cibor:

Copenhagen Inter Bank Offered Rate: Den rente, hvortil banker tilbyder indskud i andre banker på København interbank-markedet. Cibor fastsættes for forskellige løbetider. Cibor er referencerente for en lang række finansielle kontrakter. Se også *Euribor* og *Libor*.

Commercial paper (CP):

Kortfristede gældbrevser med løbetid på op til et år. Udstedes af staten i USD (sovereign notes) og EUR (euro commercial papers).

Cross default:

Bestemmelse i lånekontrakt, hvorefter lånet forfalder til betaling, hvis et hvilket som helst andet af låntagerens lån eller garantier for andres lån udstedt af den pågældende låntager er misligholdt med hensyn til betaling. I bestemmelsen indgår oftest et mindstebeløb, således at lånet kun forfalder til betaling, hvis lånet eller den manglende betaling overstiger dette mindstebeløb. Staten har siden maj 1992 ikke accepteret cross default-klausuler i sine låne- eller garantiaftaler.

DAU-saldo:

Saldoen på statens drifts-, anlægs- og udlånsbudget.

Dual currency bond:

Lån, som er optaget og forrentes i én valuta, mens afdrag er fastsat i en anden valuta. Et sådant lån er i realiteten en kombination af et annuitetslån (renterne) i den ene valuta og et *nulkuponlån* (afdraget) i den anden. Se også *Reverse dual currency bond*.

ECB:

Den Europæiske Centralbank, ECB, er fra 1. januar 1999 ansvarlig for formuleringen af pengepolitikken og styringen af en lang række centralbankfunktioner for euroområdet. ECB har tre styrende organer: Direktionen, Styrelsesrådet og Det Generelle Råd. Direktionen har ansvaret for den daglige drift af ECB, herunder gennemførelse af Styrelsesrådets pengepolitiske beslutninger. Styrelsesrådet består af direktionen og de 11 deltagende landes centralbankchefer. ECB's tredje besluttende organ, Det Generelle Råd, består af alle 15 EU-landes centralbankchefer samt formanden og næstformanden for direktionen.

ECU:

European currency unit (ISO-møntkode XEU) er en såkaldt valutakurv. ECU er per 1. januar 1999 ophørt med at eksistere. For ECU-kontrakter gælder, at de fortsættes i euro i forholdet 1:1, medmindre parterne har aftalt andet.

Effektiv rente:

Den faste diskonteringsrente, der indebærer, at en obligations nutidsværdi er lig med dens faktiske pris. Ved beregning af den effektive rente

medtages alle betalinger, uanset om der er tale om rente- eller afdragsbetalinger.

Emissionskurstab/-gevinst:

Kurstab og -gevinster opstår ved udstedelse af lån til kurser henholdsvis under og over pari. Emissionskurstab blev tidligere udgiftsført på statsregnskabet i takt med lånets forfald. Fra 1. januar 1998 er regnskabsprincipperne for statsgælden ændret, så emissionskurstab fordeles lineært over lånets løbetid under betegnelsen *fordelte emissionskurstab*.

ESCB:

ECB udgør sammen med de nationale centralbanker Det Europæiske System af Centralbanker, ESCB. ESCB omfatter principielt alle 15 EU-landes nationale centralbanker, men en række af Maastricht-traktatens bestemmelser om ESCB vedrører kun ECB og de deltagende landes centralbanker, også kaldet "eurosystemet".

Euribor:

Euro Interbank Offered Rate. Euro interbank-renten der fastsættes af de førende europæiske banker. Ventes i nogen udstrækning at erstatte Libor som referencerente i fx swaps.

Euro:

Den fælles valuta i ØMUen (ISO-møntkode EUR). Frem til 1. januar 2002, hvor de fælles sedler og mønter introduceres, vil euro kun eksistere som "kontopenge", mens de nationale valutaer fortsat anvendes ved kontante betalinger. Senest den 1. juli 2002 bliver euroen eneste lovmæssige betalingsmiddel inden for ØMUen.

Euro Medium Term Notes (EMTN):

Medium Term Notes udstedt på *eurobondmarkedet*.

Eurobondmarkedet:

Markedet for obligationer, der sælges uden for det land, hvis valuta obligationen er denomineret i.

Euroclear:

Afviklings- og depotinstitution for værdipapirer. Institutionen, der ligger i Bruxelles, ejes af et konsortium af banker og drives af Morgan Guaranty Trust Company.

Floating rate note (FRN):

Variabelt forrentet obligationslån.

Fordelte emissionskurstab:

Emissionskurstab/-gevinster på stående lån fordeles i statsregnskabet lineært over lånets løbetid. Herved fordeles omkostninger/gevinster, der opstår ved udstedelse til kurser, der afviger fra pari, i overensstemmelse med fordelingen af lånets renteomkostninger.

Forward Rate Agreement (FRA):

Aftale mellem to eller flere parter om fastsættelse af en rentesats, *forwardrenten*, for et aftalt beløb over en fremtidig periode. Fx er en "3 mod 9" FRA en aftale mellem to parter om at lade en given hovedstol forrente med en aftalt fast rente i 6 måneder begyndende om 3 måneder. Under FRAen aftales en referencerentesats, typisk en *Libor*-sats. To valørdage, før forrentningsperioden starter, afregnes forskellen mellem den aftalte fastrentesats og den på afregningsdagen aktuelle referencerentesats. Dette er den eneste udveksling af beløb mellem de to parter.

Forwardrente:

En forwardrente er renten på et fremtidigt udlån. Hvis der fx i dag indgås en aftale om at udlåne et beløb fra tidspunkt t til T , er renten på dette udlån således den $(T-t)$ -årige forwardrente i dag for udlån på tidspunkt t .

En implicit forwardrente er den rente, der kan udledes af *rentestrukturen*. Den implicitte forwardrente i dag for udlån mellem de fremtidige tidspunkter t og T , $f_{t,T}$, er den rente, der sikrer, at et T -årigt udlån i dag skal give samme forrentning som et t -årigt udlån efterfulgt af et $(T-t)$ -årigt udlån. Dvs. $f_{t,T}$ opfylder:

$$(1+r_t)^t \cdot (1+f_{t,T})^{T-t} = (1+r_T)^T$$

hvor r_t er den t -årige nulcuponrente i dag.

Forward swap:

En aftale om at indgå en *swap* på en bestemt fremtidig dato på fastsatte vilkår.

Futures:

Aftaler om fremtidig levering af en fordring (det underliggende aktiv) til en på forhånd aftalt pris. Futures kan være baseret på valuta, obligationer, aktier eller råvarer. Futures er i modsætning til *terminkontrakter* standardiserede med hensyn til løbetid og kontraktstørrelse. Derudover er de omsættelige og har normalt løbende marginafregning (*mark-to-market*). I forhold til terminkontrakter er *kreditrisikoen* på modparten således mindre, men likviditetskravet større.

Indenlandsk bruttofinansieringsbehov:

Opgøres som *bruttofinansieringsbehov* fratrukket opkøb og afdrag på den udenlandske statsgæld.

International likviditet:

Ved den internationale likviditet forstås Nationalbankens beholdning af nettoaktiver over for udlandet. Et andet ord for international likviditet er *valutareserve*.

IPMA:

International Primary Market Association: International forening af finansielle institutioner, der formidler afsætning af værdipapirer på det internationale primærmarked. IPMA's formål er bl.a. at virke for standardisering af praksis på det *primære marked*.

ISDA:

International Swaps and Derivatives Association: International forening af finansielle institutioner. ISDA har til formål at virke for en standardisering af praksis og dokumentation i forbindelse med swaps.

ISMA:

International Securities Market Association: International forening af finansielle institutioner, der omsætter værdipapirer på det *sekundære marked*.

ISO-møntkoder:

Se sidst i ordlisten.

Konverterbar obligation:

Obligation, der af debitor kan førtidsindfries på forud fastlagte betingelser. Er ensbetydende med, at debitor har en eller flere call *optioner* på obligationerne.

Kreditrisiko:

Risikoen for at lide et finansielt tab som følge af en modparts misligholdelse af sine betalingsforpligtelser. I forbindelse med statsgælden optræder kreditrisiko primært i forbindelse med *swaps*.

Lead manager:

Den bank, der arrangerer et obligationslån. Lead manager er ansvarlig for koordination, distribution og dokumentation af udbuddet. Distribution af obligationslånet foretages normalt af et syndikat af banker.

Libor:

London Inter Bank Offered Rate: Den rente, hvortil banker tilbyder indskud i andre banker på London interbank-markedet. Anvendes som referencerente i en lang række finansielle kontrakter, fx swaps.

Likviditet:

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

Mark-to-market:

Løbende værdiansættelse af et finansielt aktiv eller passiv så prisen er lig med den aktuelle genanskaffelsværdi.

Markedsrisiko:

Risikoen for at et finansielt aktiv eller passiv falder eller stiger i værdi som følge af ændringer i markedsforhold. Hovedelementerne i markedsrisikoen i relation til statsgælden er renterisiko og valutakursrisiko.

Market maker:

En værdipapirhandler, som løbende stiller forpligtende købs- og salgspriser i værdipapirer (sædvanligvis med maksimum for handelsstørrelse).

Medium Term Note (MTN):

En obligation der udstedes i henhold til standardiseret lånedokumentation, fx EMTN på *eurobondmarkedet*.

Mindsterenten:

Den mindste kuponrente på obligationer, der tillades, hvis kursgevinster for personer skal friholdes for beskatning, jf. kursgevinstloven (lov nr. 439 af 10. juni 1997).

Mindsterenten fastsættes ordinært for halvårene januar-juni og juli-december. Mindsterenten fastsættes på grundlag af en referencerente, der dagligt beregnes af Københavns Fondsbørs. Referencerenten beregnes som et simpelt gennemsnit, opgjort med to decimaler, af de effektive renter på åbne fast forrentede kroneobligationer (bortset fra konverterbare obligationer noteret over pari samt indeksobligationer) for de seneste 20 børsdage forud for 15. december og 15. juni. Mindsterenten udgør $7/8$ af den således opgjorte gennemsnitsrente, nedrundet til nærmeste hele antal procentpoint.

Mindsterenten kan ekstraordinært ændres, hvis referencerenten i 10 på hinanden følgende børsdage er mere end 2 procentpoint højere eller 1 procentpoint lavere end det gennemsnit, der danner grundlag for den gældende mindsterente. Den nye mindsterente udgør 7/8 af gennemsnittet af referencerenten i disse 10 børsdage nedrundet til nærmeste hele procentpoint.

Den ordinært fastsatte mindsterente var i 1. og 2. halvår 1998 4 pct. Mindsterenten for 1. halvår 1999 er 4 pct.

Negative pledge:

En låneklausul, der begrænser låntagers muligheder for at stille sikkerhed. I sin strengeste form indeholder klausulen et forbud mod at give (gammel og) ny gæld en fortrinsstilling i form af pant eller anden sikkerhed. Sædvanligvis er klausulen dog begrænset til, at låntager ikke må stille sikkerhed for gæld uden at stille tilsvarende sikkerhed for det pågældende lån. Yderligere indskrænkninger er almindelige: Således er statens udlandslån, som normalt indeholder en bestemmelse om negative pledge, undtaget fra klausulen, ligesom bestemmelsen er begrænset til gæld, der skal/kan tilbagebetales i udenlandsk valuta.

Nettokassesaldo:

Summen af *DAU-saldoen*, genudlån, *fordelte emissionskurstab* og andre kapitalposter. Under de regnskabsprincipper for statsgælden, der var gældende indtil 1. januar 1998, indgik nettoobligationskøb (primært til Den Sociale Pensionsfond) også i nettokassesaldoen. Efter 1. januar 1998 indgår nettoobligationskøb alene i *bruttokassesaldoen*.

Nulkuponobligation:

Obligation hvor der ikke løbende betales rente, og hvor afdragsbetalingen er placeret ved lånets udløb. Låneomkostningerne ved et nulkuponobligationslån fremkommer alene som et *emissionskurstab* ved obligationsudstedelsen.

Nulkuponrente:

Den *effektive rente* på en *nulkuponobligation*. Nulkuponrentestrukturen angiver sammenhængen mellem restløbetid og nulkuponrente.

Operationel risiko:

Primært risikoen for tab i forbindelse med indgåelse af en transaktion, afvikling af handler og den øvrige håndtering af porteføljen.

Option:

En kontrakt, der giver ejeren (køberen) ret, men ikke pligt, til at købe eller sælge et underliggende instrument (en vare, et finansielt instrument eller en valuta) til en aftalt pris (strike price) på et aftalt fremtidigt tidspunkt. Sælgeren er forpligtet til at opfylde ejerens ret.

Plain vanilla:

Benyttes om standardiserede og simple produktier, fx *stående lån* og simple renteswaps.

Primært marked:

Marked for nyudstedte obligationer. På *eurobondmarkedet* aftaler låntager hyppigt med en gruppe af banker med en *lead manager* i spidsen at forestå salget. Disse banker investerer sædvanligvis ikke selv i større omfang i obligationerne, men videresælger dem inden for en ret kort periode forud for eventuel børsnotering. Omsætning i denne periode betegnes det primære marked. Se også *Sekundært marked*.

Private placement:

Obligationslån eller andet lån, der udbydes til en begrænset kreds af købere, og som normalt ikke er børsnoteret. Se også *Public issue*.

Public issue:

Obligationslån, der udbydes til offentligheden og er noteret på en børs. Se også *Private placement*.

Rating:

Kreditvurdering givet af kreditvurderingsinstitutter som fx Standard & Poor's, Moody's eller Fitch IBCA, jf. bilagstabel 9 og 10.

Redenominering:

Ændring af den valutaenhed et finansielt aktiv/passiv er denomineret i.

Refinansieringsrisiko:

Risikoen for at låntager ikke er i stand til at låne de ønskede beløb under ordnede markedsforhold eller uden at blive pålagt en præmie.

Rentestruktur:

Sammenhængen mellem rente og løbetid på værdipapirer. En rentestruktur, der er stigende, betegnes som normal. Er rentestrukturen faldende, karakteriseres den som invers.

Repo:

Ved en Repurchase Agreement (repo) forstås én transaktion, hvorved en sælger/låntager mod samtidig betaling overdrager værdipapirer til en køber/långiver og således, at sælger/låntager ved aftalens indgåelse forpligter sig til at tilbagekøbe papirerne til en på forhånd fastsat pris. I kontrakterne er repoen af juridiske/tekniske grunde defineret som salg og genkøb af værdipapirer, men reelt er der tale om lån mod sikkerhedsstilling. Modparten i en sådan handel indgår en reverse repo, altså et pengeudlån mod sikkerhed i værdipapirer.

Reverse dual currency bond:

Lån, som er optaget og afdrages i én valuta, mens forrentningen sker i en anden. Se også *Dual currency lån*.

SDR (Special Drawing Rights):

En reserveenhed skabt af Den Internationale Valutafond. Den er defineret som valutakurven bestående af:

$$1 \text{ SDR} = 0,5821 \text{ USD} + 0,3519 \text{ EUR} + 27,2 \text{ JPY} + 0,105 \text{ GBP}.$$

Værdien af 1 SDR var ultimo 1998 8,9778 kr.

Sekundært marked:

Markedet for handel med obligationer efter, at de ved udstedelsen sælges i det *primære marked*.

Serielån:

Lån, hvor gælden afdrages med lige store beløb ved hvert terminstidspunkt. Da restgælden falder gennem lånets løbetid, bliver rentebetalingerne og dermed den samlede ydelse mindre for hver termin.

STRIPS:

Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities. Introduceret af det amerikanske finansministerium i 1985. Giver adgang til at opsplitte – og rekonstruere – obligationer i rente- og afdragsbetalinger, og handle obligationens enkeltkomponenter som separate nul kuponinstrumenter. STRIPS anvendes især af større udstedere af statsobligationer som et instrument til at skabe mere likviditet.

Struktureret lån:

Et lån, der indeholder særlige vilkår, fx specielle indfrielsesvilkår eller indbyggede optioner, karakteriseres som et struktureret lån i modsætning til et såkaldt *plain vanilla*-lån.

Stående lån:

Lån, der i sin helhed tilbagebetales på udløbsdagen.

Swap:

Transaktion hvor to parter bytter betalingsstrømme. En swap er en selvstændig finansiel transaktion.

Ved en renteswap forstås en transaktion, hvorved to parter indgår en aftale om at udveksle betalinger i den samme valuta. Renteswaps er typisk mellem fast og variabel rente eller mellem ét variabelt renteindeks og et andet.

En valutaswap er et bytte af ydelser svarende til lån i forskellige valutaer. Den ene part kan fx udlåne et beløb til fast eller variabel rente i DEM, mens den anden udlåner et beløb i USD (normalt værdimæssigt svarende til DEM-beløbet på starttidspunktet) til fast eller variabel rente med samme løbetid. Den første part skal så forrente og tilbagebetale USD-hovedstolen og modtager til gengæld ydelser på DEM-hovedstolen. Der er normalt udveksling af hovedstole både ved arrangementets start og afslutning, men undertiden udelades det ved start (hvor de værdier, der skal udveksles, som nævnt sædvanligvis er lige store).

Værdien af en swap er som regel 0 ved indgåelse, men swappen kan efterfølgende antage positiv eller negativ værdi afhængig af markedsudviklingen.

Swap assignment:

Udtrykket anvendes, når en swap overtages af en anden modpart end den oprindelige. Formålet med transaktionen kan være at nedbringe den potentielle kreditrisiko på den oprindelige swapmodpart.

Swaprente:

Swaprenten angiver den faste rente, som kan opnås ved en swap fra variabel (normalt *Libor*) til fast rente.

Swap termination:

Når en swap afsluttes før egentligt udløb, siger man, at den termineres. Det kan ske efter konkret aftale mellem parterne, eller fordi der er indtruffet en begivenhed, der ifølge aftalen giver den ene part ret til at opsige swappen. Ved termination opgøres swappens markedsværdi, som betales af den part, der er "out of the money".

Syndikeret banklån:

Banklån ydet af et konsortium af banker.

Tapsalg:

Løbende emission i samme serie. I Danmark udstedes statspapirer og realkreditobligationer typisk ved tapsalg.

Terminskontrakt:

Aftale om levering og betaling af varer, værdipapirer eller valuta på en fremtidig dato til en på aftaletidspunktet fastsat pris. Se også *Futures*.

Terminskurs:

Angiver prisen for at få en valuta leveret på et aftalt fremtidigt tidspunkt. Udtrykkes som fradrag i eller tillæg til spotkursen (dagskursen), fx kronekursen på USD. Benævnes forward exchange rate på engelsk.

Valutareserve:

Se *International likviditet*.

Variabel rente:

En rente, der aftales at skulle variere som eller i takt med en anden rentesats, der noteres på markedet med bestemte kortere mellemrum end lånets løbetid, typisk hver 3. eller hver 6. måned. Den variable rente, som skal betales på en swap eller et lån (*floating rate note*), vil normalt blive fastsat på basis af de af fx "Telerate" eller "Reuters" noterede *Libor*-sats på et bestemt tidspunkt på dagen.

Varighed:

Varighed angiver den gennemsnitlige rentebindingstid på gælden. Jo længere varighed, jo længere tid vil der gå, før gælden tilpasser sig det aktuelle renteniveau. Lang varighed er et udtryk for lav risiko på gælden, da der i gennemsnit er mindre dele af statsgælden, der tilpasses det aktuelle renteniveau. Varighed udtrykker også, hvor meget en renteændring påvirker en porteføljes markedsværdi.

Vedhængende rente:

Vedhængende rente er den rente, der er påløbet et værdipapir siden sidste terminsdato. På det danske obligationsmarked handles der inkl. kupon indtil 30 dage før næste terminsdato. Når der handles inkl. kupon, betaler køberen af værdipapiret forholdsmæssig kupon til sælgeren for perioden fra sidste termin til købstidspunktet. Til gengæld får køberen hele den følgende kuponbetaling. Handles papiret mindre end 30 dage før næste terminsdato (ex-kupon perioden), betaler sælgeren rente til køberen for perioden indtil næste termin, men til gengæld beholder sælgeren kuponbetalingen på dette tidspunkt.

ISO-møntkoder:

Land	Møntsort	ISO-møntkode
Australien	Dollar	AUD
Belgien	Franc	BEF
Canada	Dollar	CAD
Danmark	Krone	DKK
England	Pund	GBP
Finland	Mark	FIM
Frankrig	Franc	FRF
Grækenland	Drachme	GRD
Holland	Gylden	NLG
Irland	Punt	IEP
Island	Krone	ISK
Italien	Lire	ITL
Japan	Yen	JPY
Luxembourg	Franc	LUF
New Zealand	Dollar	NZD
Norge	Krone	NOK
Portugal	Escudo	PTE
Schweiz	Franc	CHF
Spanien	Peseta	ESP
Sverige	Krone	SEK
Tyskland	Deutsche Mark	DEM
USA	Dollar	USD
Østrig	Schilling	ATS
Euro	Fælles valuta i ØMU	EUR
ECU	Europæisk regneenhed	XEU
SDR	Speciel trækingsrettighed	XDR

Danmarks Nationalbank

Havnegade 5, 1093 København K

Telefon 33 63 63 63. Fax 33 63 71 15