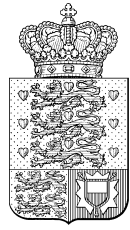




Danmarks Nationalbank

Statens låntagning og gæld





Danmarks
Nationalbank

Statens låntagning
og gæld

1999

STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD 1999

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

Henvendelser vedrørende Statens låntagning
og gæld kan rettes til Danmarks Nationalbank,
Kapitalmarkedsafdelingen, på e-mail:
kma@nationalbanken.dk

Redaktionel note:

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

Redaktionen er afsluttet den 3. februar 2000.

Indhold

Forord	7
Hovedpunkter fra statsgældspolitikken i 1999 og strategien for de kommende år	9
Yderligere information om statens låntagning og gæld	13

HOVEDPRINCIPPER

1. HOVEDPRINCIPPER FOR STATENS LÅNTAGNING	
1.1 Sammenfatning	17
1.2 Statsgældsforvaltningen	17
1.3 Normen for indenlandsk og udenlandsk låntagning	19
1.4 Strategi for den statslige lånoptagelse	22
1.5 Markedsindretning og lånoptagelse i praksis	23
1.6 Styling af risiko på statsgælden	25

BERETNINGSKAPITLER

2. INDENLANDSK LÅNTAGNING	
2.1 Sammenfatning	33
2.2 Statspapirsalg og finansieringsbehov	33
2.3 Renteudvikling	35
2.4 Lånevifte og udstedelsesstrategi	37
2.5 Opkøb	41
2.6 Indenlandske renteswaps	42
2.7 Værdipapirudlånsordning	42
3. UDENLANDSK LÅNTAGNING	
3.1 Sammenfatning	45
3.2 Retningslinjer for statens udenlandske låntagning	45
3.3 Låntagning i 1999	45
3.4 Valutafordelingen af statens udenlandske gæld	48
3.5 Rating	49
3.6 Låntagning i 2000	50

4. DEN SOCIALE PENSIONS FOND	
4.1 Sammenfatning	51
4.2 Baggrund	51
4.3 Forvaltningen af DSP og placeringspolitikken	52
4.4 Fondens løbende betalinger og beholdning	52
5. STATSGÆLDEN	
5.1 Sammenfatning	55
5.2 Statsgæld	55
5.3 Ejerfordeling for statspapirer	55
5.4 Renteudgifter	58
5.5 Den offentlige sektors bruttogæld – ØMU-gæld	59
6. RISIKOSTYRING	
6.1 Sammenfatning	61
6.2 Rente- og refinansieringsrisiko	62
6.3 Valutakursrisiko	66
6.4 Kreditrisiko	68
7. STATSGARANTEREDE ENHEDER	
7.1 Sammenfatning	73
7.2 Baggrund	73
7.3 Aftalegrundlag for de statsgaranterede enheders låntagning mv.	75
7.4 Risici for staten i relation til garantigivning	76
7.5 De statsgaranterede enheders gæld	77
SPECIALKAPITLER	
8. STYRING AF STATSGÆLDENS VARIGHED	
8.1 Sammenfatning	81
8.2 Styningen af renterisikoen på statsgælden	81
8.3 Styningen af statsgældens varighed	83
8.4 Udviklingen i statsgældens varighed	85
8.5 Afslutning	86
9. COST-AT-RISK FOR DEN INDENLANDSKE GÆLD	
9.1 Sammenfatning	89
9.2 Baggrund	89
9.3 Metode	91
9.4 CaR for udvalgte lånestrategier	95
9.5 Stress-test	98
9.6 Budgetfølsomhed	99
9.7 Anvendelsen af CaR	101

BILAG

Meddelelser om statens låntagning og gæld

Ændring af markedskonventionerne på det danske obligationsmarked, 18. marts 1999	106
Statens indenlandske låntagning i 1999, 22. juni 1999	109
Statens indenlandske låntagning i 2000, 16. december 1999	113
Konsekvenser for det danske obligationsmarked i forbindelse med Danmarks eventuelle indførelse af euroen. Tekniske overvejelser. 31. januar 2000	115

Bilagstabeller

1. Statsgælden, ultimo 1989-99	118
2. Statens indenlandske lånoptagelse i 1999	120
3. Statens udenlandske lånoptagelse i 1999	122
4. Indenlandske renteswaps, udenlandske porteføljeswaps, terminsforretninger og terminerede udenlandske swaps.....	124
5. Indenlandske statslån pr. 31. december 1999	126
6. Udenlandske statslån pr. 31. december 1999	128
7. Renter og afdrag på statens indenlandske gæld, ultimo 1999 ...	138
8. Renter og afdrag på statens udenlandske gæld, ultimo 1999	139
9. Rating af den danske statsgæld	140
10. Rating af udvalgte landes statsgæld	141

Ordliste over finansielle begreber	143
--	-----

Forord

Nationalbanken udarbejder publikationen Statens låntagning og gæld som led i forvaltningen af statsgældsområdet. Publikationen beskriver udviklingen i det forløbne år, og der redegøres for forhold af betydning for gældsplejen.

Med publikationen sigtes der mod at give alle med interesse for området mulighed for at få en dybere indsigt i den danske statsgældspolitik. I afsnittet *Hovedpunkter fra statsgældspolitikken i 1999 og strategien for de kommende år* er der fremhævet nogle udvalgte temaer fra dette års publikation.

Formålet med kapitel 1 er at give en samlet fremstilling af de *hovedprincipper*, der ligger bag statsgældspolitikken. Kapitlet indeholder ikke beretningsstof fra det forløbne år.

Kapitel 2-7 udgør *beretningsdelen*. Her beskrives de overvejelser og hensyn, der ligger bag det forløbne års låntagning og gældspleje. Den indenlandske låntagning beskrives i kapitel 2 og den udenlandske låntagning i kapitel 3. Kapitel 4 beskriver forvaltningen af aktiverne i Den Sociale Pensionsfond, mens kapitel 5 redegør for udviklingen i statsgælden. I kapitel 6 berettes om håndteringen af statsgældens rente-, valuta- og kreditrisici i 1999, mens kapitel 7 omhandler de statsgaranterede enheder og de retningslinjer, som deres låntagning er underlagt.

Specialdelen omfatter kapitel 8 og 9. Kapitel 8 giver en oversigt over styringen af statsgældens varighed. Kapitel 9 omhandler risikomålet Cost-at-Risk, som Nationalbanken har udviklet til støtte for afvejningen af omkostninger og renterisiko ved statsgælden.

I *bilagsdelen* er optrykt det seneste års meddelelser af betydning for statens låntagning og gæld. Hertil kommer et omfattende tabelafsnit med detaljerede opgørelser over statens låntagning og gæld. Endelig er der udarbejdet en ordliste med forklaring af de vigtigste finansielle begreber, som anvendes på statsgældsområdet.

Hovedpunkter fra statsgældspolitikken i 1999 og strategien for de kommende år

STATSGÆLDEN FALDT I 1999

Statsgælden var på 560 mia.kr. ved udgangen af 1999. Dette er 10 mia.kr. mindre end året før. Statsgælden omfatter den indenlandske og udenlandske gæld fratrukket aktiverne i Den Sociale Pensionsfond og indeståendet på statens konto i Nationalbanken.

Renteudgifterne på statsgælden udgjorde 38 mia.kr. i 1999. Dette er omkring 1 mia.kr. lavere end i 1998.

Den samlede offentlige sektors gæld opgjort i henhold til EU-traktaten var ved udgangen af 1999 på 640 mia.kr. Dette svarer til 55 pct. af BNP. Tærskelværdien i EU-traktaten er 60 pct. af BNP. Den samlede offentlige sektor omfatter ud over staten også kommuner, amter samt sociale kasser og fonde.

STATEN LÅNER, SELVOM DER ER OVERSKUD PÅ STATSUDGIFTERNE

Selvom der er overskud på statsbudgettet, har staten et lånebehov. Dette skyldes, at tidligere optagne lån skal refinansieres ved udløb.

I 1999 blev der solgt indenlandske statspapirer for 69 mia.kr. Statspapisalget blev i lighed med tidligere år tilrettelagt med henblik på at have en attraktiv lånevifte med vægt på likvide fast forrentede papirer i det 2-, 5- og 10-årige segment.

Internationalt lægger de statslige låntagere i stigende grad vægt på at udstede i få standardiserede obligationsserier. Dette stemmer godt overens med den strategi, der i en årrække har været ført i Danmark. De danske statspapirer er efterspurgt blandt de internationale investorer. Udlændinge ejer således godt 1/3 af den cirkulerende mængde indenlandske statspapirer.

Staten optog i 1999 nye lån i udlandet for 21 mia.kr. Lånene er hovedsagelig optaget i dollar og pund og er swappet til euro.

DANMARKS INTERNATIONALE KREDITVÆRDIGHED BLEV FORBEDRET I 1999

I august 1999 fik danske statslån i fremmed valuta den absolut bedste vurdering (Aaa) af det internationale kreditvurderingsbureau Moody's.

Hermed gav Moody's den danske stat samme høje kreditvurdering for den udenlandske statsgæld, som man siden 1986 har tildelt den indenlandske statsgæld.

ERFARINGERNE MED INDENLANDSKE RENTESWAPS HAR VÆRET POSITIVE

En renteswap er en aftale mellem to parter om at udveksle rentebetalinger. Normalt udveksles faste rentebetalinger mod variable rentebetalinger.

I 1998 blev renteswaps i danske kroner taget i brug som et nyt instrument til styring af den indenlandske statsgæld. I 1999 blev indkøringsperioden afsluttet, og erfaringerne har været positive. Ved at indgå renteswaps har staten mulighed for fortsat at udstede i likvide obligationsserier og uafhængigt heraf styre varigheden på statsgælden. Hermed bidrager anvendelsen af renteswaps til mere fleksibilitet i statsgældspolitikken.

Indenlandske renteswaps vil fremover indgå som en del af det normale instrumentarium i statsgældspolitikken. Da staten ikke ønsker at påvirke kroneswapmarkedet, vil der fortsat være tale om begrænsede beløb.

ARBEJDET MED RISIKOSTYRING STYRKET

Gennem sin låntagning og gæld påtager staten sig en række risici, primært rente-, valuta- og kreditrisici. Styringen heraf indgår som en del af den løbende gældspleje.

Varighed indgår som led i styringen af statsgældens renterisiko. De senere år er der taget udgangspunkt i en helhedsbetragtning af statsgælden, når varighedsmålsætningerne for de enkelte dele af gælden er fastsat. Fra og med 2000 er varighedsstyringen af statsgælden formaliseret gennem en varighedsmålsætning for statsgælden som helhed.

I styringen af statsgældens renterisiko indgår ud over varighed Cost-at-Risk (CaR), som angiver de maksimale omkostninger på gælden med 95 pct. sandsynlighed. CaR anvendes i forbindelse med afvejning af låneomkostninger i forhold til renterisiko ved den indenlandske gæld, der udgør størstedelen af statsgælden. CaR blev udviklet af Nationalbanken i 1997 og anvendes nu som en del af beslutningsgrundlaget ved fastsættelse af lånestrategier og varighedsmålsætningen for statsgælden.

På baggrund af den faldende gæld og en vurdering af sammenhængen mellem låneomkostninger og renterisiko blev det besluttet af foretage en reduktion af statsgældens varighed i 1999. Ved udgangen af

året var varigheden således 3,8 år mod 4,4 år ved årets begyndelse. Der sigtes mod en yderligere reduktion af varigheden til et niveau omkring 3,5 år ved udgangen af 2000. For den indenlandske gælds vedkommende er varighedsbåndet for 2000 på 3,75 år +/- 0,5 år. Dette er en nedjustering af varighedsbåndets midtpunkt med 0,25 år i forhold til 1999.

Når staten indgår swaps, er der en risiko for, at modparten ikke kan overholde sine forpligtelser. Staten risikerer dermed at lide et tab. I 1999 begyndte staten at indgå aftaler om sikkerhedsstillelse med modparterne for at reducere denne kreditrisiko. Det forventes, at staten har indgået aftaler om sikkerhedsstillelse med minimum 20 modparter inden udgangen af 2000. Staten har siden medio 1999 alene indgået nye swaps med modparter, som enten har underskrevet eller forventes snarligt at kunne underskrive en sikkerhedsaftale.

STATSGÆLDSPOLITIKKEN I 2000

Statens indenlandske bruttofinansieringsbehov for 2000 er i Budgetoversigten fra december 1999 skønnet til 57,2 mia.kr. Finansieringsbehovet vil som i tidligere år blive dækket ved at udstede indenlandske statspapirer med vægt på det 2-, 5- og 10-årige segment.

Der sigtes efter et udestående på mindst 60 mia.kr. i de 10-årige papirer, svarende til niveauet i de mindre, europæiske lande. I foråret 2000 vil der blive åbnet et nyt papir i det 10-årige segment. Samtidig bliver salget i 6 pct. stående lån 2009 indstillet. I 2. halvår 2000 ventes 4 pct. statsgældsbevis 2002 afløst af et nyt statsgældsbevis.

Som en del af det normale instrumentarium i statsgældspolitikken er der mulighed for at købe op i et bredt udsnit af statspapirer uden for låneviften. Formålet er at underbygge målsætningen om en lånevifte med likvide markedskonforme udstedelser. Opkøb bidrager desuden til at udjævne afdragene inden for året og mellem finansieringsårene. Opkøb bliver kun foretaget, såfremt det er fordelagtigt ud fra en samlet statsgældspolitisk vurdering.

Der sigtes mod at reducere normen for udenlandsk lånoptagelse i 2000, så der for året som helhed optages lån i fremmed valuta for knap 15 mia.kr.

REDENOMINERINGSRAPPORT

Den 1. december 1999 offentliggjorde Økonomiministeriet en "Redegørelse for overgang til euroen i tilfælde af dansk deltagelse".

På baggrund af arbejdet med redegørelsen nedsatte Nationalbanken en arbejdsgruppe, der nærmere skulle belyse tekniske konsekvenser for

det danske obligationsmarked i forbindelse med Danmarks eventuelle indførelse af euroen. Arbejdsgruppen bestod af repræsentanter fra Børsmæglerforeningen, Finansministeriet, Finansrådet, Finanstilsynet, Københavns Fondsbørs, Nationalbanken, Realkreditrådet, Værdipapircentralen og Økonomiministeriet.

Det er navnlig spørgsmålet om redenominering af obligationer, som har været genstand for arbejdsgruppens overvejelser. Ved redenominering af et værdipapir ændres valutaangivelsen fra kroner til euro. Obligationernes økonomiske værdi og øvrige vilkår påvirkes ikke, men redenominering kræver en række ændringer i handels- og registreringssystemer.

Arbejdsgruppen anbefaler i sin rapport, at statspapirer og realkreditobligationer redenomineres ved Danmarks eventuelle indtræden i euro-samarbejdet. Redenominering skal sikre, at der hurtigt opbygges et stort likvidt marked for danske europapirer. Det anbefales, at en eventuel redenominering sker efter den såkaldte "bottom-up"-metode, hvor omregningen fra kroner til euro sker på baggrund af den enkelte obligationsejers beholdning af en given obligation. Metoden har været benyttet af de fleste af de nuværende eurolande.

Rapporten kan fås ved henvendelse til Nationalbanken på tlf. 3363 7000 eller via e-mail: info@nationalbanken.dk. Rapporten kan ligeledes ses på Nationalbankens hjemmeside (www.nationalbanken.dk). Rapportens indhold er desuden beskrevet i en meddelelse af 31. januar 2000. Meddelelsen er optrykt som bilag til denne publikation.

Yderligere information om statens låntagning og gæld

Nationalbanken udsender løbende informationsmateriale om statens låntagning og gæld.

Dagligt udsendes via DN-Nyheder oplysninger om salg (billednummer 51) og opkøb (billednummer 58) af indenlandske statspapirer den foregående handelsdag. Siderne gengives bl.a. af Reuters (siderne DKNA-51 og DKNA-58).

Den 1. bankdag i hver måned sendes en meddelelse til Københavns Fondsbørs A/S og andre interesserede om den foregående måneds salg og opkøb af indenlandske statspapirer.

Den 2. bankdag i hver måned udsender Nationalbanken en pressemeddelelse, som bl.a. indeholder oplysninger om statens faktiske finansieringsbehov mv. i den forløbne måned. Oplysningerne om det indenlandske bruttofinansieringsbehov udsendes desuden via DN-Nyheder (billednummer 54) og gengives bl.a. af Reuters (side DKNA-54).

Ved de månedlige skatkammerbevisauktioner udsendes meddelelser til Københavns Fondsbørs A/S og via DN-Nyheder (billednummer 53) om forløbet af auktionen, herunder skæringsrenter og salg i de enkelte skatkammerbevisserier. Oplysningerne gengives bl.a. af Reuters (side DKNA-53).

I Finansministeriets budgetoversigter – der normalt udsendes i maj, august og december – skønnes over statens finansieringsbehov. Efter hver budgetoversigt udsender Nationalbanken en månedsfordeling til interesserede af de skønnede netto- og bruttofinansieringsbehov. Der udarbejdes ligeledes en dagsfordeling af likviditetspåvirkningen af statens betalinger, som udsendes til interesserede den næstsidste bankdag i hver måned.

Hvert halve år – normalt i juni og december – sendes en meddelelse til Københavns Fondsbørs A/S om statens lånevifte for hhv. juli og januar. Meddelelsen indeholder desuden mere generel information om planerne for statens indenlandske låntagning.

Forud for åbningen af nye statspapirer sendes en meddelelse til Københavns Fondsbørs A/S, som indeholder oplysninger om kupon, løbetid og åbningsdag for det nye lån. Informationen kan evt. være indeholdt i låneviftemeddelelsen. På selve åbningsdagen sendes en meddelelse til Københavns Fondsbørs A/S om den initialt udbudte åbningsmængde og

det maksimale salg på åbningsdagen. Sidstnævnte meddelelse bliver desuden udsendt via DN-Nyheder (billednummer 55) og gengives bl.a. af Reuters (DKNA-55).

En gang årligt, normalt i februar, udsender Nationalbanken publikationen Statens låntagning og gæld. Publikationen beskriver forvaltningen af statsgældsområdet i det forløbne år, og der redegøres for forhold af betydning for gældsplejen.

De fleste af ovennævnte informationer kan også ses på Nationalbankens hjemmeside (www.nationalbanken.dk), der desuden indeholder yderligere information om statgældsområdet.

Henvendelser vedrørende Statens låntagning og gæld kan rettes til Danmarks Nationalbank, Kapitalmarkedsafdelingen, på e-mail: kma@nationalbanken.dk.

Hovedprincipper

KAPITEL 1

Hovedprincipper for statens låntagning

SAMMENFATNING**1.1**

Det overordnede mål for statsgældspolitikken er at opnå så lave langsigtede låneomkostninger som muligt. Målsætningen skal tilgodeses under en række hensyn, bl.a. til de risici der er forbundet med gælden.

Den overordnede strategi for statens låntagning fastlægges ved kvartalsvise møder mellem Finansministeriet, Økonomiministeriet og Nationalbanken. Strategien fastlægges på basis af oplæg fra Nationalbanken, der varetager forvaltningen af gældsporteføljen.

Fordelingen mellem indenlandsk låntagning i kroner og udenlandsk låntagning i valuta bestemmes af normen for statens låntagning. I henhold til normen dækkes statens løbende underskud og afdrag på den indenlandske gæld gennem indenlandsk lånoptagelse i kroner. Udenlandsk lånoptagelse gennemføres, hvis der er behov for at styrke valutareserven og for at refinansiere afdrag på statens udenlandske gæld.

Indenlandsk låntagning sker primært ved løbende salg af statsobligationer og statsgældsbeviser på det elektroniske handelssystem på Københavns Fondsbørs. Derudover udstedes skatkammerbeviser ved månedlige auktioner i et elektronisk auktionssystem i Nationalbanken. Som supplement anvendes renteswaps i danske kroner og opkøb i den indenlandske statsgældspolitik.

Låneomkostningerne søges minimeret gennem opnåelse af likviditetspræmier på de indenlandske statspapirer. Der opbygges store likvide serier i det 2-, 5- og især 10-årige segment.

Den udenlandske låntagning foregår overvejende ved at optage små fordelagtige lån.

Staten påtager sig gennem gældsforvaltningen en række risici, primært rente-, valutakurs- og kreditrisiko. Styringen af disse risici er en del af den løbende gældspleje.

STATSGÆLDSFORVALTNINGEN**1.2**

Det overordnede mål for statsgældspolitikken er at opnå så lave langsigtede låneomkostninger som muligt. Målsætningen skal tilgodeses under en række hensyn, bl.a. til de risici der er forbundet med gælden, jf. boks

MÅLSÆTNINGER FOR STATSGÆLDSPOLITIKKEN

Boks 1.1

Målsætningen for statsgældspolitikken findes i bemærkningerne til forslag til lov om bemyndigelse til optagelse af statslån og i den fastlagte aftale om arbejdsdelingen på statsgældsområdet mellem Danmarks Nationalbank og Finansministeriet. Lånebemyndigelsesloven blev vedtaget af Folketinget i december 1993 (lov nr. 1079 af 22. december 1993).

Det overordnede mål for statsgældspolitikken er at opnå så lave langsigtede låneomkostninger som muligt. Målsætningen suppleres af andre hensyn:

- Risikoen skal holdes på et acceptabelt niveau
- Den overordnede interesse i at opbygge et velfungerende og effektivt kapitalmarked i Danmark
- At lette statens adgang til kapitalmarkederne på længere sigt.

De risikoelementer, der er forbundet med gælden, er:

- Renterisiko
- Valutakursrisiko
- Kreditrisiko
- Andre risici fx operationel risiko.

1.1. Der er tendens til øget fokus på styring af disse risici i en række landes statsgældsforvaltninger, herunder i Danmark.

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 1999 var den samlede indenlandske og udenlandske gæld 739 mia.kr. nominelt, jf. figur 1.2.1.

Siden 1991 har der været en arbejdsdeling mellem Finansministeriet og Nationalbanken, hvorefter Nationalbanken varetager forvaltningen af statsgælden.

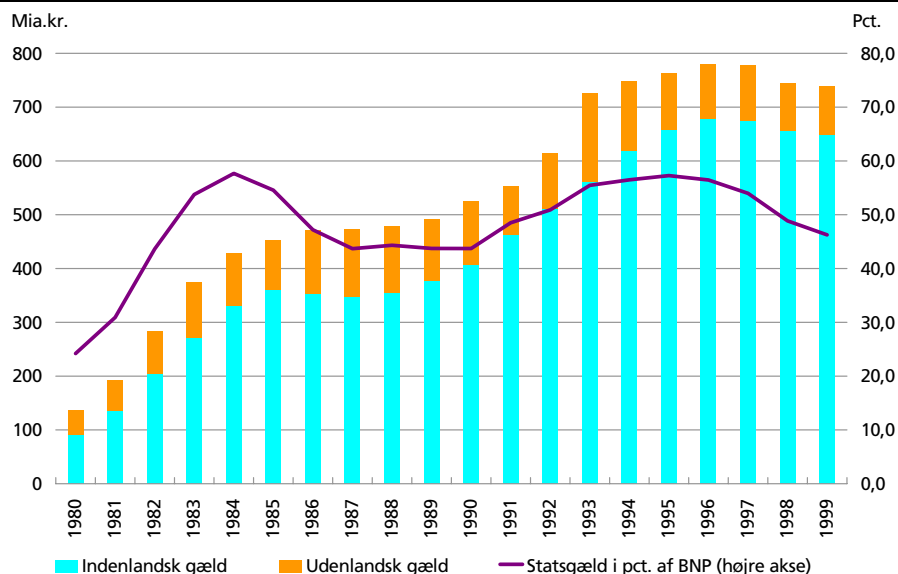
Den overordnede strategi for statens låntagning fastlægges ved kvartalsvise møder mellem Finansministeriet, Økonomiministeriet og Nationalbanken. Strategien fastlægges på basis af oplæg fra Nationalbanken. Nationalbanken varetager forvaltningen af gældsporteføljen i overensstemmelse med den af Finansministeriet godkendte strategi.

Administrationen af statsgælden foregår i et samarbejde mellem tre af Nationalbankens afdelinger: Kapitalmarkedsafdelingen, Handelsafdelingen og Regnskabsafdelingen.

Kapitalmarkedsafdelingen udstikker rammerne for lånoptagelsen og udarbejder analyser og forslag til lånestrategier. Handelsafdelingen udfører strategien i praksis ved at sælge indenlandske statspapirer, optage udenlandske lån, foretage opkøb og indgå swaps. Regnskabsaf-

STATSGÆLDEN 1980-99

Figur 1.2.1



Anm.: Statsgælden opgøres som statens indenlandske og udenlandske gæld fratrukket aktiverne i Den Sociale Pensionsfond og indeståendet på statens konto i Nationalbanken.

delingen sikrer afvikling og bogføring af transaktionerne. Nationalbankens revision assisterer Rigsrevisionen i revision af statsgældsforvaltningen, herunder Den Sociale Pensionsfond.

NORMEN FOR INDENLANDSK OG UDENLANDSK LÅNTAGNING

1.3

Fordelingen mellem statens indenlandske og udenlandske låntagning styres af normen for den statslige låntagning. Der er fastsat både en indenlandsk og en udenlandsk norm, som sammen sikrer adskillelsen af finanspolitik og pengepolitik.

Overordnet fastlægger den indenlandske norm, at den indenlandske låntagning i kroner skal dække statens indenlandske bruttofinansieringsbehov, dvs. statens løbende underskud og afdrag på den indenlandske gæld. Den udenlandske norm er begrundet i hensynet til en passende valutareserve. Den udenlandske norm fastlægger, at der skal optages udenlandske lån for at refinansiere afdrag på udlandsgælden. Normen og det indenlandske bruttofinansieringsbehov er nærmere beskrevet i hhv. boks 1.2 og boks 1.3.

Statens konto i Nationalbanken må i henhold til EU-traktatens forbud mod monetær finansiering ikke være i overtræk. Statens låntagning tilrettelægges derfor, så der altid er et passende indestående på statens

NORMEN FOR STATENS LÅNTAGNING

Boks 1.2

I en lang årrække er omfanget af statens låntagning fastlagt ved en norm. Normen er fastlagt i en aftale mellem regeringen og Nationalbanken. 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 svarer til statens samlede finansieringsbehov (bruttokasseunderskud) fratrukket afdrag på den udenlandske statsgæld, jf. boks 1.3.

Den indenlandske norm sikrer, at statens indenlandske betalinger stort set ikke påvirker den indenlandske likviditet (de pengepolitiske modparters 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 side.

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. Det 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 tages der ved tilrettelæggelsen af det indenlandske statspapirsalg hensyn til situationen på lånemarkederne og til indeståendet på statens konto i Nationalbanken. Statens konto i Nationalbanken må ikke være i overtræk, jf. EU-traktatens artikel 101, der forbyder monetær finansiering.

Normen for den udenlandske låntagning fastsætter, at statens afdrag på statsgælden i fremmed valuta (den udenlandske statsgæld), herunder afdrag og førtidsindfrielse, normalt refinansieres ved udenlandsk låntagning.

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 valutakøbene er så store, at valutareserven vokser mere end nødvendigt. Normen for den udenlandske låntagning kan 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.

konto, som kan opfange de store daglige udsving i indeståendet, jf. figur 1.3.1. Som følge af de ganske betydelige daglige variationer i statens betalinger kan udsving ikke undgås.

DET INDENLANDSKE BRUTTOFINANSIERINGSBEHOV

Boks 1.3

Det indenlandske bruttofinansieringsbehov opgøres som:

- Indbetalinger til staten
- + Udbetalinger fra staten
- = (+) *Nettofinansieringsbehov* / (–) *Nettoplaceringsbehov*
- + Afdrag på den indenlandske gæld
- + Afdrag på den udenlandske gæld
- + Den Sociale Pensionsfonds nettoobligationskøb til kursværdi
- = *Bruttofinansieringsbehov (eller bruttokasseunderskud)*
- Afdrag på den udenlandske gæld
- = *Indenlandsk bruttofinansieringsbehov*

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

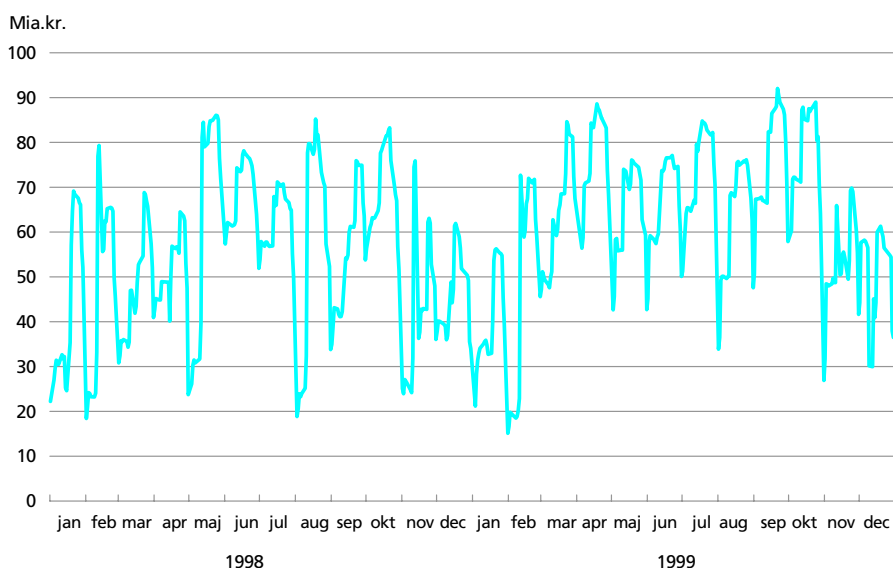
Indfrielse og opkøb af skatkammerbeviser indgår ikke i opgørelsen af bruttofinansieringsbehovet. Salget af skatkammerbeviser opgøres netto, dvs. bruttosalget fratrækkes indfrielse og opkøb. Det indenlandske bruttofinansieringsbehov dækkes ved salg af statsobligationer og statsgældsbeviser samt nettosalg 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 udviklingen i statens indestående i Nationalbanken.

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

INDESTÅENDE PÅ STATENS KONTO I NATIONALBANKEN, 1998-99

Figur 1.3.1



Strategien for den indenlandske og den udenlandske lånoptagelse er meget forskellig. Det skyldes, at formålet med at optage lån i kroner hhv. valuta er forskelligt. Desuden er rammerne for statens låntagning på de to markeder meget forskellige. På det indenlandske marked er staten en dominerende udsteder. På de udenlandske markeder er den danske stat en lille låntager, der kan agere uden at påvirke markedsvilkårene.

Strategien for *den indenlandske lånoptagelse* er centreret om opbygning af store likvide obligationsserier i det 2-, 5- og især 10-årige segment. Da investorer typisk vil være villige til at betale en merpris for likvide obligationer, der kan omsættes uden væsentlige kurspåvirkninger, kan staten reducere sine låneomkostninger ved at opnå en likviditetspræmie.

Det 2-, 5- og 10-årige segment er de internationalt set vigtigste løbetidssegmenter. Dette er med til at gøre statspapirudstedelserne attraktive for udenlandske investorer. Da udenlandske investorer handler obligationer mere aktivt, vil en større udenlandsk ejerandel betyde større omsætning og dermed højere likviditet. En høj udenlandsk ejerandel vil bidrage til at reducere statens låneomkostninger.

Kreditvurderingen eller ratingen af staten har også betydning for låneomkostningerne. Den indenlandske gæld er af Moody's og Standard & Poor's tildelt den højeste rating, hhv. Aaa og AAA.

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. "Kingdom of Denmark" er en meget kreditværdig låntager. Moody's har i 1999 opgraderet den danske stats udenlandske gæld til den højeste rating, Aaa. Standard & Poor's giver den danske stats udenlandske gæld den næsthøjeste rating, AA+ med kommentaren "positive outlook".

Med et begrænset udenlandsk lånebehov kan staten afvente attraktive lånemuligheder i markedet, før der optages lån. Statens udenlandske lån er – opgjort efter swaps – overvejende i euro. Opstår der en attraktiv lånemulighed i en anden valuta end euro, kan staten ved at knytte en swap til transaktionen ende med 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 lægges vægt på, at der i statens udenlandske låntagning benyttes simple lånestrukturer for at reducere risikoen ved låntagningen.

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 Paper (CP). CP-programmerne kan om nødvendigt også anvendes som mellemfinansiering, hvis der i forbindelse med forfald af et 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.

MARKEDSINDRETNING OG LÅNOPTAGELSE I PRAKSIS

1.5

Statsobligationer og statsgældsbeviser udstedes ved løbende salg (tap-salg) på det elektroniske handelssystem ELECTRA på Københavns Fondsbørs. Skatkammerbeviser udstedes ved månedlige auktioner i et elektronisk auktionssystem i Nationalbanken. Alle indenlandske statspapirer er noteret på Københavns Fondsbørs.

I en række lande benyttes primary dealere, som har eneret på at købe nyudstedte statspapirer. Der benyttes ikke primary dealere i Danmark. Alle handelsberettigede på Københavns Fondsbørs kan købe statsobligationer og statsgældsbeviser direkte fra Nationalbanken gennem Fondsbørsens systemer. Ved skatkammerbevisauktionerne kan handelsberettigede på Fondsbørsen eller Nationalbankens pengepolitiske modparter deltage.

Salget af statsobligationer og statsgældsbeviser samt skatkammerbeviser er nærmere beskrevet i hhv. boks 1.4 og 1.5.

Der eksisterer to marked maker-ordninger for statspapirer i regi af hhv. Københavns Fondsbørs og Børsmæglerforeningen. I ordningerne forpligter deltagerne sig til gensidigt at stille både købs- og salgpris for en bestemt mængde af de omfattede obligationer til enhver tid. I Fondsbørsens ordning stilles kun priser i den 10-årige benchmark (p.t. 6 pct. stående lån 2009), mens Børsmæglerforeningens ordning omfatter andre likvide statspapirer.

Der kan hentes mere information om Københavns Fondsbørs på hjemmesiden www.xcse.dk.

Statsobligationer, statsgældsbeviser og skatkammerbeviser er registreret i elektronisk form i Værdipapircentralen (VP). Det er desuden muligt at opbevare danske statspapirer i Euroclear og Clearstream (tidligere CEDEL). Euroclear er tilsluttet VP med et direkte link, således at værdipapirer nemt kan flyttes mellem VP og Euroclear.

Ved handel med statspapirer foregår afviklingen normalt i VP, men afviklingen kan også ske i Euroclear og Clearstream. Linket mellem VP og Euroclear muliggør automatisk afvikling af handler mellem VP-kunder og Euroclear-kunder eller disses depotkunder. Linket indebærer, at kun-

SÅDAN SÆLGES STATSOBLIGATIONER OG STATSGÆLDSBEVISER

Boks 1.4

Salget af statsobligationer og statsgældsbeviser foretages af Nationalbanken på statens vegne via Københavns Fondsbørs. Alle handelsberettigede på Københavns Fondsbørs kan købe statspapirer direkte fra Nationalbanken gennem Fondsbørsens system.

Statsobligationer og statsgældsbeviser udstedes ved løbende salg i markedet, såkaldt tapsalg. Tapsalg 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.

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.

Privatpersoner mfl. har mulighed for at købe statsobligationer og statsgældsbeviser pr. postordre. Ordningen varetages af Finansstyrelsen. Nærmere information herom kan findes på Finansstyrelsens hjemmeside www.finansstyrelsen.dk.

der kan afvikle værdipapirhandler med en modpart i det andet system uden tab af valørdage. Mere information kan hentes på hjemmesiden www.vp.dk.

SKATKAMMERBEVISAUKTIONER

Boks 1.5

Skatkammerbeviser udstedes ved månedlige auktioner i et elektronisk auktionssystem i Nationalbanken. Bevisernes korte løbetid giver en kort opbygningsperiode, hvorfor auktionsformen betragtes som den mest hensigtsmæssige salgsform.

Alle handelsberettigede på Københavns Fondsbørs eller Nationalbankens pengepolitiske modparter kan byde ved auktionerne. Der bydes på renten. 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.

Der kan observeres en stigende integration af markedspladser for handel med obligationer i Europa.

Københavns Fondsbørs og Stockholms Fondbörs indgik i 1998 en samarbejdsaftale med det formål at etablere et fælles nordisk værdipapirmarked – NOREX – omfattende alle typer værdipapirer. I juni 1999 overførte Københavns Fondsbørs al handel med aktier fra det danske børs-handelssystem ELECTRA til det nu fælles handelssystem SAXESS. Det er hensigten, at også al obligationshandel skal overføres til det fælles handelssystem i efteråret 2000.

Der arbejdes på at få flere nordiske og baltiske børser med i samarbejdet. Oslo Børs har allerede meddelt, at den har til hensigt at deltage i samarbejdet. Der er indledt forhandlinger med børserne i de tre baltiske lande.

På europæisk plan blev der i april 1999 lanceret et elektronisk handelssystem – EuroMTS – for de mest likvide europæiske eurostatsobligationer med et udestående over 5 mia.euro. Siden da har en række europæiske lande etableret nationale MTS-systemer.

STYRING AF RISIKO PÅ STATSGÆLDEN

1.6

Statens låneomkostninger afhænger af rente- og valutakursudviklingen. Risikoen for, at udviklingen i renter eller valutakurser indebærer en stigning i låneomkostningerne, kaldes hhv. rente- og valutakursrisiko. Begrebet renterisiko dækker også refinansieringsrisiko, som er risikoen for, at eksisterende gæld skal refinansieres på et tidspunkt med ugunstige markedsforhold.

Ud over rente- og valutakursrisiko påtager staten sig kreditrisiko i forbindelse med indgåelse af swaps. En swap er en aftale mellem to parter om at bytte betalinger over en nærmere fastlagt periode. Der er derfor risiko for, at modparten ikke kan honorere sine forpligtelser.

Endelig er staten eksponeret over for andre risici. Det er fx risikoen for fejl ved egen eller modparters administration af gælden. Risikostyringen behandles nærmere i kapitel 6.

Renterisiko

Omkostninger på statsgælden afhænger af den fremtidige renteudvikling, da afdrag på gælden skal finansieres gennem låntagning på fremtidige tidspunkter, hvor markedsrenterne ikke er kendte. Renterisiko dækker over den risiko, der er forbundet med usikkerhed om fremtidige renter. Typisk vil gæld med en kort løbetid medføre en højere renterisiko end en længerelevende gæld.

Renterisikoen styres og opgøres ved hjælp af tre forskellige mål: Varigheden, afdragsprofilens form og Cost-at-Risk (CaR). Målene anvendes

som supplement til hinanden, når rammerne for statens renterisiko fastlægges.

Varigheden er det centrale mål i styringen af statsgælden og dennes delkomponenter. Varigheden er et udtryk for længden af den periode, hvor aktivernes eller passivernes forrentningsniveau i gennemsnit er fastlåst. Med andre ord er varigheden et mål for, hvor hurtigt renteændringer slår igennem på de faktiske låneomkostninger på gælden. Længere varighed giver dermed en lavere risiko, da der i gennemsnit er mindre dele af statsgælden, som bliver tilpasset det aktuelle renteniveau. Da rentestrukturen normalt er stigende, giver længere varighed typisk også højere renteomkostninger. Ved fastlæggelse af målsætningen for varigheden, jf. nedenfor, foretages der derfor en afvejning mellem niveauet for omkostningerne og risikoen for omkostningsstigninger.

Der fastlægges en målsætning for varigheden i form af et varighedsbånd, inden for hvilket varigheden holdes. Målsætningerne for varigheden på statsgældens delkomponenter fastlægges med udgangspunkt i målsætningen for varigheden på den samlede statsgæld. Styringen af varigheden på statsgælden er nærmere beskrevet i kapitel 8.

Afdragsprofilen anvendes i styringen af den indenlandske og den udenlandske gæld. Ved at sikre en jævn afdragsprofil, hvor en fast del af gælden afdrages hvert år, kan risikoen for at skulle refinansiere gælden under ugunstige markedsforhold mindskes. Der anvendes forskellige strategier for styringen af afdragsprofilen på den indenlandske og den udenlandske gæld, jf. figur 1.6.1.

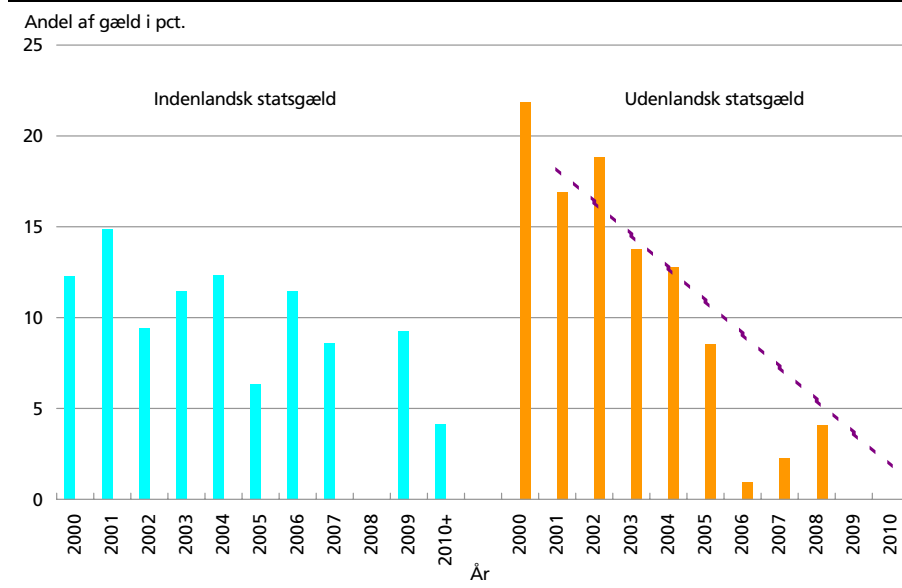
På den indenlandske gæld udstedes først og fremmest i de vigtigste løbetidssegmenter, hvor der opbygges likvide benchmarkserier. Over tid fyldes op med udstedelser i de løbetider, hvor der er plads. Endvidere kan opkøb bidrage til at udjævne afdragene mellem finansieringsårene.

På den udenlandske gæld styres efter et sigtepunkt for gældens afdragsprofil, der er faldende med restløbetiden. Sigtepunktet for afdragsprofilen er fastlagt, så de lån, der forfalder i et givet år (2000 i figur 1.6.1), søges refinansieret ved at udstede i de løbetidssegmenter op til 10 år, hvor der er plads. Hvis låntagningen i visse løbetidssegmenter er specielt fordelagtig, kan princippet for fordeling af låntagning fraviges. Fastlæggelsen af sigtepunktet afspejler, at det ikke på forhånd er muligt at afgøre, i hvilke løbetidssegmenter attraktive lånetilbud vil fremkomme.

Cost-at-Risk (CaR) er et supplerende styringsmål for renterisikoen på den indenlandske gæld. CaR kvantificerer risikoen og kan derfor sikre en

AFDRAGSPROFIL FOR DEN INDENLANDSKE OG
DEN UDENLANDSKE STATSGÆLD, ULTIMO 1999

Figur 1.6.1



mere konsistent afvejning af omkostninger og renterisiko ved fastlæggelsen af varigheden for statsgælden, jf. boks 1.6. Som nævnt vil en reduktion af varigheden typisk reducere omkostningerne, men til gengæld vil risikoen for omkostningsstigninger være større.

CaR anvendes kvalitativt i risikostyringen til fx at vurdere konsekvenserne for risikoen på gælden ved forskellige udstedelsesstrategier. Der rapporteres CaR-tal ved de kvartalsvise møder mellem Finansministeriet, Nationalbanken og Økonomiministeriet. For en nærmere gennemgang af CaR henvises til kapitel 9.

Valutakursrisiko

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

Valutakursrisikoen på gælden er siden 1992 styret sammen med Nationalbankens valutareserve. Beslutningen om samstyring blev begrundet i følgende forhold:

- Udenlandske statslån optages for at sikre, at valutareserven har en passende størrelse. Valutakurstab og -gevinster på valutareserven kan derfor ses i sammenhæng med modsvarende gevinster og tab på statens valutagæld.

EKSEMPEL PÅ CaR FOR EN GÆLDSPORTEFØLJE

Boks 1.6

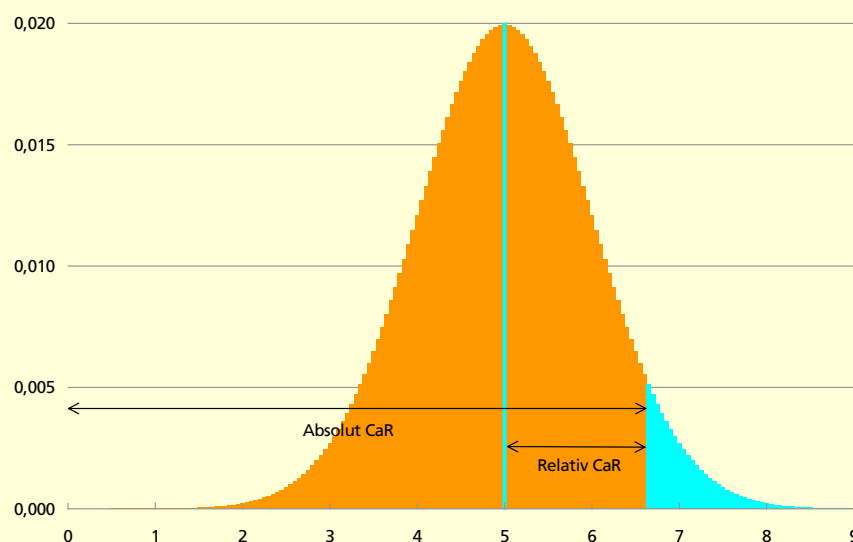
Nedenstående figur viser et eksempel på en fordeling af omkostningerne på en gældsportefølje. Omkostningerne er i eksemplet antaget normalfordelt omkring en middelværdi på 5 mia.kr. med en standardafvigelse på 1 mia.kr.

Den markerede del af højre "hale" i fordelingen angiver størrelsen af omkostningerne i de 5 pct. af tilfældene, hvor omkostningerne er højest. Omkostningerne 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 omkostninger. Relativ CaR angiver dermed det beløb, omkostningerne med 95 pct. sandsynlighed ikke vil stige mere end. I eksemplet er relativ CaR 1,7 mia.kr.

ABSOLUT OG RELATIV CaR, MIA.KR.

Figur



- Valutakursgevinster og -tab på valutareserven påvirker størrelsen af Nationalbankens overskud og dermed Nationalbankens overskuds-overførsel til staten.
- Det bagvedliggende arbejde i vurderingen af rente- og valutakursudviklingen er det samme. Ved nettostyring undgås hermed dobbeltarbejde.

Med nettogæld eller nettoaktiver, der afviger fra nul, kan det ikke undgås, at staten og Nationalbanken set under ét vil have en valutakursrisiko. Denne risiko styres ud fra en "neutralfordeling" for den valutamæssige sammensætning af Nationalbankens og statens nettovalutatilgodehavende. Neutralfordelingen fastsættes på de kvartalsvise statsgældsmøder mellem Finansministeriet, Økonomiministeriet og Nationalbanken.

I fastsættelsen af neutralfordelingen foretages en afvejning mellem forventet risiko og afkast i forhold til en benchmark. Benchmarkfordelingen er bestemt som den risikominimerende fordeling, der givet fastkurspolitikken over for euro er fastlagt som en ren placering i euro. Forskellen mellem neutralfordelingen og den risikominimerende fordeling har karakter af en strategisk position taget på statsgældsmødet.

Nationalbanken kan i den daglige administration tage positioner i forhold til neutralfordelingen inden for en udsvingsmargen på +/- 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 6 er neutralfordelingens sammensætning og performance beskrevet nærmere.

Kreditrisiko

Staten påtager sig i relation til statsgælden kreditrisiko i forbindelse med indgåelse af rente- og valutaswaps.

En swap er en aftale mellem to parter om at bytte betalinger over en nærmere fastlagt periode. Når en swap indgås, har den normalt en markedsværdi på nul. Efter indgåelsen kan rente- og valutakursændringer medføre, at swappen får en markedsværdi forskellig fra nul. Der er derfor risiko for, at modparten ikke kan honorere sine forpligtelser, og at staten lider et tab svarende til markedsværdien af swappen. Der har ikke været eksempler på, at staten har lidt tab på swaps i forbindelse med statsgælden på grund af modparters misligholdelse.

Den samlede krediteksponering på swaps afhænger både af den faktiske markedsværdi (den aktuelle krediteksponering) og den værdi, swappen kan få i fremtiden (den potentielle krediteksponering). Denne potentielle krediteksponering inddrages ved styringen af kreditrisikoen allerede fra det tidspunkt, hvor swappen indgås.

For at begrænse kreditrisikoen indgår staten kun swapkontrakter med modparter, der er tildelt en rating på AA- eller derover. For renteswaps i danske kroner er minimumskravet dog lempet således, at også modparter med en rating på A+, A eller A- accepteres.

For at mindske statens kreditrisiko yderligere begyndte staten i 1999 at indgå aftaler med modparterne om ensidig sikkerhedsstillelse over for staten. Ifølge aftalerne skal en modpart stille sikkerhed, hvis den aktuelle eksponering på modparten overskrider en vis grænse. Der stilles sikkerhed i værdipapirer med en værdi svarende til mereksponeringen. I tilfælde af misligholdelse af den oprindelige kontrakt kan værdipapirerne sælges af staten til dækning af modpartens forpligtelser. Status for indgåelse af sikkerhedsaftaler er beskrevet i kapitel 6.

Andre risici

Staten løber i forbindelse med statsgælden også andre risici end de hidtil nævnte. Der kan være tale om risikoen for fejl ved egen eller andres administration af gælden eller risiko for, at det juridiske grundlag for fx swapkontrakter viser sig ikke at holde. Hertil kommer, at staten ønsker at undgå at deltage i visse typer af lånearrangementer af etiske eller politiske årsager.

Risikoen for administrative fejl søges minimeret ved at adskille de forskellige funktioner og ved at anvende simple og velkendte instrumenter i administrationen af gælden.

Den juridiske risiko søges minimeret ved brug af standardiserede kontrakter. Dette princip anvendes fx i relation til swapkontrakter.

Beretningskapitler

KAPITEL 2

Indenlandsk låntagning

SAMMENFATNING**2.1**

Statens indenlandske låntagning sker ved salg af statsobligationer, statsgældsbeviser og skatkammerbeviser. Salget af statsobligationer og statsgældsbeviser var i 1999 koncentreret i de 2-, 5- og 10-årige segmenter, og denne salgsstrategi er uforandret i 2000. Det samlede salg af statspapirer i 1999 var på 68,8 mia.kr. opgjort til kursværdi. Årets finansieringsbehov var på 67,9 mia.kr.

Ved indgangen til 1999 var renterne lave. Herefter fulgte en tendens til rentestigninger, som fortsatte året ud. Omsætningen af statspapirer på Københavns Fondsbørs lå i 1999 lavere end året før.

I 1999 indgik staten renteswaps med et samlet notionelt udestående på knap 7,5 mia.kr. For alle indgåede swaps gælder det, at staten betaler 6-måneders variabel rente mod at modtage en fast 10-årig rente. Renteswaps blev introduceret i statsgældspolitikken i 1998, og erfaringerne har været gode. Renteswaps bidrager til fleksibiliteten i statsgældspolitikken og vil fortsat være et vigtigt instrument i styringen af den indenlandske gæld i 2000.

STATSPAPIRSA LG OG FINANSIERINGSBEHOV**2.2**

I planlægningen af statspapirsalget tilstræbes et forholdsvis stabilt salg over året. Endvidere er det målsætningen, at salget er tilendebragt ved udgangen af november. Hermed undgås et væsentligt behov for salg af papirer i december, som traditionelt er en stille måned på obligationsmarkederne.

Normalt indfries de største statspapirer i slutningen af året. Refinansiering af disse papirer fordeles jævnt over året, og der kan foretages opkøb i de pågældende papirer forud for indfrielsestidspunktet. Hvis statspapirsalget går godt, kan der foretages opkøb af papirer uden for låneviften med udløb i et efterfølgende år.

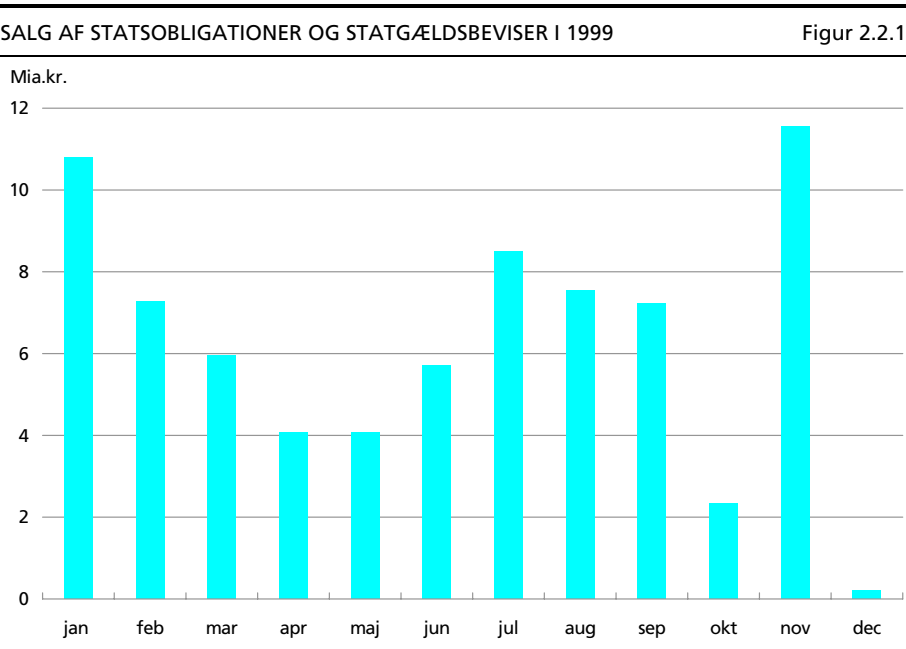
I 1999 var det indenlandske bruttofinansieringsbehov 67,9 mia.kr. Dette blev dækket ved salg af statspapirer for i alt 68,8 mia.kr. til kursværdi, og årets oversalg blev derfor på 0,9 mia.kr., jf. tabel 2.2.1. Salget af

STATENS DAU-, NETTO- OG BRUTTOKASSESALDO, 1996-99				Tabel 2.2.1
Mia.kr.	1996	1997	1998	1999
Drifts-, anlægs- og udlånsbudget	-21,5	7,6	31,4	4,6
Nettoobligationskøb ¹	-4,4	7,4	-	-
Genudlån af statslån	-1,4	-0,8	0,3	-2,1
Fordeelte emissionskurstab og skyldige renter ..	7,4	5,1	2,1	3,2
Andre kapitalposter	0,4	-6,6	0,1	1,8
Nettokassesaldo	-19,5	12,7	34,0	7,5
<i>Afdrag på indenlandsk statsgæld</i>				
Statsobligationer	38,7	28,1	57,8	60,4
Statsgældsbeviser	38,0	53,3	21,2	15,5
Afdrag på udenlandsk statsgæld	30,8	31,4	37,4	20,0
Bruttokassesaldo	-126,9	-100,1	-82,5	-88,3
Indenlandsk bruttofinansieringsbehov ²	94,7	73,8	64,4	67,9
Salg af statspapirer, kursværdi	96,0	73,0	68,0	68,8
Oversalg, kursværdi	1,2	-0,8	3,6	0,9

Kilde: 1996-98 er statsregnskabstal. For 1999 er der angivet foreløbige tal baseret på prognosen i Budgetoversigt 5-99, Nationalbankens pressemeddelelse samt foreløbige tal fra statens bogføring.

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

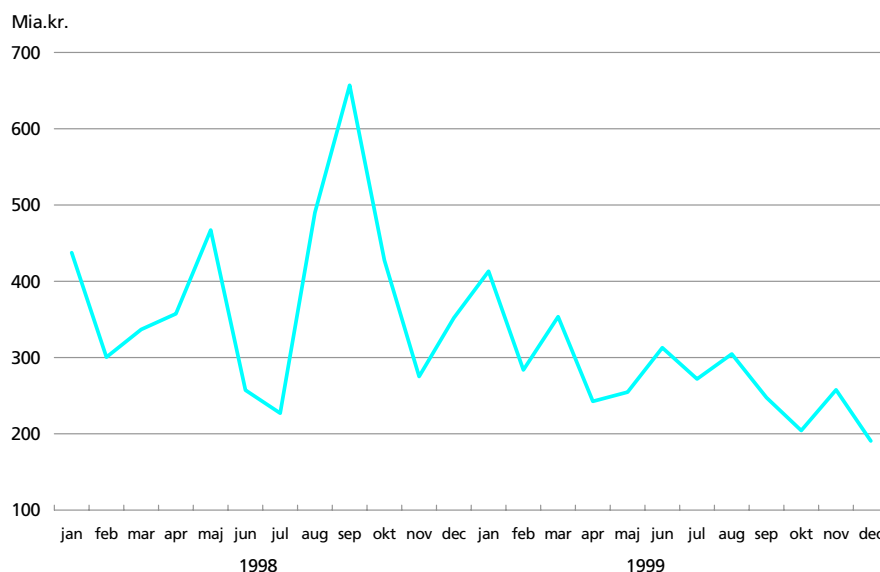
² Baseret på Nationalbankens opgørelse ultimo året. Tallene kan derfor afvige fra statsregnskabstallene.



Anm.: Opgjort til kursværdi.

OMSÆTNING AF STATSPAPIRER PÅ KØBENHAVNS FONDSBØRS, 1998-99

Figur 2.2.2



Anm.: Omsætning til nominel værdi på månedsbasis.

statsobligationer og statsgældsbeviser var en smule ujævnt med et højt salg i starten og slutningen af året, jf. figur 2.2.1.

Årets salg af statsobligationer og statsgældsbeviser var bortset fra et mindre beløb i december tilendebragt ved udgangen af november. Novembersalget blev årets højeste, hvilket skal ses i lyset af lavt salg af skatkammerbeviser i 2. halvår og begrænset salg af statsobligationer og statsgældsbeviser i oktober.

Omsætningen af statsobligationer på Københavns Fondsbørs var i 1999 forholdsvis lav. Set over året som helhed lå den 30 pct. under niveauet i 1998. Omsætningen faldt gennem året og var i december 50 pct. lavere end året før, jf. figur 2.2.2. Lignende udviklingstræk gjorde sig gældende for de øvrige europæiske markeder for statsobligationer.

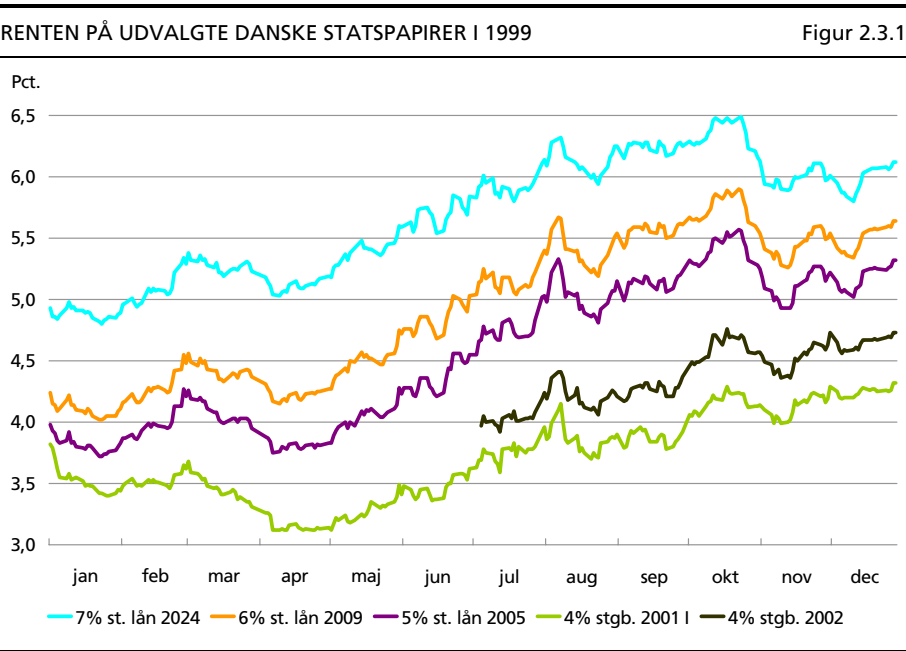
RENTEUDVIKLING

2.3

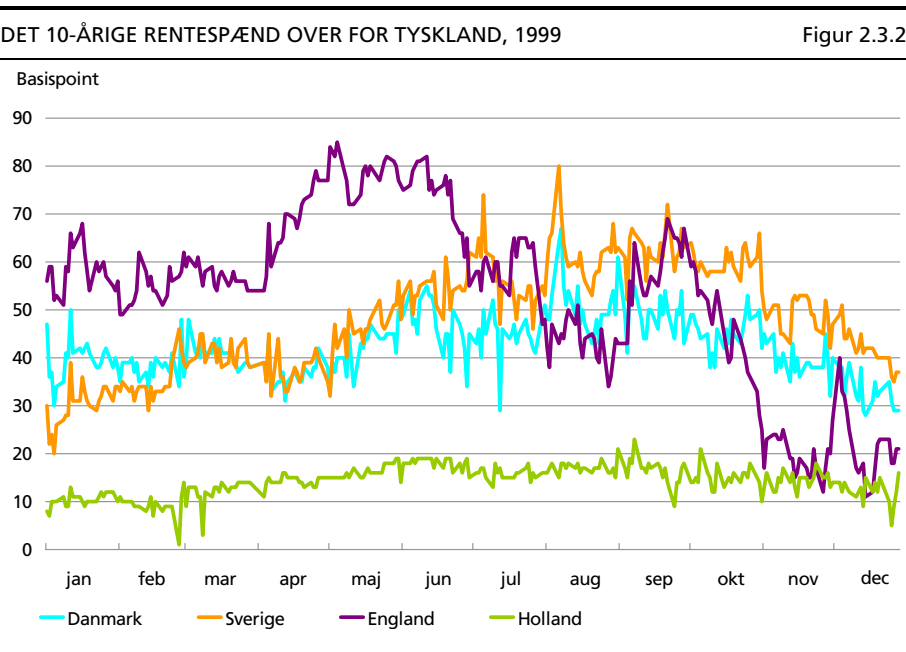
I starten af året var renterne lave. I løbet af foråret begyndte renterne at stige, og tendensen til rentestigninger fortsatte året ud, jf. figur 2.3.1.

I figur 2.3.2 er det 10-årige rentespænd til Tyskland vist for udvalgte lande. Ved udgangen af 1999 lå det danske 10-årige rentespænd til Tyskland på 30 basispoint, og set i et længere perspektiv var udsvingene i løbet af året moderate.

Det engelske rentespænd blev indsnævret betydeligt i 2. halvår 1999. Dette er bl.a. et resultat af en høj efterspørgsel efter lange papirer fra



institutionelle investorer, herunder primært pensionsfonde og livsforsikringselskaber. Den høje efterspørgsel har ført til knaphed og lavere renter på papirer med lang løbetid.



De nuværende renteforskelle blandt eurolandene kan bl.a. henføres til forskelle i likviditetspræmier. Holland har fx et positivt rentespænd til Tyskland til trods for, at landet deltager i euroen. Dette skyldes, at de tyske obligationer udstedes i langt større serier end de hollandske, og at de som toneangivende obligationer er mere attraktive for internationale investorer, jf. afsnit 2.4.

LÅNEVIFTE OG UDSTEDELSESSTRATEGI

2.4

Statens låntagning sker ved udstedelse af statsobligationer, statsgældsbeviser og skatkammerbeviser. Udstedelsen af statsobligationer og statsgældsbeviser er koncentreret i de 2-, 5- og 10-årige segmenter, mens skatkammerbeviser har en løbetid på op til 9 måneder.

Udstedelsesstrategien tilstræber, at de enkelte statspapirserier opnår en størrelse, som gør det muligt at opnå en likviditetspræmie for derigennem at reducere statens låneomkostninger. Likviditet er vanskeligt at måle, men likvide obligationer er typisk kendetegnet ved en stor cirkulerende mængde, høj omsætning og lave transaktionsomkostninger. Ud over likviditeten er landenes kreditværdighed medbestemmende for låneomkostningernes niveau.

En betydelig andel af de danske statspapirer ejes i dag af udlandet, som dermed er en væsentlig faktor i finansieringen af den danske statsgæld, jf. figur 2.4.2 i næste afsnit. Det er vigtigt, at de danske obligationer ikke afviger væsentligt fra standarden på de europæiske lånemarkeder. Dette sikres ved at satse på få og forholdsvis store serier i de vigtigste løbetidssegmenter.

Inden for det 10-årige segment er der i 1999 sket en opdeling af landene med hensyn til seriestørrelsen, jf. tabel 2.4.1. Lande som Tyskland og Frankrig har de største 10-årige serier, efterfulgt af Holland og Belgien. De mindste serier udstedes af Finland og Østrig. Danmark og Sverige

10-ÅRIGE OBLIGATIONER I LÅNEVIFTERNE I UDVALGTE LANDE

Tabel 2.4.1

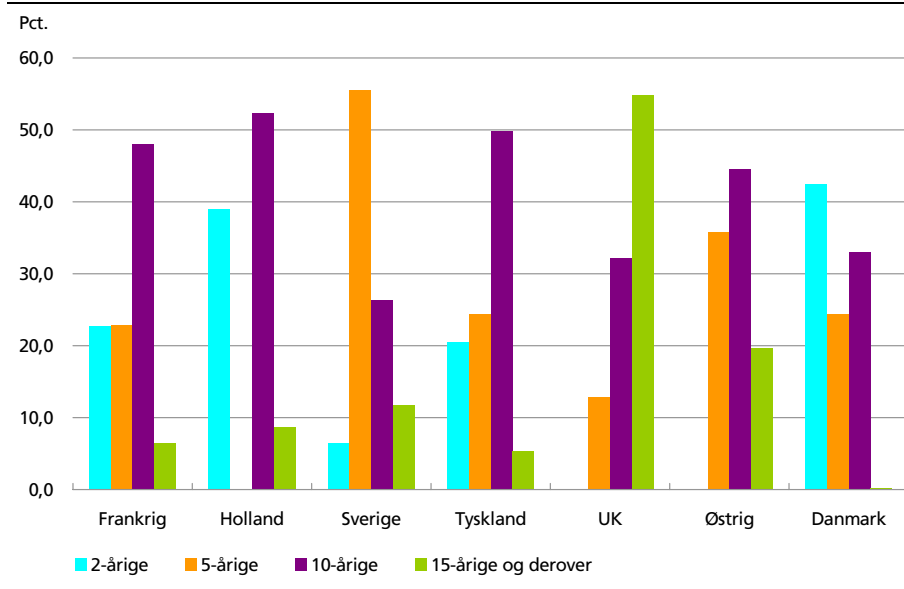
Mia.euro	Nominelt udestående
Frankrig	20,8
Tyskland	20,0
Holland	12,1
Belgien	11,3
Sverige ¹	8,3
Danmark	8,1
Finland	5,9
Østrig	4,4

Anm.: Tyskland og Danmark er opgjort den 28. januar 2000 og Østrig den 14. januar 2000. Øvrige lande er opgjort ultimo 1999.

¹ Parallelludstedelse i SEK/EUR, heraf er 3 mia. udstedt i EUR.

SALGSFORDELING I UDVALGTE LANDE, 1999

Figur 2.4.1



befinder sig under mellemgruppen, men ligger ca. 2-4 mia.euro højere end Finland og Østrig.

På trods af en gradvis harmonisering af statsgældsstrategierne i de europæiske lande er der stadig væsentlige forskelle mellem landene.

I den danske lånevifte lægges der størst vægt på de 2- og 10-årige segmenter, herefter kommer det 5-årige segment, jf. figur 2.4.1.

I Holland, Tyskland og Frankrig er det vigtigste segment det 10-årige, som i disse lande udgør omkring 50 pct. af det samlede salg. I Sverige sker omkring 55 pct. af salget i det 5-årige segment.

Når det i Danmark er valgt at koncentrere udstedelserne i de 2-, 5- og 10-årige segmenter, skyldes det dels hensynet til varigheden, dels at fundingbehovet ikke er stort nok til at sælge i yderligere segmenter, så fremt likvide serier skal opbygges.

Ud over valg af lånestrategi og seriestørrelser er gennemsigthed og åbenhed over for markedsdeltagerne en vigtig del af den danske statsgældspolitik. Denne del af politikken gennemføres via løbende meddelelser vedrørende lånevifte, salg og opkøb.

Statsobligationer og statsgældsbeviser

I 1999 blev der udstedt i 5 forskellige papirer, jf. tabel 2.4.2. Alle papirer er fast forrentede stående lån. I det 10-årige segment blev der udstedt i 6 pct. stående lån 2009, der blev åbnet den 14. januar 1998. Papiret har

INDENLANDSKE STATSLÅN I 1999

Tabel 2.4.2

Mio.kr.	Emission			Nominelt udestående ultimo 1999
	Nominelt	Kursværdi	Kurstab	
7 pct. stående lån 2024	125	164	-39	25.000
6 pct. stående lån 2009	23.965	26.088	-2.132	56.690
5 pct. stående lån 2005	17.670	18.172	-502	38.420
Obligationer fast rente i alt	41.760	44.424	-2.664	
4 pct. statsgældsbevis 2002	17.185	17.077	108	17.185
4 pct. statsgældsbevis 2001 I	13.565	13.693	-128	44.455
Statsgældsbeviser i alt	30.750	30.770	-20	
Obligationer og statsgældsbeviser i alt ...	72.510	75.194	-2.684	
Skatkammerbevis 2000 III	7.845	7.632	213	7.845
Skatkammerbevis 2000 II	11.741	11.499	242	11.741
Skatkammerbevis 2000 I	18.239	17.935	304	16.764
Skatkammerbevis 1999 IV	26.207	25.732	475	
Skatkammerbevis 1999 III	12.784	12.589	195	
Skatkammerbevis 1999 II	4.275	4.230	45	
Indfrielse ¹	85.996	85.988	-8	
Skatkammerbeviser, netto	-4.905	-6.371	1.466	
Statspapirsalg i alt	67.605	68.823	-1.218	

¹ Inkl. ekstraordinære indfrielse i forbindelse med opkøb.

nu benchmarkstatus på det danske obligationsmarked. Papiret afløses i foråret 2000 af et nyt 10-årigt papir.

I det 5-årige segment blev der solgt i 5 pct. stående lån 2005. Dette papir blev åbnet i januar 1997 og var på åbningstidspunktet et eftertragtet papir blandt danske private investorer på grund af papirets kupon. Dette afspejles i papirets relativt høje ejerandel for private investorer, jf. figur 2.4.2. Det skal bemærkes, at over 50 pct. af dette papir i dag ejes af udlandet. Papiret fortsætter i låneviften i 2000.

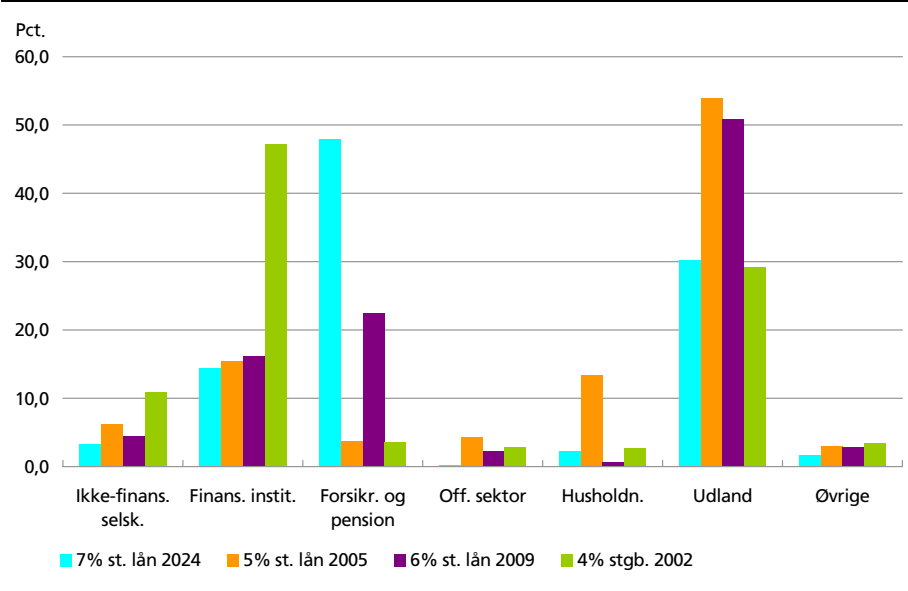
I det 2-årige segment blev der i foråret 1999 udstedt i 4 pct. statsgældsbevis 2001 I. Salget i dette papir blev indstillet i starten af juli og afløst af 4 pct. statsgældsbevis 2002. I 1. halvår 2000 fortsætter salget i dette papir, hvorefter det i 2. halvår afløses af et nyt statsgældsbevis.

Ud over udstedelse i de 2-, 5- og 10-årige segmenter blev der i 1999 udstedt for et mindre beløb i 7 pct. stående lån 2024, som tilhører det 30-årige segment. Dette papir fastholdes i låneviften i 2000, men udstedelsen i papiret forventes fortsat at blive beskeden.

Sammensætningen af salgsfordelingen i 1999 og den fremtidige lånevifte i 2000 skal ses i sammenhæng med afdragsprofilen, jf. kapitel 6.

EJERFORDELING FOR PAPIRER I LÅNEVIFTEN, ULTIMO 1999

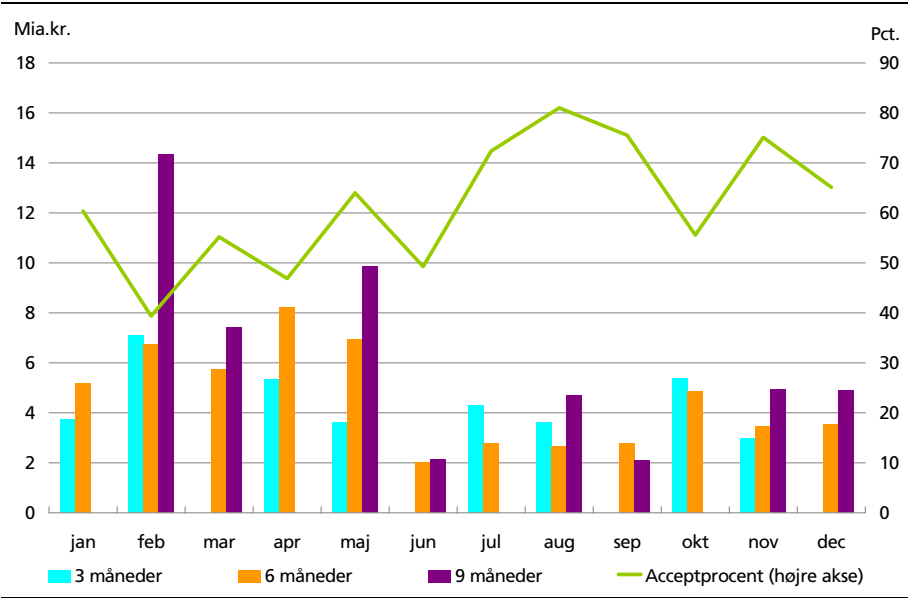
Figur 2.4.2



Anm.: Opgjort til kursværdi. Korrigeret for genkøbsforretninger mellem danske pengeinstitutter og valutaudlændinge. Desuden er der skønsmæssigt korrigeret for valutaindlændinges beholdninger i depot, fx Euroclear.

BUDTE MÆNGDER OG ACCEPTPROCENTER VED SKATKAMMERBEVISAUKTIONER I 1999

Figur 2.4.3



Salgsstrategien giver en jævnere afdragsprofil i takt med, at der opbygges et større udestående i papirer med forfald i hhv. 2002, 2005 og 2009. Renteudviklingen for obligationer og statsgældsbeviser i låneviften er vist i figur 2.3.1.

Skatkammerbeviser

Skatkammerbeviser er de korteste indenlandske statspapirer. De sælges ved månedlige auktioner og udstedes med en initial løbetid på 9 måneder. Skatkammerbeviser er nulkuponpapirer, dvs. rentebetalingerne er ikke kuponbaserede men indregnet i den kurs, beviserne udstedes til.

De budte mængder på skatkammerbevisauktionerne var forholdsvis høje de første 5 måneder af året, hvorefter mængderne faldt, jf. figur 2.4.3. På trods af en stigning i andelen af accepterede bud var det fra og med juni ikke muligt at opretholde salgsniveauet. Dette resulterede i en reduktion i det nominelle udestående og et negativt nettofinansieringsbidrag fra skatkammerbevisprogrammet, jf. tabel 2.4.2.

OPKØB

2.5

Opkøb af indenlandske statspapirer anvendes med henblik på at udjævne statens indenlandske finansieringsbehov inden for året eller mellem på hinanden følgende år. Dertil kommer, at staten kan anvende opkøb i serier med udløb i et efterfølgende år for at fastholde udstedelsen i store serier og dermed sikre en attraktiv lånevifte, jf. afsnit 2.4. Staten foretager kun opkøb, når det er fordelagtigt ud fra en samlet statsgældspolitisk vurdering. Opkøbte obligationer annulleres umiddelbart efter opkøbet.

I 1999 blev der foretaget opkøb af 6 pct. stående lån 1999 for i alt 21,9 mia.kr. til nominel værdi forud for forfaldsdatoen i december, jf. tabel 2.5.1. Papiret havde primo 1999 et nominelt udestående på 49,3 mia.kr.

OPKØB AF INDENLANDSKE STATSPAPIRER I 1999			Tabel 2.5.1
Enhed	Opkøbt		Udestående ultimo 1999
	Nominelt	Kursværdi	
6 pct. stående lån 1999	21.900	22.187	0
Skatkammerbevis 1999 IV	1.000	997	0
Opkøb med udløb i 1999, i alt	22.900	23.184	
4 pct. statsgældsbevis 2000 I	2.565	2.571	12.400
8 pct. stående lån 2001	1.350	1.488	42.785
Skatkammerbevis 2000 I	1.475	1.470	16.764
Opkøb med udløb efter 1999, i alt	5.390	5.529	

Opkøb i papirer med ordinært udløb i et efterfølgende år foretages først, når årets salg har nået et vist niveau, og der er sikkerhed for, at det samlede finansieringsbehov kan opfyldes.

Salget i 1999 forløb forholdsvis stille, og der blev ikke plads til større opkøb af papirer med udløb efter 1999. Det samlede opkøb af papirer med udløb efter 1999 blev på 5,4 mia.kr. til nominel værdi.

INDENLANDSKE RENTESWAPS

2.6

I 1998 blev renteswaps i danske kroner introduceret som et nyt instrument i styringen af den indenlandske statsgæld. Det primære formål med at anvende indenlandske renteswaps som instrument i statsgældspolitikken er at øge fleksibiliteten i låntagningen. Renteswaps giver staten mulighed for at udstede i lange likvide obligationsserier og uafhængigt heraf styre varigheden og renterisikoen på statsgælden.

I de hidtil indgåede swaps har staten omlagt lang fast forrentet gæld til kort variabelt forrentet gæld. Dette har isoleret set reduceret varigheden på gælden. Løbetiden for renteswaps i danske kroner indgået i forbindelse med forvaltningen af statsgælden er fastlagt til ikke at måtte overstige 10 år. Der anvendes "plain-vanilla"-renteswaps. Staten ønsker ikke at påvirke markedet og indgår kun renteswaps for mindre beløb ad gangen.

I løbet af 1999 er der indgået renteswaps for knap 7,5 mia.kr. Det samlede notionelle udestående ved udgangen af 1999 var på 8,0 mia.kr. Der er i 1999 fortsat anvendt swaps, hvor staten betaler 6-måneders CIBOR-rente mod at modtage en 10-årig fast rente. De enkelte swaps har et notionelt udestående på mellem 100 og 500 mio.kr., jf. bilagstabel 4a.

For at vurdere gevinsten ved at indgå swaps skal omkostningerne holdes op mod alternativet, som er kort låntagning. Først da fremkommer nettogevinsten, jf. boks 2.1. Nettogevinsten skal opveje den kreditrisiko, som staten påtager sig over for de banker, der er modparter i de indgåede swaps, jf. kapitel 6.

Erfaringerne med anvendelse af indenlandske renteswaps har været gode, og renteswaps vil også i 2000 være et vigtigt instrument i statsgældsforvaltningen. Der vil fortsat være tale om beskedne beløb, idet staten ikke ønsker at påvirke swapmarkedet. For en detaljeret gennemgang af swaps henvises til kapitel 8 i Statens låntagning og gæld 1998.

VÆRDIPAPIRUDLÅNSORDNING

2.7

For at forbedre likviditeten blev der i januar 1998 etableret en udlånsordning for nyåbnede statspapirer i låneviften. Den nugældende værdi

VURDERING AF FORDELAGTIGHEDEN AF INDENLANDSKE RENTESWAPS

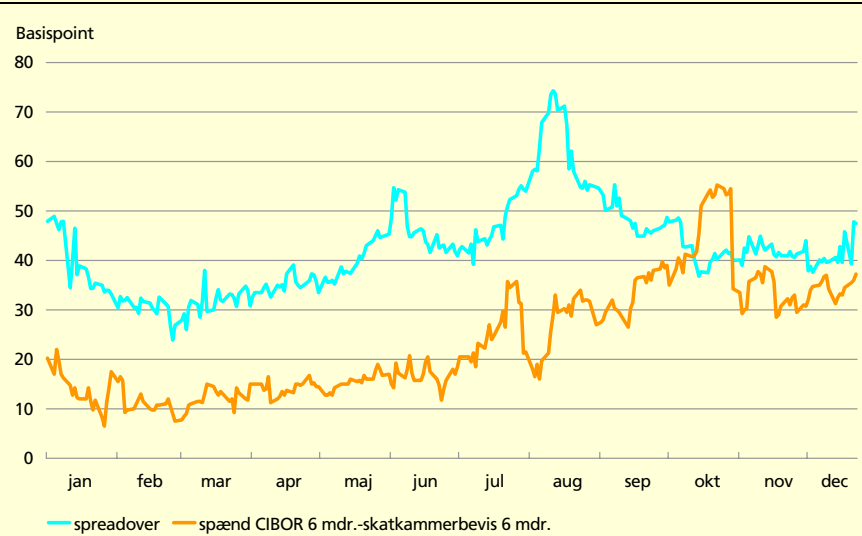
Boks 2.1

Fordelagtigheden af langfristet låntagning kombineret med indgåelse af en renteswap, fra 10-årig fast rente til 6-måneders variabel rente (CIBOR), kan illustreres ved at sammenligne med omkostningerne ved alternativet: Udstedelse af skatkammerbeviser med 6 måneders løbetid. Renten på eksisterende skatkammerbeviser er kun en approksimation, da renten ikke nødvendigvis vil være gældende, hvis alternativet gennemføres, og mængden af skatkammerbeviser dermed øges. I nedenstående konstruerede eksempel er "besparelsen" ved at indgå renteswaps illustreret som forskellen mellem omkostningerne ved de to strategier:

Staten betaler	+ rente på obligation (A)	4,75
	+ variable rente i swap/CIBOR (B)	4,55
Staten modtager	– fast rente i swap (C)	5,20
Nettolåneomkostninger	= (A+B-C)	4,10
Låneomkostninger ved alternativ	rente på skatkammerbevis (D)	4,20
"Besparelse" ved swap	= (C-A)-(B-D)	0,10

UDVIKLINGEN I SPREADOVER MV., 1999

Figur



Til illustration af fordelagtigheden af renteswaps er i ovenstående figur vist udviklingen i hhv. forskellen mellem swaprenten og den 10-årige obligationsrente, dvs. (C-A), som kaldes spreadover, og forskellen mellem den variable 6-måneders rente (CIBOR) og renten på 6-måneders skatkammerbeviser, dvs. (B-D). Forskellen mellem de to kurver er udtryk for den besparelse, der på en given dag (og 6 måneder frem) kan opnås ved at indgå en renteswap, men siger ikke noget om ændringen i fordelagtighed over tid. Når swappen først er indgået, er det udviklingen i den korte ende af markedet (det variable "ben"), der har betydning for fordelagtigheden. Det gælder derfor alt andet lige, at det bliver relativt mere fordelagtigt for staten at indgå renteswaps, jo større spreadover er.

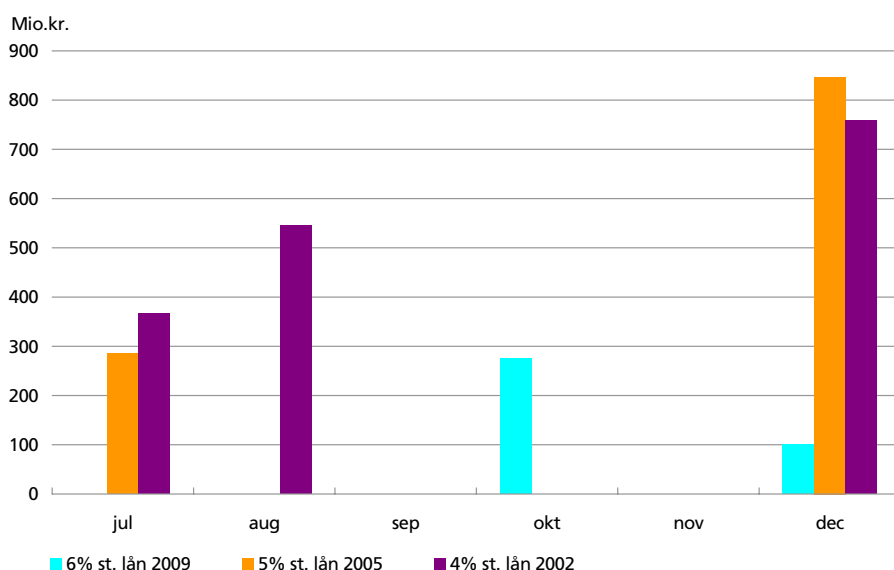
papirudlånsordning trådte i kraft den 7. juli 1999 og omfatter p.t. alle statsobligationer og statsgældsbeviser, som indgår i statens lånevifte med undtagelse af 7 pct. stående lån 2024.

Udgangspunktet for ordningen er, at markedet skal klare sig selv, og der betales derfor et gebyr for brug af ordningen. Gebyrets størrelse tilskynder markedsdeltagerne til kun at benytte ordningen i særlige situationer. Værdipapirhandlere, der er handelsberettigede på Københavns Fondsbørs, kan låne statspapirerne i op til en uge. Der skal stilles sikkerhed for de lånte papirer i form af andre statspapirer. Forretningerne indgås som genkøbsforretninger.

I 2. halvår 1999 blev der primært udlånt i det nyåbnede 4 pct. stående lån 2002 og i 5 pct. stående lån 2005. Derudover blev der udlånt mindre beløb i 6 pct. stående lån 2009, jf. figur 2.7.1. Udlånene i 4 pct. stående lån 2002 i juli og august ligger tæt på papirets åbningstidspunkt. Udlånsordningen har dermed været med til at understøtte papirets likviditet på et tidspunkt, hvor papiret kun havde et meget begrænset udestående. I december var der et betydeligt udlån af statspapirer, hvilket skyldes, at villigheden i markedet til at udlåne papirer henover årsskiftet var lav. Værdipapirudlånsordningen er nærmere beskrevet i meddelelsen om statens indenlandske låntagning i 1999 af 22. juni 1999. Meddelelsen er optrykt som bilag sidst i publikationen.

INDGÅEDE VÆRDIPAPIRUDLÅN, 2. HALVÅR 1999

Figur 2.7.1



Anm.: Indgåede udlånsaftaler fordelt på måneder. Nominel værdi af udlånte papirer.

KAPITEL 3

Udenlandsk låntagning

SAMMENFATNING**3.1**

Staten optog i 1999 udenlandske lån for netto 1,5 mia.kr. Der blev afdraget for 19,5 mia.kr. og optaget nye lån for 21,0 mia.kr. Lånene er hovedsagelig optaget i dollar og pund og er swappet til euro.

Moody's opgraderede i august ratingen på statens udenlandske gæld til den bedst mulige (Aaa). Ratingen er af betydning for statens låneomkostninger.

I 2000 forventes afdragene på statens udenlandske gæld at udgøre 19,7 mia.kr. Der sigtes mod en mindre reduktion af normen for udenlandsk lånoptagelse. Det er således planen, at der i 2000 optages mellem- og langfristede lån for knap 15 mia.kr.

RETNINGSLINJER FOR STATENS UDENLANDSKE LÅNTAGNING**3.2**

Formålet med optagelse af lån i fremmed valuta er at sikre, at Nationalbankens valutareserve har en passende størrelse. Når staten optager udenlandske lån, køber Nationalbanken provenuet, og modværdien i danske kroner indsættes på statens konto i Nationalbanken.

Hovedprincippet for statens udenlandske låntagning er, at årets afdrag refinansieres gennem nylåntagning, jf. beskrivelsen af den udenlandske norm i kapitel 1. Normen kan fraviges, hvis hensynet til valutareserven eller indeståendet på statens konto kræver det.

I forbindelse med låntagningen anvendes retningslinjer for, hvilke låntyper der kan anvendes ved optagelse af nye lån, jf. boks 3.1. Retningslinjerne fastlægger krav til såvel det underliggende lån som til brugen af rente- og valutaswaps.

Statens låntagning har igennem de senere år været baseret på simple lånekonstruktioner. Staten har nogle få mere komplicerede (strukturerede) lån optaget tilbage i begyndelsen af 1990'erne.

LÅNTAGNING I 1999**3.3**

Staten har i 1999 afdraget for 19,5 mia.kr. på statens udenlandske gæld. Som led i varighedsstyringen afviklede staten renteswaps med en samlet

RETNINGSLINJER FOR VALG AF LÅNTYPER

Boks 3.1

Ved låntagningen lægges der vægt på simple lånekonstruktioner, der er gængse i markedet. Simple lånekonstruktioner er nemme at prisfastsætte, ligesom de juridiske og operationelle risici forbundet med konstruktionerne er reduceret til et minimum.

Retningslinjerne for den udenlandske låntagning kan opsummeres som følger:

- Lånekonstruktionen skal være kendt i markedet og være brugt af anerkendte markedsdeltagere.
- 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.

Retningslinjerne anvendes også i forbindelse med de statsgaranterede enheders låntagning, jf. kapitel 7.

hovedstol på 7,5 mia.kr. før udløb. Transaktionerne indbragte staten et provenu på 0,5 mia.kr. Der blev optaget mellem- og langfristede lån for i alt 16,6 mia.kr. og kortfristede lån for i alt 4,3 mia.kr. Statens udenlandske nettolåntagning var således på 1,5 mia.kr., jf. tabel 3.3.1.

Mellem- og langfristet låntagning

Strategien for statens mellem- og langfristede låntagning er baseret på optagelsen af mindre lån på de internationale kapitalmarkeder. Lånene kommer typisk i stand på baggrund af konkrete henvendelser fra udenlandske investeringsbanker, som har kontakt til investorer med særlige placeringsbehov. Investeringsbankerne orienteres løbende om, på hvilke vilkår staten er villig til optage lån.

Staten indgår ofte valuta- og renteswaps i tilknytning til selve låntagningen. Det gør det muligt at tilpasse det enkelte lån i overensstemmelse med målsætninger for varighed og valutaeksponering. Samtidig ud-

STATENS UDENLANDSKE LÅNTAGNING TIL KURSVÆRDI, 1998-99

Tabel 3.3.1

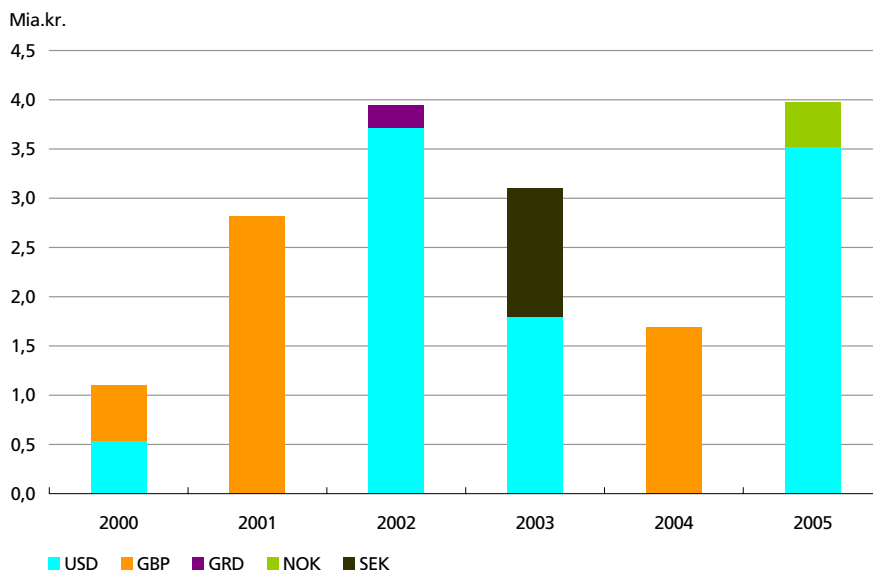
Mia.kr.	Kortfristet låntagning, netto	Mellem- og langfristet låntagning	Afdrag ¹	Nettolåntagning
1998	0,0	15,8	37,4	-21,7
1999	4,3	16,6	19,5	1,5
1999 1. kv.	0,0	1,7	0,3	1,5
1999 2. kv.	0,0	2,3	3,2	-0,9
1999 3. kv.	0,0	9,8	4,6	5,1
1999 4. kv.	4,3	2,8	11,3	-4,2

Anm.: Som følge af afrundinger summer tallene ikke nødvendigvis til totalerne.

¹ Opkøb af egne obligationer og fortidig afvikling (terminering) af swaps indgår under afdrag.

LØBETIDS- OG VALUTAFORDELING AF
MELLEM- OG LANGFRISTET LÅNTAGNING I 1999

Figur 3.3.1



Anm.: Låntagning opgjort for swaps.

nyttede særlige forhold på de internationale låne- og swapmarkeder, så statens lånevilkår forbedres sammenlignet med en direkte optagelse af lån i den ønskede valuta og med de ønskede rentebetingelser.

Den mellem- og langfristede låntagning i 1999 udgjorde 16,6 mia.kr. fordelt på 15 lån. Samtlige lån er fast forrentede stående lån. Som det fremgår af figur 3.3.1, er lånene fortrinsvis optaget i dollar og pund. Lånene blev alle swappet til euro. De enkelte lån er beskrevet i bilagstabel 3.

Af figur 3.3.1 fremgår, at låntagningen fordeler sig på løbetider fra 1 til 5 år. Løbetidsfordelingen af låntagningen afspejler, at det er i den korte og mellemlange ende af skalaen, staten har kunnet opnå de bedste finansieringsvilkår. Styringen af rente- og refinansieringsrisikoen på den udenlandske gæld indebærer, at der fastsættes rammer for, hvor stor låntagningen kan være inden for de enkelte løbetidssegmenter, jf. kapitel 6. Staten har ingen udenlandske lån med løbetid over 10 år.

Kortfristet låntagning

Afdragene på statens udenlandske gæld er de seneste år langt overvejende finansieret ved mellem- og langfristet låntagning. Kortfristet låntagning benyttes fortrinsvis, hvis der er behov for hurtigt at øge valutareserven eller til sikring af et positivt indestående på statens konto. Herudover kan kortfristet låntagning benyttes som mellemfinansiering, ind-

til der kan opnås mellem- og langfristet låntagning. Kortfristet låntagning sker som hovedregel ved træk på statens Commercial Paper-programmer. Programmerne giver mulighed for hurtigt at tilvejebringe betydelige beløb.

Staten udstedte i november Commercial Paper med udløb i februar 2000 for 200 mio.dollar svarende til 1,4 mia.kr. Papirerne blev udstedt på et tidspunkt, hvor der var usikkerhed om indeståendet på statens konto i dagene efter årsskiftet, primært som følge af usikkerhed om efterspørgslen ved skatkammerbevisauktionen i december.

Staten optog i oktober et 3-måneders nulkuponlån i euro. Låneprove-nuet var på 2,9 mia.kr. Op til årsskiftet er der normalt en faldende aktivitet på de internationale lånemarkeder. Det var samtidig vurderingen i markedet, at aktiviteten mod slutningen af året ville være lavere end normalt som følge af år 2000-problematikken.

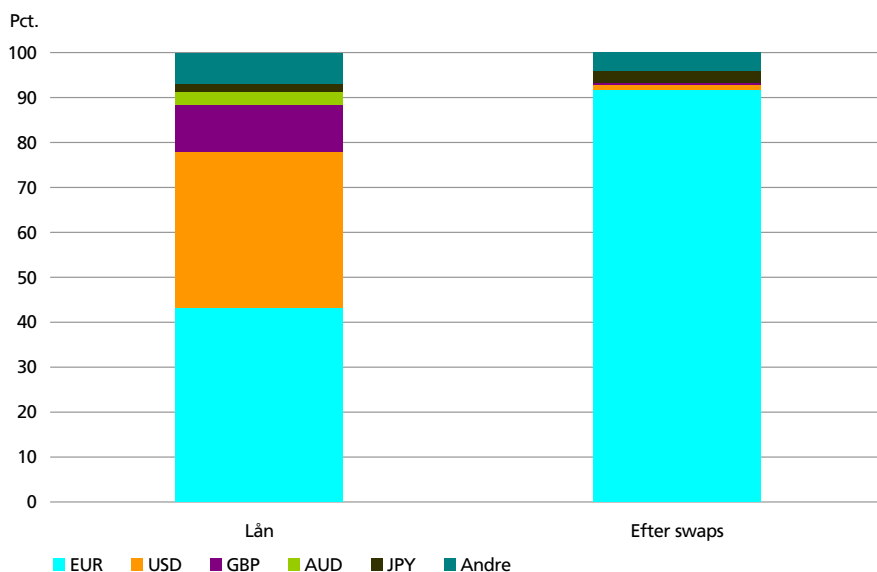
VALUTAFORDELINGEN AF STATENS UDENLANDSKE GÆLD

3.4

Staten optager udenlandske lån i en række forskellige valutaer. Gennem valutaswaps er lånene omlagt, så langt hovedparten af statens udenlandske gæld er denomineret i euro eller i valutaer, som indgår i euro-samarbejdet. Al låntagning i 1999 er sket i euro enten direkte eller via indgåelse af valutaswaps.

VALUTAFORDELING AF DEN UDENLANDSKE STATSGÆLD
FØR OG EFTER VALUTASWAPS, ULTIMO 1999

Figur 3.4.1



Anm.: EUR dækker her over alle valutaer, der deltager i eurosamarbejdet.

Hovedstolen af statens swapportefølje er på 121 mia.kr. – større end selve gælden. Dette skyldes, at der ofte er knyttet flere swaps til de enkelte lån. Effekten af valutaswaps er illustreret i figur 3.4.1. Opgjort inkl. valutaswaps var 92 pct. af gælden ultimo 1999 denomineret i valuta fra lande, der deltager i eurosamarbejdet. Til sammenligning er andelen 43 pct., når gældens opgøres ekskl. valutaswaps.

Valutakursrisikoen på statens udenlandske gæld samstyres med risikoen på Nationalbankens valutareserve. Det betyder, at valutakursrisikoen på aktiverne i valutareserven og passiverne i form af statens udlandsgæld betragtes under ét, jf. kapitel 6.

RATING

3.5

Statens kreditværdighed bliver løbende vurderet af kreditvurderingsinstitutterne Moody's og Standard & Poor's. Moody's og Standard & Poor's

MOODY'S UPGRADES DENMARK'S FOREIGN CURRENCY COUNTRY CEILING TO Aaa	Boks 3.2
New York, August 23, 1999. Moody's Investors Services has upgraded Denmark's country ceilings for foreign currency debt and deposits to Aaa from Aa1. As a consequence, the rating on the foreign currency-denominated bonds issued by the Kingdom of Denmark has been raised to Aaa from Aa1. In addition, the ratings of foreign currency-denominated bonds of The Mortgage Bank of Denmark, Great Belt A/S and KommuneKredit were raised to Aaa. The outlook for the ratings is stable. Moody's noted that Denmark has undergone a profound economic transition as a consequence of comprehensive structural reforms. These adjustments have considerably enhanced the government's financial health as well as the flexibility of the labor market. The unemployment rate has dropped to about 4%, less than half of the European average. By maintaining relatively sizeable fiscal surplusses, the authorities plan to eliminate the government debt over the longer term in order to accomodate the financial pressures stemming from the aging of the population. Although it exercised its opt-out from the single currency stage of European Monetary Union earlier this year, Denmark is likely to enter the euro zone within a few years. Even if Denmark were to stay outside the euro area, however, Moody's believes that the fundamental strengthening of the Danish economy warrants the upgrade of the country ceiling to Aaa. Moody's emphasized that additional measures to improve the functioning of the labor market and to reduce the tax wedge will be needed to activate the underutilized segments of the workforce and redress the deterioration in Danish competitiveness. The weakening of the trade and current account balances suggests that a new round of reform in these areas should be undertaken in the near term in order to consolidate the economic progress achieved over the last decade.	

er med jævne mellemrum på besøg i Danmark, hvor den danske økonomi vurderes. Ratingen er af betydning for statens låneomkostninger. Moody's opgraderede i august 1999 ratingen på statens udenlandske gæld til det højest mulige (Aaa). Moody's pressemeddelelse udsendt i forbindelse med opgraderingen er optrykt i boks 3.2.

Statens udenlandske gæld er hos Standard & Poor's rated AA+, hvilket er den næsthøjeste rating, der kan opnås hos instituttet. Standard & Poor's har endvidere tilknyttet kommentaren "positive outlook", som er en indikation på en mulig opgradering til højeste klasse.

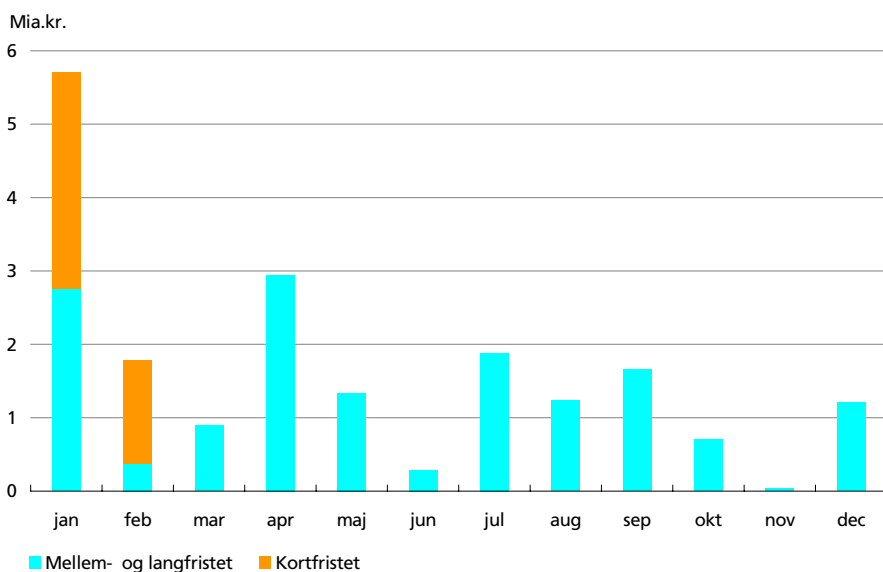
LÅNTAGNING I 2000

3.6

Afdragene i 2000 på statens udenlandske gæld udgør 19,7 mia.kr., inkl. afdrag på statens CP-udstedelse. Afdragenes fordeling på året er vist i figur 3.6.1. Som det fremgår af figuren, er afdragene koncentreret i den første del af året. I lyset af et forventet stort indestående på statens konto i Nationalbanken og en rigelig valutareserve sigtes der mod en mindre reduktion af den udenlandske norm. Det forventes, at der i 2000 skal optages mellem- og langfristede lån for knap 15 mia.kr.

AFDRAG PÅ UDENLANDSK STATSGÆLD I 2000

Figur 3.6.1



KAPITEL 4

Den Sociale Pensionsfond

SAMMENFATNING**4.1**

Den Sociale Pensionsfonds (DSP) beholdning af obligationer havde ultimo 1999 en nominel værdi på 141,6 mia.kr. Statsobligationer tegner sig for knap 75 pct. af beholdningen. Resten er primært placeret i realkreditobligationer. DSPs renteindtægter beløb sig i 1999 til 10,8 mia.kr. Der blev overført 7,4 mia.kr. til Socialministeriet til dækning af pensionsforbedringer og betalt 3,2 mia.kr. i realrenteafgift. Varigheden på beholdningen var 4,2 år ved udgangen af 1999.

Med virkning fra den 1. januar 1999 er loven om Den Sociale Pensionsfond ændret. Som opfølgning på lovændringen blev reglementet revideret i 1999. I den forbindelse er styringen af DSPs aktiver i relation til statsgælden præciseret.

BAGGRUND**4.2**

DSP er oprettet ved lov i 1970, hvor der indførtes et særligt folkepensionsbidrag. Midlerne blev henlagt til DSP og anbragt i obligationer.

Med virkning fra 1982 er loven ændret, og indbetalingerne til DSP er ophørt. DSP er videreført som en del af statens aktiver. Det blev samtidig bestemt, at renterne af DSPs obligationsbeholdning anvendes til finansiering af pensionsforbedringer eller henlægges i DSP.

I finansloven fastsættes det beløb, der løbende overføres fra DSP til Socialministeriet til dækning af udgifterne ved de pensionsforbedringer, der er gennemført under henvisning til DSP. Med virkning fra den 1. januar 1999 er loven ændret, så det af loven fremgår, at DSPs grundkapital kan anvendes til finansiering af pensionsforbedringer, såfremt udgifterne til pensionsforbedringerne overstiger renteindtægterne. Dette princip for overførsel til Socialministeriet har siden 1996 været fastlagt i en tekstanmærkning på finansloven.

Princippet for overførslen til Socialministeriet indebærer en gradvis reduktion af DSPs grundkapital over en årrække, idet udgifterne forventes at overstige renteindtægterne. Således skønnes DSPs nominelle obligationsbeholdning at være i størrelsesordenen 125 mia.kr. ved udgangen af 2005 mod 142 mia.kr. ved udgangen af 1999.

FORVALTNINGEN AF DSP OG PLACERINGSPOLITIKKEN

4.3

DSP er under socialministerens og finansministerens ansvarsområder. Bestyrelsen af DSPs obligationsbeholdning varetages af et udvalg med repræsentanter for Finansministeriet, Socialministeriet og Nationalbanken. Den daglige pleje af DSPs aktiver varetages af Nationalbanken.

Principperne for bestyrelsen af DSPs midler er nærmere fastsat i et reglement. Af reglementet fremgår, at der tilstræbes en god forrentning af DSPs aktiver under hensyntagen til de samlede statsfinansielle konsekvenser af DSPs dispositioner.

Den seneste tilpasning af reglementet, som blev foretaget i lyset af den førnævnte lovændring, har præciseret styringen af DSPs aktiver i relation til statsgælden. På de kvartalsvise statsgældsmøder mellem Finansministeriet, Økonomiministeriet og Nationalbanken fastlægges et varighedsbånd for statsgælden – herunder DSPs obligationsbeholdning – inden for hvilket varigheden holdes. Det ovenfor nævnte udvalg til bestyrelse af DSP godkender varighedsbåndet for fonden. Styringen af statsgældens varighed er nærmere beskrevet i kapitel 8.

DSPs midler anbringes i børsnoterede obligationer. Inden for de seneste fem år er DSPs beholdning af statsobligationer øget til knap 75 pct. Af det reviderede reglement fremgår, at der fortsat primært investeres i statsobligationer. Det tilstræbes, at DSPs køb foretages uden væsentlig påvirkning af rentedannelsen på obligationsmarkedet, herunder renteforskellen mellem realkredit- og statsobligationer.

FONDENS LØBENDE BETALINGER OG BEHOLDNING

4.4

DSPs renteindtægter var i 1999 på 10,8 mia.kr. Heraf blev der overført 7,4 mia.kr. til Socialministeriet til finansiering af pensionsforbedringer. Der blev betalt 3,2 mia.kr. i realrenteafgift. Der blev udtrukket og solgt obligationer for 17,8 mia.kr. (bogført værdi).

De overskydende renteindtægter samt provenuet fra udtræk og salg er placeret i statspapirer.

Ved udgangen af året udgjorde DSPs beholdning af obligationer 141,6 mia.kr. til nominal værdi, jf. tabel 4.4.1. Beholdningen udgør dermed

DEN SOCIALE PENSIONS FONDENS OBLIGATIONSBEHOLDNING, ULTIMO 1994-99 Tabel 4.4.1

Mia.kr.	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Nominal værdi	146,9	151,5	148,8	146,8	143,6	141,6
Kursværdi	138,3	153,5	156,6	157,4	159,8	150,7

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

DEN SOCIALE PENSIONSFRONDS OBLIGATIONSBEHOLDNING
FORDELT PÅ OBLIGATIONSTYPER, ULTIMO 1998-99

Tabel 4.4.2

Nominel værdi	1998		1999	
	Mia.kr.	Pct.	Mia.kr.	Pct.
Statsobligationer	100,1	69,7	105,4	74,4
Realkreditobligationer ¹	34,4	23,9	27,6	19,5
Indeksobligationer ²	8,6	6,0	8,2	5,8
Andre obligationer ¹	0,5	0,3	0,4	0,2
I alt	143,6	100,0	141,6	100,0

¹ Ekskl. indeksobligationer.

² Indeksret værdi.

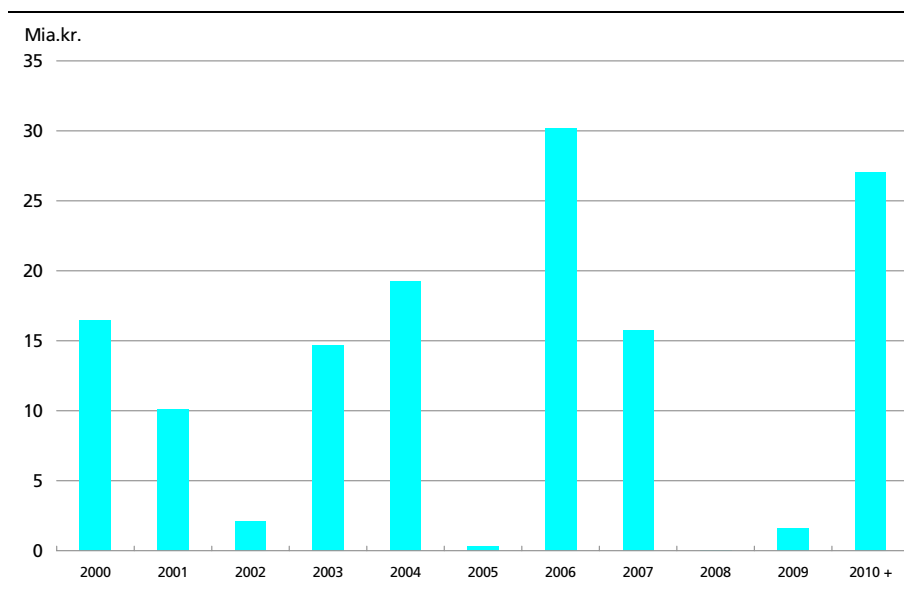
godt 7 pct. af den samlede udestående mængde af obligationer noteret på Københavns Fondsbørs. Den nominelle beholdning er gennem 1999 faldet med 2,0 mia.kr. Faldet kan altovervejende henføres til, at udtrukne obligationer er genplaceret i statspapirer med kurser over pari. Kursværdien er gennem 1999 faldet med 9,1 mia.kr. især som følge af det stigende renteniveau.

Obligationsbeholdningen består overvejende af statsobligationer, der udgør knap 75 pct. af værdipapirbeholdningen, jf. tabel 4.4.2. Resten af beholdningen er primært placeret i realkreditobligationer.

Fordeelingen af DSPs beholdning på udløbsår er vist i figur 4.4.1. Beholdningens statspapirer har alle udløb i 2007 eller før, mens den over-

DEN SOCIALE PENSIONSFRONDS OBLIGATIONSBEHOLDNING
FORDELT PÅ UDLØBSÅR, ULTIMO 1999, NOMINEL VÆRDI

Figur 4.4.1



VARIGHED FOR DEN SOCIALE PENSIONSFRONDS OBLIGATIONSBEHOLDNING Tabel 4.4.3

År	Ultimo 1998	Ultimo 1999
Statsobligationer	3,9	3,8
Andre obligationer	2,8	5,6
Samlet beholdning	3,6	4,2

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

vejende del af beholdningens realkredit-, indeks- og skibskreditobligationer har udløb efter 2007.

Ved udgangen af 1999 var den optionsjusterede varighed på DSPs obligationsbeholdning 4,2 år, hvilket er godt ½ år mere end ved udgangen af 1998, jf. tabel 4.4.3. Varigheden for beholdningen af statsobligationer er stort set uændret, mens varigheden for den øvrige obligationsbeholdning er steget. Stigningen skyldes det stigende renteniveau, der mindsker konverteringsrisikoen og dermed øger varigheden for konverterbare realkreditobligationer.

KAPITEL 5

Statsgælden

SAMMENFATNING**5.1**

Statsfinanserne viste i 1999 overskud, og gælden faldt med godt 10 mia.kr. Ved udgangen af året var statens gæld 560,5 mia.kr.

De samlede renteudgifter i 1999 udgjorde 37,8 mia.kr., hvilket er mindre end i 1998.

Ved udgangen af 1999 var den offentlige sektors gæld opgjort i henhold til EU-traktaten 639,5 mia.kr. svarende til 55,0 pct. af BNP.

Udlandets ejerandel af danske statspapirer udgjorde 36 pct. ultimo 1999.

STATSGÆLD**5.2**

Statsgælden opgøres som den nominelle værdi af indenlandsk og udenlandsk gæld fratrukket statens indestående i Nationalbanken og Den Sociale Pensionsfond. Ved udgangen af 1999 var statens gæld 560,5 mia.kr., hvilket er et fald på 10,3 mia.kr. i forhold til 1998, jf. tabel 5.2.1. Faldet i statsgælden følger af overskud på statens finanser. Gælden udgør 46,3 pct. af BNP ultimo 1999.

Statens nettolåntagning består af hhv. indenlandsk og udenlandsk nettolåntagning samt træk på statens konto i Nationalbanken. Den samlede nettolåntagning til kursværdi var -8,0 mia.kr. i 1999.

Nettolåntagningen tillagt kursreguleringer svarer til ændringen i den nominelle statsgæld. Kursreguleringerne består af emissionskurstab samt valutakursreguleringer. Emissionskurstab opgøres som forskellen mellem årets låntagning til nominel værdi og kursværdi. I 1999 var emissionskurstabile på den indenlandske gæld -0,8 mia.kr., og den samlede kursregulering for den udenlandske låntagning var 0,2 mia.kr.

EJERFORDELING FOR STATSPAPIRER**5.3**

Den indenlandske gæld udgør langt den største del af statsgælden, jf. tabel 5.2.1. Opdelingen i indenlandsk og udenlandsk gæld sker i henhold til den valuta, lånet optages i. Indenlandsk gæld er derfor lån i kroner,

NETTOLÅNTAGNING OG BEVÆGELSER I STATSGÆLDEN, 1996-2000					Tabel 5.2.1
Mia.kr.	1996	1997	1998	1999	2000
<i>Nettolåntagning</i>					
Indenlandsk låntagning	19,3	-5,9	-10,2	-7,1	-19,3
Udenlandsk låntagning ¹	-5,0	-0,2	-21,7	1,5	-1,4
Træk på Nationalbanken	2,6	2,0	-1,3	-2,5	1,4
Nettolåntagning til kursværdi	16,9	-4,1	-33,1	-8,0	-19,3
<i>Kursregulering</i>					
Indenlandsk emissionskurstab ²	1,6	1,8	-0,5	-0,8	2,7
Udenlandsk emissionskurstab ²	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0
Valutakursregulering (-gevinst) mv.	0,0	1,4	-0,3	0,2	0,0
Nettolåntagning til nominel værdi	18,6	-0,8	-32,5	-8,6	-16,6
<i>Statusposter, ultimo året, nominel værdi</i>					
Indenlandsk gæld	677,7	673,7	656,4	648,6	632,0
Udenlandsk gæld	101,5	103,6	88,3	90,0	88,6
Statens konto i Nationalbanken ³	31,1	29,0	30,4	36,5	35,1
Den Sociale Pensionsfond ⁴	148,8	146,8	143,6	141,6	140,6
Statsgæld	599,4	601,5	570,8	560,5	544,9

Kilde: Statsregnskab 1996, 1997 og 1998. For 1999 prognosen i Budgetoversigt 5-99 samt foreløbige tal fra statens bogføring. Prognosetal for 2000 er baseret på Budgetoversigt 5-99 og forslag til finanslov for 2000.

Anm.: I 1998 blev statens 8,5 pct. stående eurolån 2002 omdefinert fra indenlandsk til udenlandsk gæld. Den Sociale Pensionsfonds nettoobligationskøb indgår ikke i den indenlandske og den samlede nettolåntagning.

¹ 1999 inkl. provenu på 0,5 mia.kr. som følge af førtidsindfrielse af 2 udenlandske renteswaps. Beløbet modregnes under valutakursreguleringer.

² Inkl. opkøbskurstab.

³ For 1999 er statens konto opgjort i henhold til Nationalbankens balance.

⁴ Den Sociale Pensionsfonds beholdning af indeksobligationer er opgjort til indekseret værdi.

mens udenlandsk gæld er lån i valuta. Opgørelsen af indenlandsk og udenlandsk gæld refererer ikke til obligationskøberens hjemland.

Danmarks Statistik opgør en kvartalsvis ejerfordeling af værdipapirer på sektorer. Opgørelsen foretages på baggrund af oplysninger fra Værdipapircentralen. På baggrund heraf er det muligt at opgøre investorfordelingen af danske kronedenominerede statspapirer, jf. tabel 5.3.1. Det fremgår af tabellen, at udlandet er den største investorgruppe med en ejerandel på 36 pct. ved udgangen af 1999.

Udenlandske investorer har især vist interesse for statsobligationer, og ejerandelen har i en årrække været omkring 35-40 pct., jf. figur 5.3.1. For statsgældsbeviser har udlandets ejerandel traditionelt været mindre, men andelen er steget de senere år. Dette har betydet, at udlandet ved udgangen af 1999 holder mere end hvert tredje statsgældsbevis.

Udstedelsen af statens udenlandske lån er tilrettelagt med henblik på udenlandske investorer. Det skønnes, at den udenlandske ejerandel er tæt ved 100 pct.

**SEKTORFORDELING AF CIRKULERENDE
KRONEDENOMINEREDE STATSPAPIRER, 1998-99**

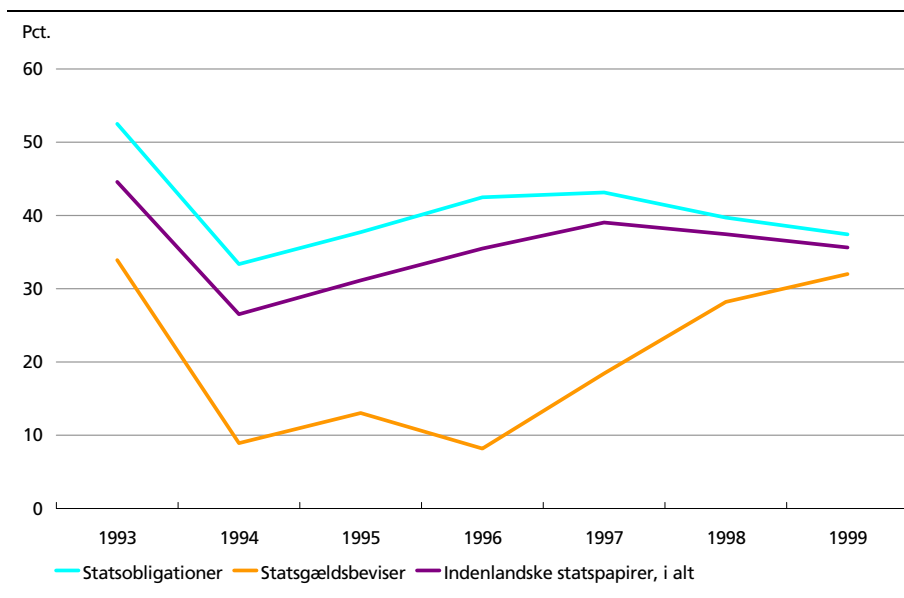
Tabel 5.3.1

Pct.	Ultimo 4. kv. 98	Ultimo 1. kv. 99	Ultimo 2. kv. 99	Ultimo 3. kv. 99	Ultimo 4. kv. 99
Ikke finansielle selskaber	5	4	4	5	5
Finansielle institutioner inkl. Nationalbanken	21	21	21	22	22
Forsikringselskaber og pensionskasser	9	8	9	9	10
Offentlig sektor	21	21	21	21	22
Private, ikke udbyttegivende institutioner	1	1	1	1	1
Husholdninger	4	3	3	3	3
Udlændinge	37	40	40	38	36
Uoplyst	1	1	1	1	1
I alt	100	100	100	100	100
Kursværdi i alt, mia.kr.	733,2	743,1	733,9	720,2	684,1

Anm.: Danmarks Statistiks sektorfordeling af danske kronedenominerede statspapirer er korrigeret for genkøbsforretninger mellem danske pengeinstitutter og valutaudlændinge. Desuden er der skønsmæssigt korrigeret for valuta-indlændinges beholdninger i depot, fx Euroclear.

UDLANDETS EJERANDEL AF INDENLANDSKE STATSPAPIRER, ULTIMO 1993-99

Figur 5.3.1



RENTEUDGIFTER

5.4

Omkostningerne ved statens gæld består af renter, fordelte emissionskurstab og realiserede valutakurstab. Efter regnskabsprincipperne gældende fra 1. januar 1998 periodiseres renter og emissionskurstab ifølge et optjeningsprincip.

Renteudgifterne opgøres i forhold til årets rentetilskrivning svarende til det antal dage, et lån løber det pågældende år. Emissionskurstab, som udgøres af forskellen mellem nominel værdi og kursværdi ved emission, fordeles efter et lineært princip over lånets løbetid.

De samlede renteudgifter i 1999 udgjorde 37,8 mia.kr., hvilket er 1,1 mia.kr. lavere end i 1998. Renteudgifterne på den indenlandske gæld faldt 2,6 mia.kr. fra 1998 til 1999. Samtidig faldt renteindtægterne for Den Sociale Pensionsfond med 1,4 mia.kr., jf. tabel 5.4.1.

Faldet i statens renteudgifter kan henføres til lave markedsrenter. Lave markedsrenter medfører, at relativt højt forrentet gæld refinansieres med lavere forrentet gæld. Efterhånden som højt forrentet gæld erstattes med lavere forrentet gæld, sker en gradvis reduktion af renteudgifterne. Den faldende gæld medvirker tillige til lavere renteudgifter for staten.

RENTEUDGIFTER FOR STATSGÆLDEN, 1996-2000					Tabel 5.4.1
Mia.kr.	1996	1997	1998	1999	2000
<i>Indenlandsk gæld</i>					
Renter	47,8	49,7	45,7	43,6	42,3
Fordelte emissionskurstab	6,4	4,4	3,5	2,9	1,9
Renteudgifter	54,2	54,1	49,1	46,5	44,2
<i>Udenlandsk gæld</i>					
Renter	5,6	3,9	4,8	4,0	3,8
Realiserede valutakurstab på afdrag	-	-	-1,3	-0,3	0,0
Fordelte emissionskurstab	1,0	0,7	0,1	0,1	0,0
Renteudgifter	6,6	4,6	3,6	3,8	3,9
<i>Renter vedrørende</i>					
Statens konto i Nationalbanken	-1,5	-1,2	-1,7	-1,8	-1,8
Den Sociale Pensionsfond	-15,3	-14,0	-12,2	-10,8	-11,0
I alt	44,0	43,5	38,9	37,8	35,3

Kilde: Statsregnskab 1996, 1997 og 1998. For 1999 foreløbige tal fra statens bogføring. For 2000 prognosetal baseret på Budgetoversigt 5-99 og forslag til finanslov for 2000.

Anm.: Nyt regnskabsprincip fra 1. januar 1998 ændrede opgørelsen af renteudgifter og fordelte emissionskurstab, jf. *Statens låntagning og gæld 1997*. Samtidig blev statens eurolån omdefinert fra indenlandsk til udenlandsk gæld. Årene 1996-97 er derfor ikke sammenlignelige med årene 1998-2000.

DEN OFFENTLIGE SEKTORS BRUTTOGÆLD – ØMU-GÆLD

5.5

Opgørelsen af den offentlige sektors budgetunderskud og gæld sker i henhold til EU-traktaten. Den offentlige sektor omfatter ud over staten også kommuner og amter samt sociale kasser og fonde. Staten tegner sig for størstedelen af den offentlige sektors gæld.

Den offentlige sektors gæld opgøres brutto, hvilket yderligere adskiller opgørelsesmetoden fra gælden opgjort i tabel 5.2.1. I opgørelsen af bruttogælden kan den offentlige sektor dog konsolidere gælden med fordringer på sig selv. Dette betyder fx, at Den Sociale Pensionsfonds beholdning af statspapirer kan fratrækkes i gældsopgørelsen, men ikke beholdningen af realkreditobligationer m.m.

EU-Kommissionen overvåger udviklingen i medlemslandenes budgetsituation med henblik på at vurdere, om budgetdisciplinen overholdes. Vurderingen sker på baggrund af to kriterier, som fremgår direkte af EU-traktaten. Det offentlige underskud må for det første ikke overstige 3 pct. af BNP, medmindre underskuddet er faldet væsentligt og vedvarende og har nået et niveau, der ligger tæt på 3 pct. af BNP, eller overskridelsen kun er exceptionel og midlertidig. Det andet kriterium vedrører den offentlige gæld, der ikke må overstige 60 pct. af BNP, medmindre andelen mindskes tilstrækkeligt og nærmer sig 60 pct. af BNP med en tilfredsstillende hastighed, jf. EU-traktaten, artikel 104 med tilhørende protokol.

Medlemslandene skal to gange årligt indrapportere oplysninger vedrørende den offentlige sektors budgetunderskud og gæld til EU-Kommissionen. Kommissionen udarbejder derefter en rapport for de lande, som ikke overholder ovennævnte kriterier. På baggrund af en henstilling fra Kommissionen og bemærkninger fra medlemslandet fastslår Rådet herefter, om der foreligger et uforholdsmæssigt stort budgetunderskud.

Danmark har ikke siden juni 1996 haft et uforholdsmæssigt stort budgetunderskud. Dette skyldes et budgetunderskud under 3 pct. af BNP og en tilstrækkeligt faldende gældskvote, selvom gælden indtil 1998 var over 60 pct. af BNP, jf. tabel 5.5.1.

DEN OFFENTLIGE SEKTORS BUDGETSALDO OG GÆLD, 1995-99					Tabel 5.5.1
	1995	1996	1997	1998	1999
Den offentlige saldo i mia.kr.	-23,4	-9,0	4,4	11,3	36,5
Den offentlige saldo i pct. af BNP	-2,4	-0,9	0,4	1,0	3,1
Bruttogæld i mia.kr.	699,7	690,6	682,8	649,7	639,5
Bruttogæld i pct. af BNP	72,1	67,7	63,9	58,0	55,0

Kilde: Økonomiministeriet, *Økonomisk Oversigt*, december 1999.

Anm.: Opgørelsen er baseret på EUs definitioner i henhold til ENS79.

Ved udgangen af 1999 var den offentlige sektors gæld, opgjort i henhold til EU-traktaten, 639,5 mia.kr. svarende til 55,0 pct. af BNP. Gældsandelen er dermed 5 procentpoint under tærskelværdien på 60 pct.

KAPITEL 6

Risikostyring

SAMMENFATNING**6.1**

Staten påtager sig gennem den inden- og udenlandske låntagning og gæld en række risici, herunder rente-, valutakurs- og kreditrisiko.

Til styring af renterisikoen på statsgælden benyttes målsætninger for gældens varighed og afdragsprofil. Til styring af renterisikoen på den indenlandske gæld benyttes tillige Cost-at-Risk (CaR).

Varigheden på statsgælden er gennem 1999 gradvist reduceret til 3,8 år fra 4,4 år.

Valutakursrisikoen på statens udenlandske gæld og Nationalbankens valutareserve styres under ét ud fra en valutafordeling (neutralfordelingen), der fastlægges kvartalsvis af Finansministeriet, Økonomiministeriet og Nationalbanken. Fastsættelsen af neutralfordelingen tager udgangspunkt i forventede risici og afkast i forhold til en benchmark, som i lyset af fastkurspolitikken er fastsat som en ren placering i euro.

Neutralfordelingens performance i forhold til benchmark var i 1999 negativ med i alt ca. 320 mio.kr. Dette afspejler især styrkelsen af dollar og yen over for euro. Den akkumulerede performance for perioden 1992-99 har været positiv med ca. 500 mio.kr.

Statens krediteksponering på swapmodparter steg i løbet af 1999 med 3,7 mia.kr. til i alt 11,7 mia.kr. Stigningen kan især tilskrives, at dollar blev styrket over for euro. Dette indebar, at porteføljens markedsværdi steg med 4,5 mia.kr. På baggrund af modparternes høje kreditværdighed vurderes statens kreditrisiko på swapporteføljen at være beskeden.

Kreditstyringen af swaps blev udbygget i 1999 ved, at staten begyndte at indgå aftaler om sikkerhedsstillelse med modparterne. Dette har medført en reduktion af såvel den aktuelle som den (fremtidige) potentielle krediteksponering. Det forventes, at staten har indgået aftaler om sikkerhedsstillelse med omkring 20 modparter inden udgangen af 2000. Herved vil 75 pct. af porteføljen være dækket af sikkerhedsaftaler. Staten har siden medio 1999 alene indgået nye swaps med modparter, som enten har underskrevet eller snarligt forventes at underskrive en sikkerhedsaftale.

Den overordnede styring af rente- og refinansieringsrisikoen på statens gæld sker på baggrund af målsætninger om gældens varighed og afdragsprofil. Som supplement hertil anvendes Cost-at-Risk (CaR).
Varighed, afdragsprofil og CaR belyser på hver deres måde forskellige aspekter af statsgældens eksponering over for ændringer i renterne.

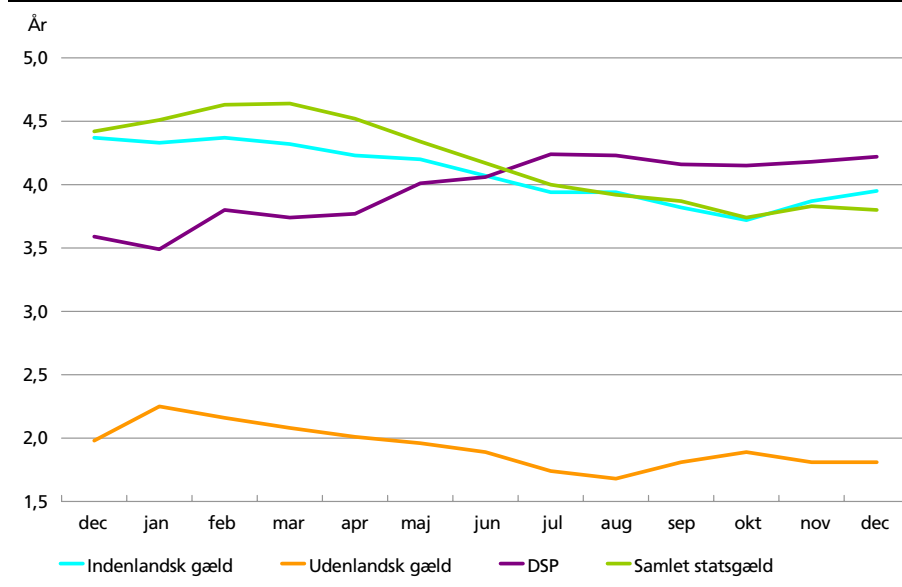
Varighed

Varigheden er et mål for den gennemsnitlige rentebindingstid på gælden. Varigheden, der benyttes i statsgældsadministrationen, er den såkaldte Macaulay-varighed, jf. boks 6.1. Gennem styring af varigheden sikres, at renteudgifter på statsgælden ikke stiger uforholdsmæssigt meget i tilfælde af en stigning i det generelle renteniveau.
På baggrund af den faldende statsgæld og en vurdering af sammenhængen mellem låneomkostninger og renterisiko, blev det besluttet at reducere varigheden. Varigheden på statsgælden er derfor i løbet af 1999 reduceret fra 4,4 år til 3,8 år. Der sigtes mod yderligere at reducere varigheden i 2000 til omkring 3,5 år. Ved fastlæggelsen af varighedsmålsætningen tages der hensyn til de øvrige målsætninger i statsgældspolitikken, herunder først og fremmest hensynet til en attraktiv lånevifte. For den indenlandske gæld sigtes der i 2000 mod en varighed på omkring 3,75 år.

DEFINITION AF VARIGHED	Boks 6.1
Varigheden på statsgælden opgøres som en Macaulay-varighed (V_{Mac}). Denne defineres som: $V_{Mac}(t, i_s) = \sum_t (t - s) \frac{C_t \cdot (1 + i_s)^{-(t-s)}}{\sum_u C_u \cdot (1 + i_s)^{-(u-s)}}$ hvor s er i dag, i_s er en diskonteringsrente, og t er tidspunktet for den fremtidige betaling C_t. Varighed angiver den gennemsnitlige rentebindingstid på gælden. Jo længere varighed, desto 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 gælden, som bliver tilpasset det aktuelle renteniveau. Lang varighed indebærer dermed typisk en lav variation i de årlige renteomkostninger på gælden. 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 lån med 10 års varighed.	

VARIGHED 1999, ULTIMO MÅNEDEN

Figur 6.2.1



Styringen af varigheden på statsgælden sker ved at fastsætte målsætninger for varigheden på statsgældens delkomponenter. Der fastsættes således selvstændige varighedsmålsætninger for den indenlandske gæld, for den udenlandske gæld og for Den Sociale Pensionsfond (DSP). Varighedsudviklingen gennem 1999 for statsgældens delkomponenter er vist i figur 6.2.1. Varigheden på den indenlandske gæld var ved udgangen af 1999 4,0 år mod 4,4 år ved udgangen af 1998. Tilsvarende blev varigheden på den udenlandske gæld sænket til 1,8 år fra 2,0 år. Varigheden af DSPs værdipapirbeholdning steg fra 3,6 år til 4,2 år. En stigning i DSPs varighed medvirker isoleret set til en reduktion i varigheden på statsgælden, idet aktiver med en lang varighed neutraliserer varighedsbidraget fra passiver med lang varighed.

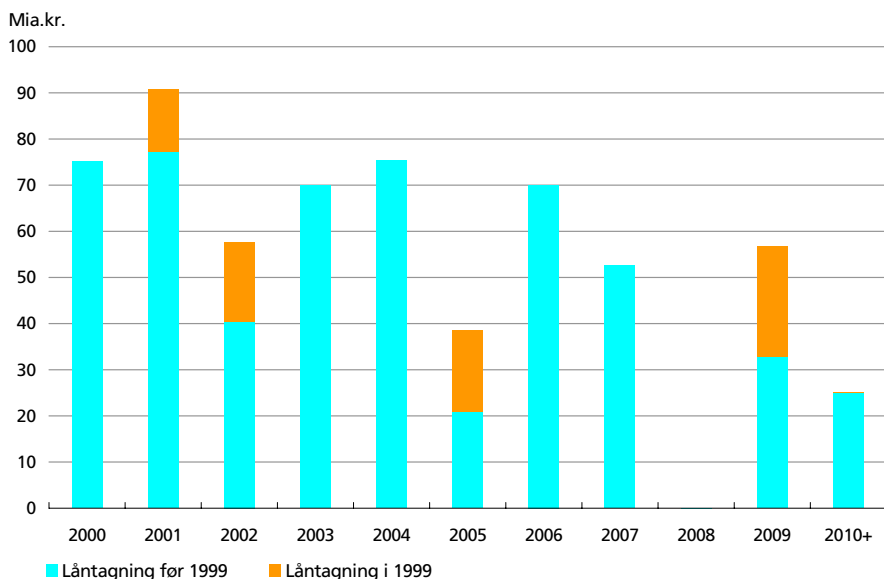
De senere år er der taget udgangspunkt i en helhedsbetragtning, når varighedsmålsætningen for de enkelte dele af gælden er blevet fastsat. Fra 2000 vil der ske en yderligere formalisering af varighedsstyringen af statsgælden. Der fastlægges således en varighedsmålsætning for statens samlede gæld. Med udgangspunkt heri defineres målsætninger for varigheden på den indenlandske gæld, den udenlandske gæld og for DSP, jf. kapitel 8.

Afdragsprofil

Afdragsprofilen på statsgælden viser den tidsmæssige spredning af afdragene. For at reducere risikoen for, at staten i et bestemt år rammes

AFDRAGSPROFIL – INDENLANDSK STATSGÆLD, ULTIMO 1999

Figur 6.2.2



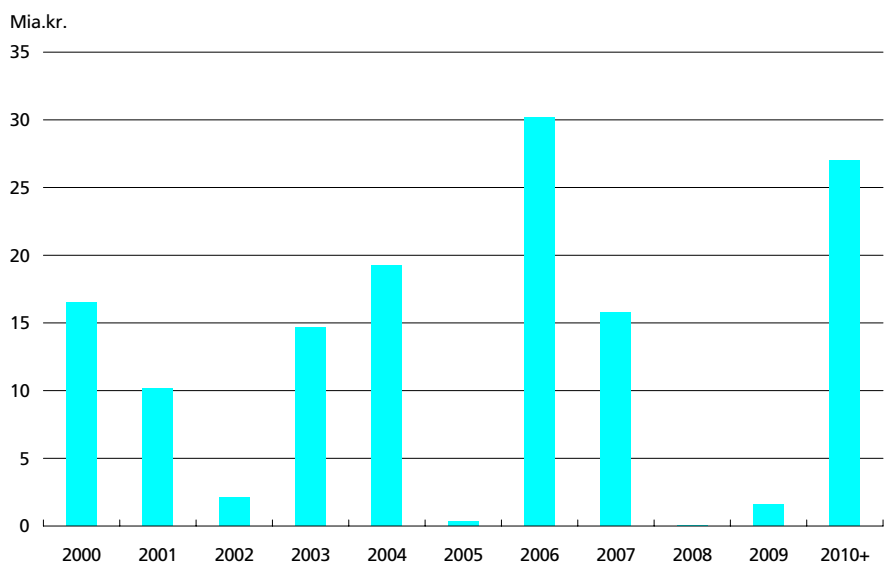
Anm.: Ekskl. skatkammerbeviser.

uforholdsmæssigt hårdt af ugunstige finansieringsvilkår, tilstræbes et jævnt refinansieringsbehov i de enkelte år.

Afdragsprofilen for den indenlandske gæld er vist i figur 6.2.2. Strukturen afspejler strategien om at opbygge store likvide serier i de 2-, 5-

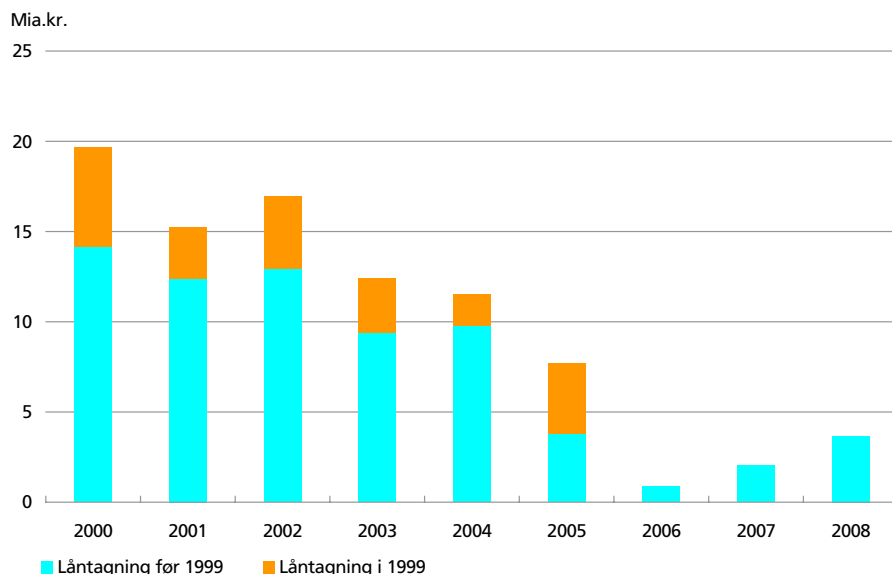
FORFALDSPROFIL – DEN SOCIALE PENSIONS FOND, ULTIMO 1999

Figur 6.2.3



AFDRAGSPROFIL – UDENLANDSK STATSGÆLD, ULTIMO 1999

Figur 6.2.4



og 10-årige løbetidssegmenter. Udstedelse i låneviftepapirerne vil udjævne afdragsprofilen yderligere i 2000.

Forfaldsprofilen for DSPs værdipapirbeholdning er vist i figur 6.2.3. Den beskedne beholdning af papirer med forfald i 2002, 2005 og 2009 afspejler, at DSP ikke placerer midler i statspapirer, der indgår i låneviften.

For den udenlandske gæld sigtes der ligesom for den indenlandske gæld mod et nogenlunde konstant refinansieringsbehov. Erfaringsmæssigt er der ikke systematisk bestemte løbetidssegmenter, hvori udstedelse er mere fordelagtig end i andre. Som gennemsnitsbetragtning udstedes med lige store beløb i alle løbetidssegmenterne fra 1-10 år. Målsætningen om et stabilt refinansieringsbehov giver sig derfor udslag i en faldende afdragsprofil. Afdragsprofilen for den udenlandske statsgæld er vist i figur 6.2.4.

Cost-at-Risk

Cost-at-Risk (CaR) benyttes som supplement til varighed og afdragsprofil i forbindelse med styring af renterisikoen på den indenlandske statsgæld. CaR er en kvantificering af renterisikoen på gælden. Resultaterne af CaR-beregningerne benyttes ved fastlæggelse af lånesammensætningen, jf. kapitel 9.

Der arbejdes på at udvide CaR-beregningerne til at omfatte de øvrige dele af statsgælden.

Siden 1992 er valutakursrisikoen på statens udenlandske gæld og Nationalbankens valutareserve, der samlet giver enten et nettotilgodehavende eller en nettogæld i udenlandsk valuta, styret under ét, jf. kapitel 1.

Nettotilgodehavende og valutafordeling i 1999

I 1999 har der igennem hele året været et nettotilgodehavende. Tilgodehavendet steg fra ca. 20 mia.kr. ved årets begyndelse til knap 80 mia.kr. ved årets udgang, jf. figur 6.3.1. Stigningen var et resultat af Nationalbankens interventionsopkøb af udenlandsk valuta.¹

Valutakursrisikoen styres ud fra en neutralfordeling for den valuta-mæssige sammensætning. Neutralfordelingen fastsættes kvartalsvis af Finansministeriet, Økonomiministeriet og Nationalbanken efter oplæg fra Nationalbanken.

Fastsættelsen af neutralfordelingen tager udgangspunkt i afvejningen af forventede risici og afkast i forhold til en benchmark, som i lyset af fastkurspolitikken er fastsat som en ren placering i euro. Afvigelsen mellem neutralfordelingen og benchmark kan betragtes som en strategisk position. Til støtte for bestemmelsen af positionen anvendes en porteføljemodel, der tager højde for langsigtede valutakursforventninger, valutakursrisici og rentespænd i forhold til eurolandene².

Valutakursrisikoen holdes på et lavt niveau og styres efter et absolut mål. Sidstnævnte indebærer, at neutralfordelingen fastsættes som en absolut fordeling i kroner, og at ændringer i nettotilgodehavendet alene påvirker positionen i euro. Herved undgås, at valutakursrisikoen påvirkes af bevægelser i nettogældens størrelse.

Neutralfordelingen for 1999 er gengivet i tabel 6.3.1. Fordelingen har været kendetegnet ved gældspositioner i yen og schweizerfranc, hvor renterne er lavere end tilsvarende eurorenter. Størrelsesforskellen i de to gældspositioner afspejler den markant højere valutakursrisiko i yen. Positionerne i dollar og pund skal ses i sammenhæng, idet de to valutaer er stærkt korrelerede. Valutakursrisikoen på den forholdsvis store gældsposition i dollar i 4. kvartal modvirkes således delvis af den samtidige aktivposition i pund.

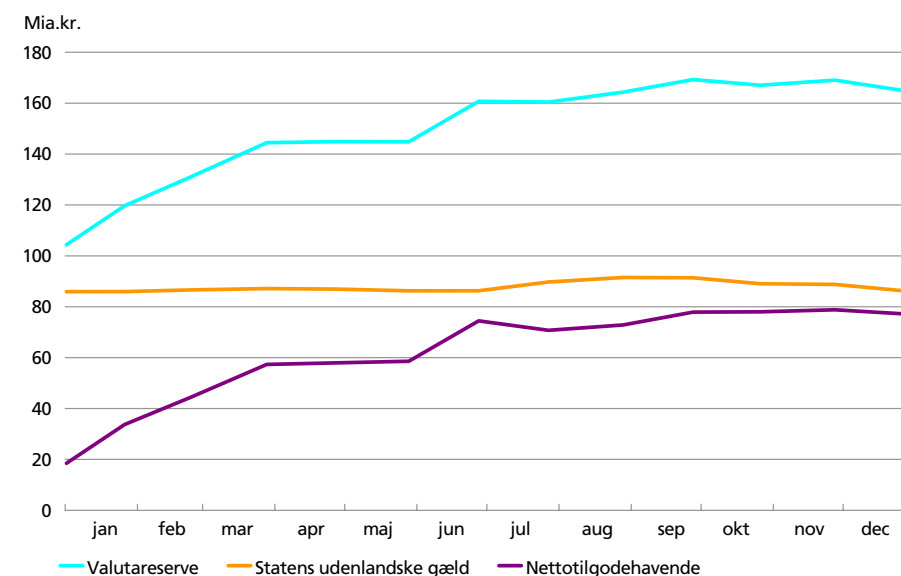
Nationalbanken har i de senere år kun i beskedent omfang udnyttet muligheden for at tage positioner i forhold til neutralfordelingen ud fra kortsigtede valutakursforventninger. Det gjorde sig også gældende i

¹ Statens optagelse af udlandslån har i sig selv ingen indvirkning på nettotilgodehavendet/nettogældens størrelse, idet Nationalbanken overtager valutaprovenuet herfra mod at indsætte et tilsvarende kronebeløb på statens konto. Herved stiger Nationalbankens valutatilgodehavende blot i takt med statens udlandsgæld.

² For en nærmere beskrivelse af porteføljemodellen se *Statens låntagning og gæld 1993*, kapitel 7.

NETTOTILGODEHAVENDETS FORDELING I 1999

Figur 6.3.1



Anm.: Observationer ultimo måneden.

1999. Den beskedne udnyttelse skal ses i lyset at et ønske om større forsigtighed i den kortsigtede positionstagning og mere vægt på den strategiske positionstagning ved de kvartårige møder.

Performance

Det er en målsætning, at den aktive positionstagning set over en længere tidsperiode skal give et merafkast i forhold til benchmark. Der beregnes derfor performance for positionstagningen ved opgørelser af forskellen i indtjeningen mellem neutralfordelingen og benchmark. Performance beregnes ud fra udviklingen i valutakurser og rentespænd over for euro.

I 1999 har der været en negativ performance på i alt ca. 300 mio.kr. Det kan især henføres til svækkelsen af euro over for dollar og yen. Den akkumulerede performance for perioden 1992-99 har været positiv med

NEUTRALFORDELINGEN FOR NETTOTILGODEHAVENDET, 1999

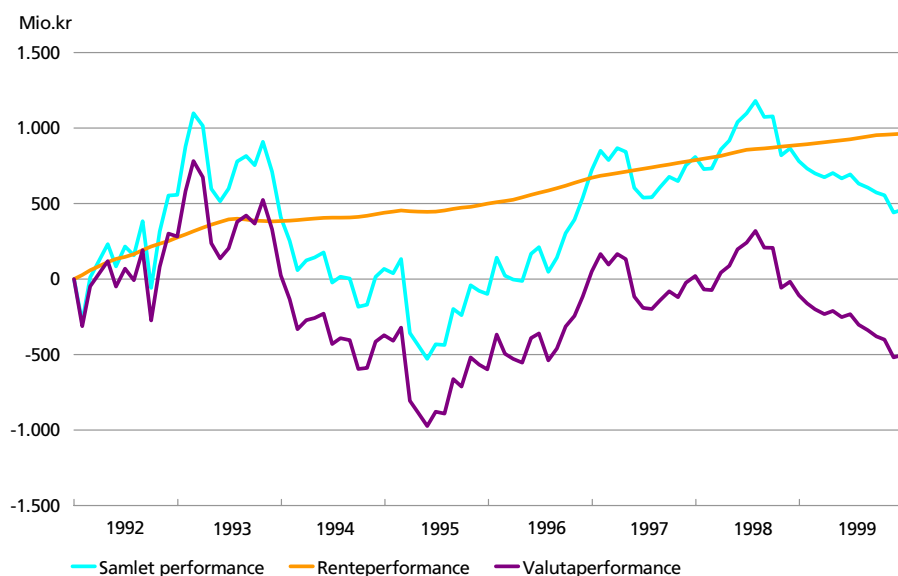
Tabel 6.3.1

Mia.kr.	USD	JPY	GBP	CHF	EUR	I alt
1999 1. kvrt.	0,0	-1,0	-0,5	-3,5	Resten	57,3
1999 2. kvrt.	0,5	-1,0	-0,5	-3,5	Resten	74,4
1999 3. kvrt.	1,0	-1,0	0,0	-3,5	Resten	77,9
1999 4. kvrt.	-2,0	-0,5	1,0	-3,5	Resten	77,1

Anm.: Negative tal angiver gældsposition. Nettotilgodehavendets størrelse "I alt" er opgjort ultimo kvartalet.

NEUTRALFORDDELINGENS AKKUMULEREDE PERFORMANCE, 1992-99

Figur 6.3.2



Anm.: Observationer ultimo måneden. I beregningerne er taget hensyn til overgangen fra styring efter et relativt til et absolut risikomål, se *Statens låntagning og gæld 1998*, kapitel 4.

ca. 500 mio.kr. Det dækker over en positiv rentepreformance på ca. 1.000 mio.kr. og en negativ valutapreformance på ca. 500 mio.kr., jf. figur 6.3.2. Den positive rentepreformance kan i høj grad tilskrives, at der typisk i fastsættelsen af neutralfordelingen er taget gældspositioner i schweizerfranc og yen, hvor renteniveauerne er lave.

Nationalbankens daglige positioner i forhold til neutralfordelingen har som nævnt været meget beskedne og performance derfor stort set nul.

KREDITRISIKO

6.4

Swaps anvendes af staten til at omlægge valuta- eller rentevilkår på eksisterende lån.

I en swap aftaler to parter at betale ydelser til hinanden svarende til, at de gensidigt havde optaget et lån hos den anden part. For staten vil modtagne betalinger i en swap dermed kunne modsvare renter og afdrag på et lån, så de afgivne betalinger i kontrakten med swapmodparten bliver de egentlige omkostninger på lånet.

Indgåelse af en swap indebærer en risiko for staten for at tabe penge, såfremt modparten misligholder sine betalingsforpligtelser under kontrakten. Denne tabsrisiko betegnes kreditrisikoen og udgøres af en eventuel positiv markedsværdi for staten på kontrakten. Markedsværdi-

en opgøres som forskellen i markedsværdien på de to (teoretiske) lån, som swapkontrakten består af.

Kreditstyringen af statens swapportefølge

For at begrænse kreditrisikoen på statens swapportefølge er der fastlagt principper for, hvilke modparter der kan indgå kontrakter med, størrelsen af krediteksponeringer på modparter, osv. Væsentlige elementer i kreditstyringen er kravet om, at modparterne skal have en høj kreditværdighed (rating), og at krediteksponeringer skal holdes inden for forholdsvis beskedne kreditrammer. En samlet beskrivelse af statens principper for kreditstyring af swapporteføljen findes i Statens låntagning og gæld 1998, kapitel 9.

Kreditstyringen blev i 1999 udbygget ved, at staten begyndte at indgå aftaler om sikkerhedsstillelse med modparterne. Dette har reduceret statens krediteksponering på disse modparter. Status for etablering af sikkerhedsaftaler gennemgås sidst i kapitlet.

Kreditrisikoen på swapporteføljen ultimo 1999

Staten indgik i 1999 60 nye swaps med en samlet hovedstol på 31,4 mia.kr. Heraf var 33 renteswaps i danske kroner med en samlet hovedstol på 7,5 mia.kr. I løbet af året udløb 38 swaps med en samlet hovedstol på 17,3 mia.kr., mens 2 swaps med en samlet hovedstol på 7,5 mia.kr. blev afsluttet førtidigt. Swapporteføljets sammensætning er vist i tabel 6.4.1.

Hovedstolen på swapporteføljen overstiger den udenlandske gæld. Dette er primært et resultat af, at der i forbindelse med optagelse af et nyt udlånslån ofte indgås både en rente- og en valutaswap, jf. kapitel 3.

Markedsværdien på statens swapportefølge steg med 4,5 mia.kr. i løbet af 1999, jf. tabel 6.4.2. Dette kan primært tilskrives euroens svækkelse over for dollaren og andre valutaer.

STATENS SWAPPORTEFØLJE, ULTIMO 1997-99			Tabel 6.4.1
	1997	1998	1999
Antal modparter	35	33	36
Antal swaps	174	162	182
	Mia.kr.		
Renteswaps, danske kroner	-	0,5	8,0
Renteswaps, andre valutaer	67,4	61,5	54,2
Valutaswaps	64,1	48,2	55,1
Strukturerede swaps	3,8	3,9	3,5
Hovedstol, i alt	135,4	114,1	120,7

SWAPPORTEFØLJENS MARKEDSVÆRDI (NETTO), 1997-99			Tabel 6.4.2
Mia.kr.	1997	1998	1999
Renteswaps, danske kroner	-	-0,0	-0,2
Renteswaps, andre valutaer	0,1	-1,1	-0,4
Valutaswaps	5,0	1,0	4,8
Strukturerede swaps	0,3	0,0	0,3
I alt	5,4	-0,1	4,4

De forholdsvis kraftige udsving i porteføljens markedsværdi gennem årene er et resultat af, at swapporteføljen har en sammensætning, der gør den ganske følsom over for bevægelser i renter og valutakurser. Følsomheden over for rente- og valutakursændringer er i korte træk et resultat af, at statens udbetalinger på swaps samlet set er på variabelt forrentede passivben i euro, mens modtagne betalinger er på fast forrentede aktivben i dollar, pund samt i mindre omfang andre valutaer.

Dette er illustreret i tabel 6.4.3, der viser påvirkningen af swapporteføljens markedsværdi (netto) og dermed krediteksporeringen i tilfælde af, at en valuta apprecierer med 1 pct., respektive at renten falder med 1 procentpoint. I lyset af tabellen er det naturligt, at svækkelsen af euro over for dollar i løbet af 1999 på 15 pct. førte til, at porteføljens markedsværdi steg i løbet af året.

Tilsvarende følger det af tabel 6.4.3, at swapporteføljens markedsværdi vil stige ved et generelt rentefald. Dette følger af, at varigheden på swapporteføljens passivben er en del kortere end på porteføljens aktivben.

Den stigende anvendelse af renteswaps i danske kroner har isoleret set indebåret en forhøjelse af swapporteføljens rentefølsomhed. Ultimo 1999 ville et indenlandsk rentefald på 1 procentpoint have medført en stigning i porteføljens markedsværdi på 646 mio.kr. mod 38 mio.kr. primo året. En konsekvens af den indenlandske rentestigning i 1999 har

SWAPPORTEFØLJENS VALUTAKURS- OG RENTEFØLSOMHED, ULTIMO 1999			Tabel 6.4.3
Mia.kr.	Ændring i markedsværdi ved appreciering på 1 pct. over for DKK	Ændring i markedsværdi ved rentefald på 1 procentpoint	
DKK	-	0,65	
EUR	-0,38	-0,62	
USD	0,29	0,86	
GBP	0,10	0,14	
Andre valutaer (netto)	0,03	0,27	
Alle valutaer (netto)	0,04	1,29	

Anm.: De angivne mål er ekskl. strukturerede swaps.

SWAPPORTEFØLJENS KREDITKVALITET

Tabel 6.4.4

Rating	1997		1998		1999	
	Antal modparter	Krediteksponering (mia.kr.)	Antal modparter	Krediteksponering (mia.kr.)	Antal modparter	Krediteksponering (mia.kr.)
AAA	2	0,0	3	0,0	3	0,1
AA+	12	8,8	9	3,0	8	3,0
AA	8	3,8	6	2,4	6	3,6
AA-	7	0,6	13	2,3	13	4,5
A+	3	0,2	2	0,2	4	0,4
A	2	0,0	-	-	1	0,0
A-	1	0,3	-	-	1	0,0
Total	35	13,8	33	8,0	36	11,7

Anm.: Krediteksponeringen på en modpart består af hhv. den aktuelle krediteksponering og den potentielle krediteksponering. Den aktuelle krediteksponering udgøres af markedsværdien på swaps indgået med modparten. Den potentielle krediteksponering er et tillæg, der skal tage højde for, at markedsværdien af en swap kan udvikle sig til statens fordel frem til udløb. Den potentielle krediteksponering afhænger af valuta- og renterisikoen på swapkontrakterne og vil være stigende med kontraktens restløbetid. For uddybende beskrivelse af opgørelsen af statens krediteksponering på swapmodparter henvises til *Statens låntagning og gæld 1998*, kapitel 9.

derfor også været en negativ indvirkning på porteføljens markedsværdi, jf. tabel 6.4.2.

Statens krediteksponering på indgåede swaps steg med 3,7 mia.kr. til i alt 11,7 mia.kr. ultimo 1999, jf. tabel 6.4.4. Stigningen skyldes som beskrevet ovenfor en stigning i porteføljens markedsværdi i statens favør. At stigningen i krediteksponeringen blev mindre end stigningen i markedsværdi kan overvejende tilskrives, at de første sikkerhedsaftaler med swapmodparter blev indgået i 1999. Det har medført, at den potentielle krediteksponering på disse modparter er blevet lavere. Desuden er den aktuelle krediteksponering på en enkelt af disse modparter blevet reduceret ved afdækning af markedsværdi i statens favør med sikkerhedsstillelse i værdipapirer.

Kreditværdigheden af statens swapmodparter er svækket marginalt i løbet af 1999. Denne svækkelse er dels et resultat af nedgraderinger af eksisterende modparter, dels at staten i 1999 begyndte at indgå renteswaps i kroner med modparter med en lavere rating end hidtil. Denne lempelse i udvælgelseskriterierne er sket for at kunne øge kredsen af swapmodparter, der kan stille tilfredsstillende priser på renteswaps i kroner.

Samlet set må kreditrisikoen på statens swapmodparter fortsat betegnes som beskeden.

Etablering af sikkerhedsaftaler

Staten indledte i maj 1999 forhandlinger om etablering af sikkerhedsaftaler. Efter aftalerne skal modparterne stille sikkerhed for markedsvær-

dier i statens favør på indgåede swaps, der overstiger det aftalte maksimum. Baggrunden for dette initiativ er et ønske om at begrænse statens kreditrisiko på swapmodparter mest muligt. Behovet herfor skal tillige ses i sammenhæng med, at kravet til modparternes kreditværdighed (rating) blev lempet i forbindelse med, at staten begyndte at indgå renteswaps i danske kroner. For en uddybende beskrivelse af statens forhandlingsudspil til modparterne henvises til Statens låntagning og gæld 1998, kapitel 9.

Selve aftalerne indgås som et tillæg – Credit Support Annex – til den ISDA Master Agreement, som overordnet regulerer håndteringen af alle swaps indgået mellem staten og de enkelte modparter. Der er tale om en standardaftale bortset fra på to områder:

- Aftalerne er ensidige, idet alene modparten kan komme til at stille sikkerhed.
- Staten har overladt administrationen af modtagne sikkerheder til en tredjepart (depotbank).

Ved udgangen af 1999 er 4 aftaler underskrevet og implementeret. Herudover er knap 10 aftaler stort set forhandlet færdig og forventes underskrevet inden for de nærmeste måneder. Den væsentligste faktor, der har forsinket indgåelsen af sikkerhedsaftaler, har været problemer med at få de tilknyttede trepartsaftaler med depotbankerne på plads om administration af modtagne sikkerheder. Staten forventes inden udgangen af 2000 at have minimum 20 underskrevne sikkerhedsaftaler med swapmodparter. Dette anses at kunne dække statens behov for swapmodparter.

Staten indgår kun nye swaps med modparter, som enten har underskrevet eller forventes snart at kunne underskrive en sikkerhedsaftale.

Enkelte modparter har af principielle årsager afvist statens udspil, idet der er tale om ensidige aftaler, hvor kun modparterne kan komme til at stille sikkerhed. Derudover er forhandlingerne med nogle mindre modparter afsluttet, fordi de ikke længere er aktive swapmodparter over for staten. Samlet vurderes det, at minimum 75 pct. af swapporteføljen vil være omfattet af sikkerhedsaftaler ultimo 2000. Udløbet af samtlige swaps, der ikke vil blive omfattet af en sikkerhedsaftale, vil tage flere år.

KAPITEL 7

Statsgaranterede enheder

SAMMENFATNING**7.1**

En række statsgaranterede enheders ageren på lånemarkederne er underlagt visse rammer, da staten påtager sig en risiko ved at stille en statsgaranti.

I slutningen af 1998 indgik Finansministeriet og Nationalbanken en aftale om nye retningslinjer for de statsgaranterede enheders låntagning mv. Aftalen fastlægger Nationalbankens opgaver og ansvar som agent for finansministeren i relation til de statsgaranterede enheders låntagning. Nationalbanken har i 1999 indgået en tilsvarende aftale med Trafikministeriet.

De statsgaranterede enheder, der omfattes af aftaler mellem Finansministeriet og Trafikministeriet på den ene side og Nationalbanken på den anden, havde ved udgangen af 1999 en samlet statsgaranteret gæld på 78 mia.kr. De statsgaranterede enheder er hovedsageligt selskaber beskæftiget med infrastrukturprojekter.

Retningslinjerne for de statsgaranterede enheders låntagning mv. afspejler, at enhederne inden for nærmere fastsatte retningslinjer kan agere uden forudgående tilladelse til de enkelte transaktioner. Det er endvidere præciseret, at ansvaret for låntagning og risikostyring påhviler det enkelte selskabs bestyrelse og direktion. Den juridiske godkendelse og garantistillelse sker fortsat i Nationalbanken.

BAGGRUND**7.2**

Staten garanterer for låntagning og finansielle transaktioner knyttet til en række statsgaranterede enheders låntagning. Disse enheder er typisk organiseret som 100 pct. statsligt ejede aktieselskaber. Enhederne er endvidere kendetegnet ved, at der er en lov eller et aktstykke, der definerer selskabets opgaver, og som giver adgang til statsgaranti inden for en specifik ramme.

Af Finansministeriets publikation *Erfaringer med statslige aktieselskaber* fra 1993 fremgår det, at et hovedmotiv for valg af aktieselskabsfor-

men har været ønsket om "øget handlefrihed og mindre politisk indflydelse for at kunne stå sig i konkurrencen med andre".

En statsgaranti er attraktiv for en låntager, fordi den reducerer låneomkostningerne. Årsagen er, at långivers vurdering af kreditrisikoen naturligvis påvirkes af, at en stat står bag låntager. Det er vanskeligt præcist at sige, hvor meget en statsgaranti reducerer låneomkostningerne.

Prisen for en statsgaranti for den statsgaranterede enhed er generelt 15 basispoint pr. år af det udestående garanterede beløb. Betalingen for statsgarantier indgår som en indtægt for staten på statsregnskabets rentepost (§ 37).

De enheder, som er omfattet af aftaler vedrørende statsgaranti for låntagning mv. mellem hhv. Finansministeriet og Trafikministeriet på den ene side og Nationalbanken på den anden, fremgår af boks 7.1.

**STATSGARANTEREDE ENHEDER OMFATTET AF NATIONALBANKENS
AFTALER MED FINANSMINISTERIET ELLER TRAFIKMINISTERIET**

Boks 7.1

Følgende statsgaranterede enheder er omfattet af aftalen mellem Finansministeriet og Nationalbanken:

- Hypotekbanken; Kongeriget Danmarks Hypotekbanks bankvirksomhed er under afvikling. Opgaverne i forbindelse med Hypotekbankens låneportefølje varetages af Finansstyrelsen. Finansstyrelsen er en institution i Finansministeriet, der fungerer som statens fælles finansforvaltning.
- Storebæltsforbindelsen A/S; selskabet har konstrueret den faste forbindelse mellem Fyn og Sjælland og er ansvarlig for den daglige drift af forbindelsen.
- A/S Øresundsforbindelsen; selskabet forestår konstruktionen af de danske landanlæg i tilknytning til den faste forbindelse mellem Danmark og Sverige.
- Øresundskonsortiet; selskabet forestår konstruktionen og driften af den faste forbindelse mellem Danmark og Sverige. Låntagning mv. er statsgaranteret af både den danske og den svenske stat.
- Danmarks Radio; staten garanterer for lån, som Danmarks Radio optager med henblik på finansiering af et nyt DR-byggeri i Ørestaden.

Følgende statsgaranterede enheder er omfattet af aftalen mellem Trafikministeriet og Nationalbanken:

- DSB og DSB S-tog A/S; der er tale om investeringsprojekter, som bl.a. omfatter indkøb af godslokomotiver og S-tog.
- Ørestadsselskabet I/S; selskabet har til opgave at anlægge en metro i København og udvikle den nye bydel Ørestad. Ørestadsselskabet ejes af Københavns Kommune (55 pct.) og staten (45 pct.). Selskabet er medejer af Frederiksbergbaneselskabet og Østamagerbaneselskabet. Disse selskabers finansiering varetages af Ørestadsselskabet. Der stilles ikke garanti for Ørestadsselskabets låntagning mv., da der er tale om et interessentskab, men låntagningen sker under de samme retningslinjer, som gælder for de statsgaranterede enheder.

AFTALEGRUNDLAG FOR DE STATSGARANTEREDE ENHEDERS LÅNTAGNING MV.

7.3

Nationalbankens rolle i relation til de statsgaranterede enheders låntagning var indtil 1998 at godkende de kommercielle vilkår for de enkelte finansielle transaktioner. Desuden skulle Nationalbanken bidrage med finansiell rådgivning, foretage en juridisk godkendelse af aftaledokumentation samt stille statsgaranti på vegne af finansministeren.

Gennem 1990'erne skete en gradvis ændring af statens indflydelse i statssektoren fra påvirkning af løbende driftsbeslutninger til fastlæggelse af overordnede rammer for selskaberne. Samtidig blev der i de statsgaranterede enheder gradvist opbygget ekspertise i form af egne finansafdelinger. Der var på den baggrund enighed mellem Finansministeriet og Nationalbanken om, at der var behov for nye retningslinjer for en række statsgaranterede enheders låntagning mv. Målet var at klargøre Nationalbankens rolle. Det var endvidere et hensyn at gøre det klart, at ansvaret for låntagning, risikostyring mv. påhviler det enkelte selskabs direktion og bestyrelse.

Der blev i slutningen af 1998 indgået en aftale mellem Finansministeriet og Nationalbanken om nye retningslinjer for de statsgaranterede enheders låntagning mv. Retningslinjerne indebærer, at enhederne inden for nærmere fastsatte rammer kan agere uden forudgående tilladelse til de enkelte transaktioner. Der afholdes halvårige møder med ministeriet og Nationalbanken, hvor den enkelte enhed orienterer om foretaget og planlagt låntagning samt risikostyring. En tilsvarende aftale blev indgået mellem Trafikministeriet og Nationalbanken i 1999.

Den juridiske godkendelse af aftaledokumentation og tildelingen af statsgaranti sker ligesom under de tidligere retningslinjer i Nationalbanken.

Nationalbankens rolle omfatter alene de dele af de statsgaranterede enheders aktiviteter, der har med låntagning mv. at gøre. Der er her tale om opgaver, som er nært beslægtede med de opgaver, som Nationalbanken varetager på statens vegne i forbindelse med den udenlandske statsgæld. Derimod har Nationalbanken ingen rolle i relation til fx driftskreditter, håndtering af projektrisici mv.

Aftalesættet vedrørende de statsgaranterede enheders låntagning er beskrevet i boks 7.2. Aftalesættet består af 3 elementer: En aftale mellem hhv. Finansministeriet eller Trafikministeriet og Nationalbanken, en aftale mellem ministeriet og den enkelte enhed og endelig en liste over acceptable låntyper. Listen udarbejdes og vedligeholdes af Nationalbanken.

AFTALER VEDRØRENDE
DE STATS GARANTEREDE ENHEDERS LÅNTAGNING MV.

Boks 7.2

Retningslinjerne for de statsgaranterede enheders låntagning mv. består af 3 elementer:

1. Nationalbankens aftale med Finansministeriet eller Trafikministeriet

Grundlaget for Nationalbankens udstedelse af statsgarantier på finansministerens vegne for en række statsgaranterede enheders låntagning er reguleret i aftale mellem Finansministeriet og Nationalbanken. Aftalen mellem Trafikministeriet og Nationalbanken svarer til denne. Af aftalerne fremgår bl.a., at:

- Enhederne løbende skal oplyse Nationalbanken om låntagning mv.
- Der afholdes halvårlige møder mellem de statsgaranterede enheder og Nationalbanken og det relevante ministerium. På møderne orienterer enhederne om aktuel og planlagt låntagning samt om risikostyring i relation til låneporteføljen.
- Nationalbanken skal sikre, at der foreligger en forretningsgang for risikohåndtering, der er godkendt af enhedens revisor.

2. Den statsgaranterede enheds aftale med Finansministeriet eller Trafikministeriet

Af aftalerne mellem det relevante ministerium og den enkelte enhed fremgår bl.a., at:

- Den enkelte statsgaranterede enheds bestyrelse og direktion har ansvaret for enhedens finansielle transaktioner.
- Enheden er ansvarlig for, at der sker en generel styring af risici i relation til låneporteføljen, herunder at der ikke opstår uforholdsmæssigt store kreditrisici.
- Nationalbanken kan give pålæg om at indgå eller omgøre bestemte transaktioner, hvis enhedens låneadfærd skønnes at stride mod pengepolitiske hensyn.

3. Liste over acceptable låntyper

Listen over acceptable låntyper, der udarbejdes og vedligeholdes af Nationalbanken, er udarbejdet med udgangspunkt i de interne retningslinjer, der anvendes for håndteringen af statens udenlandske gæld, jf. kapitel 3. Listen over acceptable låntyper bygger på følgende kriterier:

- Transaktionen er gængs, dvs. kendt og brugt i markedet af anerkendte låntagere.
- Transaktionen er opbygget af simple elementer, der gør den gennemskuelig.
- Der lægges vægt på, at styringen af kreditrisiko sker med udgangspunkt i et ratingbaseret limitsystem, ligesom indgåelse af aftaler om sikkerhedsstillelse anbefales.

RISICI FOR STATEN I RELATION TIL GARANTIGIVNING

7.4

Der er behov for rammer for de statsgaranterede enheders ageren på lånemarkederne, da staten pådrager sig en risiko ved at stille en statsgaranti. Der er for det første tale om direkte kreditrisiko, fx i det tilfælde hvor et selskab ikke kan honorere sine forpligtelser på lån med statsgaranti, hvorefter staten må indtræde for enheden. For det andet kan der være tale om mere indirekte risici, hvor fx en statsgaranteret enheds adfærd på lånemarkederne er af en sådan karakter, at det kan skade statens ry som låntager.

De finansielle risici, staten pådrager sig ved at stille garantier, kan i princippet sidestilles med de risici, der stammer fra statens direkte låntagning i eget navn. Det må derfor sikres, at de statsgaranterede enheder gennem deres låntagning mv. ikke påtager sig risici, som staten ikke ville påtage sig direkte. Der lægges således vægt på, at der anvendes standardiseret juridisk dokumentation, og at der i låntagningen mv. anvendes simple finansielle produkter. Det vurderes at være af afgørende betydning, at enhederne ikke foretager transaktioner, som staten ikke ville foretage i eget navn.

Håndteringen af statens risiko i forbindelse med statsgarantier sker ved de rammer, der gives af aftalesættet vedrørende de statsgaranterede enheders låntagning mv. Det er her et hovedprincip, at enhedernes bestyrelse og direktion er ansvarlig for låntagningen og at der sker en hensigtsmæssig risikostyring, samt at der forefindes hensigtsmæssige forretningsgange.

Der har ikke i Danmark været eksempler på, at en statsgaranti er blevet udløst.

DE STATSGARANTEREDE ENHEDERS GÆLD

7.5

De statsgaranterede enheder der er omfattet af aftaler mellem Finansministeriet eller Trafikministeriet og Nationalbanken, er domineret af selskaber, der har til opgave at konstruere og drive infrastrukturprojekter. I sådanne selskaber sker der typisk en opbygning af gæld i konstruktionsfasen og i den første del af driftsfasen. Herefter sker der en gradvis nedbringelse af gælden. Der er i flere tilfælde tale om en forventet tilbagebetalingstid af den samlede statsgaranterede gæld på mere end 30 år.

Der optages typisk små lån i forskellige markeder og med forskellige løbetider, som swappes til den ønskede valuta. Der er således tale om lånestrategier, der i høj grad ligner den strategi, der anvendes i statens udenlandske låntagning.

Enhedernes gæld er hovedsagelig i udenlandsk valuta. Fra tid til anden er der dog optaget lån i danske kroner. Det var især tilfældet i 1998,

STATSGARANTEREDE ENHEDERS GÆLD MED STATSGARANTI		Tabel 7.5.1
Mia.kr.		Ultimo 1999
Hypotekbanken		10,3
Storebæltsforbindelsen		39,1
Øresundsforbindelsen		8,1
Øresundskonsortiet		20,6
I alt		78,2

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

hvor de statsgaranterede enheder i forlængelse af nedsættelsen af mindsterenten fra 6 til 4 pct. udnyttede en stor efterspørgsel fra private investorer efter lån med lav kuponrente.

Specialkapitler

KAPITEL 8

Styring af statsgældens varighed

SAMMENFATNING**8.1**

Statsgælden opgøres som den indenlandske og udenlandske gæld fratrasket Den Sociale Pensionsfonds (DSP) formue og indeståendet på statens konto i Nationalbanken.

Gennem de senere år er der taget udgangspunkt i en helhedsbetragtning af statsgælden, når varighedsmålsætningerne for de enkelte dele af gælden er fastsat. Fra og med 2000 er varighedsstyringen af statsgælden formaliseret yderligere. Der tages nu udgangspunkt i en eksplicit varighedsmålsætning for statsgælden som helhed, når varighedsmålsætningerne for de enkelte dele af gælden fastlægges.

Ud over varighed indgår afdragsprofilens form og risikomålet Cost-at-Risk (CaR) i styringen af statsgældens renterisiko. CaR omfatter indtil videre kun den indenlandske gæld. Det er hensigten, at CaR med tiden udvikles, så begrebet omfatter den samlede statsgæld.

STYRINGEN AF RENTERISIKOEN PÅ STATSGÆLDEN**8.2**

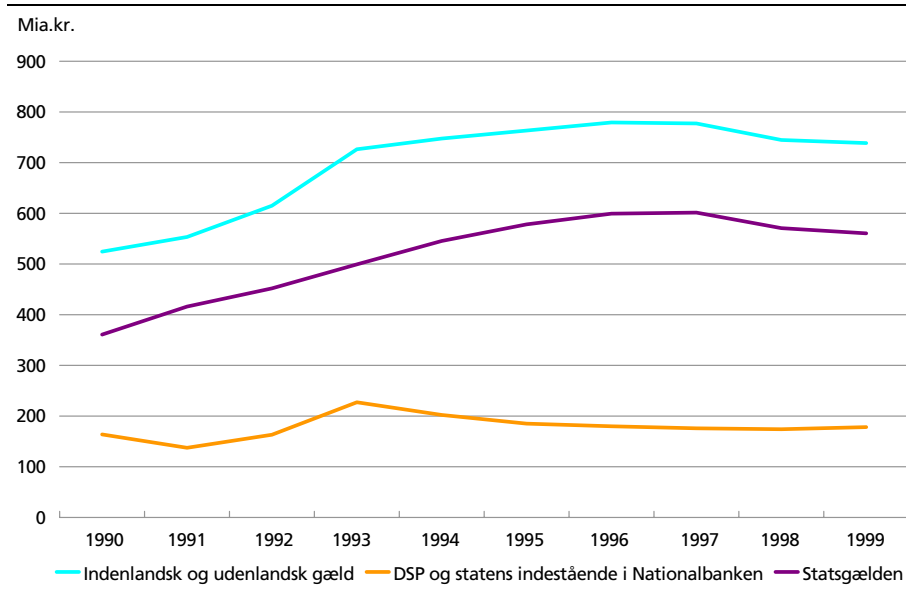
Statens indenlandske og udenlandske gæld udgjorde ved udgangen af 1999 i alt 739 mia.kr. Staten har samtidig betydelige finansielle aktiver. DSPs formue og indeståendet på statens konto i Nationalbanken udgjorde i alt 178 mia.kr. ved udgangen af 1999. I opgørelsen af statsgælden fradrages disse aktiver, jf. kapitel 5. Statsgælden var ved udgangen af 1999 på 560 mia.kr., jf. figur 8.2.1.

Statsgælden omfatter ikke alle statens finansielle forpligtelser og tilgodehavender. Fx er en række statslige udlån ikke indregnet. Rentebetalingerne på statsgælden afspejler heller ikke alle de renterisici, som staten har. Eksempelvis er statens renterisiko i forbindelse med finansieringen af det støttede byggeri ikke indregnet.

De fire "delporteføljer", som indgår i statsgælden, administreres alle af Nationalbanken på vegne af staten. Ved styringen af varigheden tages udgangspunkt i en helhedsbetragtning af statsgælden. Dette giver det mest retvisende billede af statsgældens renteeksponering, da der er en tæt sammenhæng mellem de fire delporteføljer.

STATSGÆLDEN 1990-99

Figur 8.2.1



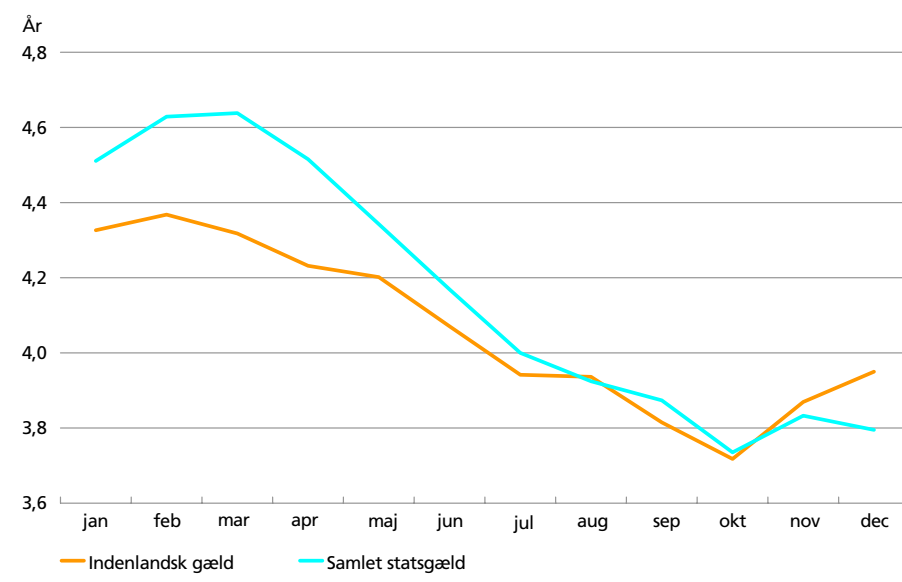
Som eksempel kan nævnes sammenhængen mellem afdrag på den indenlandske gæld og indeståendet på statens konto i Nationalbanken. Varigheden på den indenlandske gæld steg med 0,1 år fra november til december 1999, jf. figur 8.2.2. Dette skyldes forfaldet af 6 pct. stående lån 1999 den 10. december, som ved udgangen af november havde en kort restløbetid. Det bidrog til en meget lav varighed af den indenlandske gæld ultimo november sammenlignet med måneden efter, hvor lånet var indfriet. En tilsvarende stigning i varigheden genfindes ikke for statsgælden som helhed. Her blev afgang af det korte passiv (6 pct. stående lån 1999) i december opvejet af en modsvarende afgang af et kort aktiv, idet indeståendet på statens konto blev reduceret som følge af afdraget på lånet.

Der er ligeledes en tæt sammenhæng mellem den udenlandske gæld og indeståendet på statens konto i Nationalbanken. Når staten optager et udlandslån, køber Nationalbanken valutaprovenuet, og modværdien i danske kroner indsættes på statens konto i Nationalbanken. Hermed vil statens aktiver (indestående i Nationalbanken) og passiver (udenlandsk gæld) blive forøget med lige store beløb. Det er derfor nødvendigt at få både aktiv- og passivsiden med, såfremt varighedseffekten på statsgælden skal vurderes.

Endelig er der en tæt sammenhæng mellem DSP og den indenlandske statsgæld, idet DSP ejer omkring 1/6 af den udestående mængde indenlandske statspapirer.

STATSGÆLDENS VARIGHED VED MÅNEDSULTIMO, 1999

Figur 8.2.2



STYRINGEN AF STATSGÆLDENS VARIGHED

8.3

Varighed indgår som et centralt nøgletal i styringen af statsgældens renterisiko. Varigheden er et udtryk for længden af den periode, hvor aktivernes eller passivernes forrentningsniveau i gennemsnit er fastlåst. Dermed er varigheden for statsgælden et mål for, hvor hurtigt renteændringer slår igennem på de faktiske låneomkostninger. Varigheden belyser derfor den risiko, der er forbundet med usikkerhed om de fremtidige markedsrenter.

Gennem flere år har der været fastsat mål for det ønskede varighedsniveau på såvel den indenlandske som den udenlandske gæld. Varighedsniveauet for den indenlandske og udenlandske gæld under ét har de senere år på mere uformel vis indgået i overvejelserne omkring fastsættelse af varighedsmålsætningen for hver af de to gældsporteføljer.

Konkret er målsætningerne udmøntet i form af varighedsbånd, inden for hvilke de faktiske varigheder af gældsporteføljerne holdes. Varigheden kan styres inden for båndet i form af beslutninger om, at den faktiske varighed fx holdes i den øvre eller nedre ende af båndet. Anvendelsen af varighedsbånd gør det endvidere lettere at håndtere de fluktuationer i varighederne, som forekommer i forbindelse med betalinger til og fra porteføljerne.

Varighed har ligeledes været anvendt ved styringen af DSPs formue. Der har været en vis koordination af styringen af DSP og især den in-

denlandske statsgæld. Fx har det været praksis, at der ikke købes statspapirer til DSP, som indgår i statens lånevifte.

Fra og med 2000 er styringen af varigheden på statsgælden formaliseret yderligere, idet der nu fastlægges en eksplicit målsætning for varighedsniveauet på statsgælden som helhed. Der tages fremover udgangspunkt i målsætningen for varigheden på statsgælden som helhed, når varighedsmålsætningerne for gældens delporteføljer skal fastsættes.

Den overordnede målsætning for statsgældens varighed fastsættes ud fra en statsgældspolitisk afvejning af låneomkostninger og renterisiko. Kortfristet låntagning giver i gennemsnit lavere låneomkostninger end længere låntagning. Omvendt er der større variation i de årlige renteudgifter ved kortfristet låntagning sammenlignet med længere låntagning. I afvejningen indgår endvidere det absolutte niveau af gælden. En stor statsgæld taler isoleret set for en relativt lang varighed, idet refinansieringen af gælden herved kan spredes over en længere årrække.

En given ændring af statsgældens varighed kan opnås gennem tilpasninger på såvel aktivsiden som passivsiden. Ønskes fx en reduktion af statsgældens varighed, kan dette principielt set opnås ved at reducere varigheden af passiverne (den indenlandske og/eller den udenlandske gæld) eller ved at forøge varigheden af aktiverne (DSP).

Beregningsmetoden for statsgældens varighed er nærmere beskrevet i boks 8.1, mens de faktiske varigheder ultimo 1999 er vist i tabel 8.3.1.

BEREGNING AF STATSGÆLDENS VARIGHED	Boks 8.1
Den samlede statsgæld defineres som: - Indenlandsk gæld + Udenlandsk gæld – Statens indestående i Nationalbanken – Den Sociale Pensionsfonds formue = <i>Samlet statsgæld</i> Varigheden af statsgælden fremkommer ved at sammenveje varighederne fra aktivsiden og passivsiden med de enkelte aktivers og passivers andel af den samlede statsgæld (regnet med fortegn). Beregningsteknisk opgøres varighederne som Macaulay-varigheder. En del af DSPs aktiver består af konverterbare realkreditobligationer, som låntageren kan vælge at førtidsindfri til kurs 100. Dette indebærer, at der reelt er knyttet en vis usikkerhed til den præcise forfaldsstruktur af en del af betalingerne i DSPs obligationsportefølje, som det er nødvendigt at søge at korrigere for ved beregningen af varigheden. Varigheden for DSP beregnes derfor ved den optionsjusterede varighed, hvor de konverterbare obligationer indgår med en lavere varighed end varigheden af tilsvarende papirer, hvor der ikke er mulighed for at førtidsindfri obligationerne.	

STATSGÆLDENS STØRRELSE OG VARIGHED, ULTIMO 1999

Tabel 8.3.1

	Statsgæld, mia.kr.	Varighed, år
Indenlandsk gæld	649	4,0
Udenlandsk gæld	90	1,8
Indestående i Nationalbanken	-36	0,0
Den Sociale Pensionsfond	-142	4,2
Samlet statsgæld	560	3,8

Der anvendes fortsat varighedsbånd for de enkelte dele af statsgælden, da styringen af deres varigheder er underlagt visse bindinger.

Et centralt element i den indenlandske statsgældspolitik er en attraktiv lånevifte med fast forrentede papirer i det 2-, 5- og især 10-årige segment. Helt korte skatkammerbeviser udgør kun en mindre del af gælden, og variabelt forrentede obligationer indgår ikke i låneviften. Hensynet til opretholdelse af låneviften gør det vanskeligt at gennemføre større tilpasninger i varigheden af den indenlandske gæld alene gennem nyudstedelserne.

Indenlandske renteswaps anvendes som supplement i styringen af den indenlandske gælds varighed. Der er tale om begrænsede beløb, da staten ikke ønsker at påvirke swapmarkedet. For den udenlandske statsgæld er der bedre muligheder for hurtigt at ændre varigheden ved brug af renteswaps uden at påvirke markedsvilkårene.

For DSPs vedkommende placeres primært i statspapirer. Ved fondens obligationskøb inddrages endvidere hensynet til den tidsmæssige placering af fremtidige udbetalinger fra fonden.

Samlet lægger ovenstående hensyn visse bindinger på de enkelte porteføljers varighed.

UDVIKLINGEN I STATSGÆLDENS VARIGHED

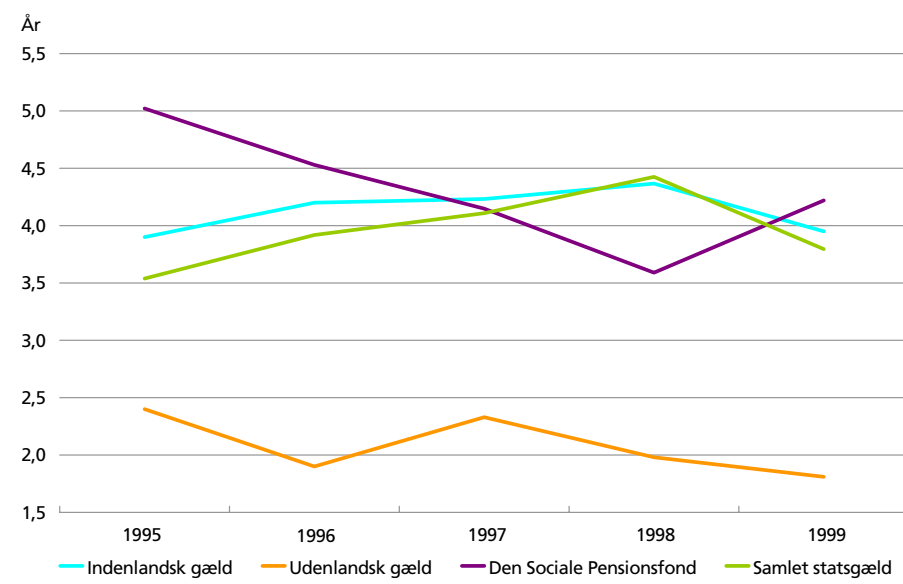
8.4

I 1994 blev det besluttet at øge varigheden af den indenlandske statsgæld i lyset af gældens betragtelige størrelse og udsigten til fortsatte underskud på statens budget. Varigheden af den indenlandske gæld steg derefter frem til 1998, jf. figur 8.4.1.

De senere år har der været overskud på statens finanser, og størrelsen af den indenlandske gæld er blevet reduceret. På baggrund heraf og en vurdering af sammenhængen mellem låneomkostninger og renterisiko, blev det besluttet at reducere varigheden gennem 1999. Den faktiske varighed af den indenlandske gæld kom ved årets udgang ned på 4,0 år svarende til midtpunktet for det anvendte varighedsbånd. Denne strate-

STATSGÆLDENS VARIGHED, ULTIMO 1995-99

Figur 8.4.1



gi er fortsat ved, at midtpunktet af varighedsbåndet for den indenlandske gæld er fastsat til 3,75 år for 2000.

Varigheden af den udenlandske gæld er ligeledes blevet reduceret de seneste par år for at give et bidrag til en reduktion af den samlede statsgælds varighed. Midtpunktet af varighedsbåndet for den udenlandske gæld er reduceret fra 2,0 år i 1999 til 1,5 år i 2000.

Faldet i varigheden af DSP siden 1995 skal ses i lyset af udviklingen i porteføljens sammensætning af statsobligationer og realkreditobligationer mv., da varigheden af fondens beholdning af realkreditobligationer det meste af perioden har været længere end varigheden af beholdningen af statsobligationer. Ultimo 1999 udgjorde statsobligationer omkring 75 pct. af beholdningen mod 45 pct. ultimo 1995.

I alt har ovennævnte udvikling betydet en stigning i den samlede statsgælds varighed fra 3,5 år ved udgangen af 1995 til 4,4 år ved udgangen af 1998. I 1999 faldt varigheden til 3,8 år. Midtpunktet for varighedsbåndet for statsgælden som helhed er for 2000 sat til 3,5 år, jf. kapitel 6.

AFSLUTNING

8.5

Varighed kan ikke stå alene i styringen af statsgældens renterisiko. Det er et gennemsnitsmål, som ikke siger noget om spredningen af gældens forfaldstidspunkter. En meget ujævn afdragsprofil indebærer en sam-

menhobning af bruttolåntagningen i visse år. Herved udsættes staten for en stor rente- og refinansieringsrisiko i form af risikoen for, at det generelle renteniveau er særlig højt, eller at statens lånevilkår er særlig dårlige netop i de år, hvor staten har et stort bruttolånebehov. For den indenlandske og udenlandske gæld anvendes derfor målsætninger for afdragsprofilens form, jf. kapitel 1.

Forfaldsstrukturen indgår ligeledes som en del af styringen af DSP, så de fremtidige udbetalinger fra fonden og indfrielsen af papirer i DSPs portefølje kan samordnes. Det skal bemærkes, at den reelle restløbetid af DSPs beholdning af realkreditobligationer på grund af låntagerens konverteringsret er usikker.

Cost-at-Risk (CaR) anvendes som supplerende beslutningsstøttende information i forbindelse med afvejningen af omkostninger og risiko i styringen af den indenlandske gælds renterisiko, jf. kapitel 9. Den indenlandske gæld udgør størstedelen af den samlede statsgæld. Det er hensigten på sigt at udvide CaR-beregningerne til at omfatte den samlede statsgæld.

KAPITEL 9

Cost-at-Risk for den indenlandske gæld

SAMMENFATNING

9.1

Cost-at-Risk (CaR) er et supplerende styringsmål for renterisikoen på den indenlandske statsgæld. CaR kvantificerer risikoen på gælden og giver et vigtigt input ved afvejningen af renterisiko og omkostninger.

Der skelnes mellem absolut og relativ CaR. Absolut CaR for et givet år angiver de maksimale omkostninger med 95 pct. sandsynlighed.

Relativ CaR er forskellen mellem absolut CaR og de gennemsnitlige renteomkostninger. Relativ CaR angiver dermed den maksimale stigning i omkostningerne for et givet år med 95 pct. sandsynlighed.

CaR betragtes som et supplement til varighed og målsætning for afdragsprofilens form. CaR anvendes i risikostyringen til fx at vurdere konsekvenserne for risikoen på gælden ved forskellige udstedelsesstrategier.

BAGGRUND

9.2

Arbejdet med at udvikle og indarbejde CaR i styringen af den indenlandske gæld blev påbegyndt i 1997, se Statens låntagning og gæld 1997, kapitel 7. Arbejdet med CaR afspejler, at det er centralt i statsgældspolitikken at finde en passende afvejning af omkostninger og risiko, når der skal lægges strategi for låntagningen. De anvendte CaR-definitioner fremgår af boks 9.1.

Samtidig med at dette arbejde er fortsat, har en række lande påbegyndt lignende projekter. I nogle lande ses på statens samlede aktiver

CaR-DEFINITIONER

Boks 9.1

Absolut CaR for et givet år angiver de maksimale omkostninger med 95 pct. sandsynlighed. Relativ CaR er forskellen mellem absolut CaR og de gennemsnitlige renteomkostninger. Relativ CaR angiver dermed den maksimale stigning i omkostningerne for et givet år med 95 pct. sandsynlighed. Der kan også tages udgangspunkt i andre fraktiler end 95 pct., fx 99 pct.-fraktilen, når der ses på mere ekstreme situationer.

CaR er metodemæssigt relateret til Value-at-Risk (VaR), der udtrykker det maksimale fald i en porteføljes markedsværdi med en given sandsynlighed over en given – typisk relativt kort – tidshorisont. Det gælder for både VaR og CaR, at beregningerne i høj grad afhænger af den model, der benyttes, og de antagelser der gøres.

og passiver frem for at se udelukkende på gælden. I Danmark ser statsgældsforvaltningen udelukkende på risiko og omkostninger forbundet med statsgælden.

Figur 9.2.1 viser et eksempel på en fordeling af omkostningerne på en hypotetisk gældsportefølje. Omkostningerne er i eksemplet antaget at være normalfordelte omkring en middelværdi på 5 mia.kr. med en standardafvigelse på 1 mia.kr.

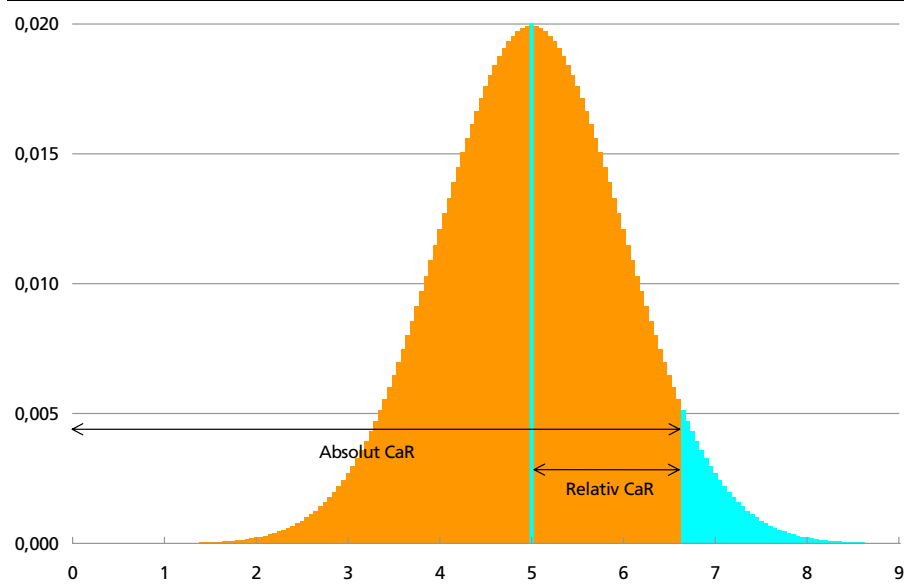
Den markerede del af højre "hale" i fordelingen angiver størrelsen af omkostningerne i de 5 pct. af tilfældene, hvor omkostningerne er højest. I dette tilfælde fås således, at omkostningerne med 95 pct. sandsynlighed ikke vil overstige 6,7 mia.kr., svarende til at absolut CaR i dette tilfælde er 6,7 mia.kr. Med en middelværdi på 5 mia.kr. fås dermed, at relativ CaR i dette tilfælde er 6,7 minus 5 mia.kr. = 1,7 mia.kr.

I CaR-beregningerne defineres risiko som risikoen for, at de årlige omkostninger på statsgælden stiger. Der fokuseres på de nominelle omkostninger, og risiko vurderes i forhold til statens budget. Det skal samtidig understreges, at afvejningen af omkostninger og risiko sker under hensyntagen til de øvrige målsætninger og hensyn i statsgældspolitikken.

Valget af risikomål afspejler, at det, der opfattes som den relevante risiko, er risikoen for, at staten – i et år hvor renteniveauet er højt – skal refinansiere en stor del af gælden, hvilket vil give sig udslag i stigende omkostninger og en forværring af statsbudgettet. Som beskrevet i kapitel 1, søges rente- og refinansieringsrisikoen begrænset ved at sprede

ABSOLUT OG RELATIV CaR, MIA.KR.

Figur 9.2.1



låntagningen og dermed gælden på løbetider. Selv med en gæld spredt ud på løbetider kan der være betydelige effekter på statsbudgettet, hvis renteniveauet stiger.

Når staten er eksponeret over for denne risiko, skyldes det, at den fremtidige låntagning sker til ukendte renter. Dermed er de fremtidige omkostninger på statsgælden ukendte. I praksis vil fokus typisk være på stigende omkostninger og den effekt, dette har på statens budget.

CaR benyttes som et supplement til mål for varighed og afdragsprofilens form. Den primære forskel på CaR og de øvrige mål er, at CaR gør det muligt at foretage en afvejning af omkostninger og risiko, idet der sker en kvantificering af risikoen.

METODE

9.3

Ved beregning af CaR tages der udgangspunkt i de fremtidige omkostninger på den eksisterende gæld. På baggrund af scenarier for fremtidige renter og lånesammensætning beregnes mulige fremtidige forløb af omkostningerne forbundet med den indenlandske gæld. På baggrund af et antal scenarier for de fremtidige omkostninger opstilles en sandsynlighedsfordeling for omkostningerne.

Det input, der benyttes, kan inddeles i tre kategorier. Den første kategori er de fremtidige renter. Her vælges et stort antal fremtidige rentescenarier. Det er det store antal rentescenarier, der gør det muligt at opstille sandsynlighedsfordelinger.

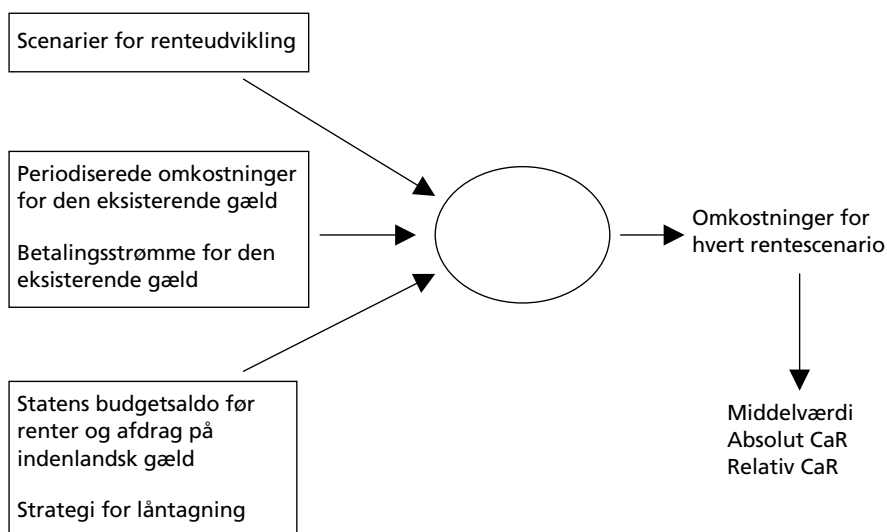
Den anden kategori vedrører den eksisterende statsgæld. Disse input er en komplet beskrivelse af de periodiserede fremtidige omkostninger på den eksisterende gæld og de fremtidige betalinger på gælden.

Den tredje kategori er antagelser vedrørende statens budget før renter og afdrag på indenlandsk gæld og den fremtidige fordeling af låntagningen på løbetider.

Metoden til beregning af finansieringsbehov fremgår af boks 9.2.

På baggrund af dette input beregnes de årlige omkostninger for den valgte periode forbundet med den valgte strategi for hvert af de opstillede rentescenarier. Herefter beregnes middelværdi, absolut og relativ CaR for hvert år i den betragtede periode. Strukturen i fremgangsmåden fremgår af figur 9.3.1.

CaR er i sin natur et begreb, der er særdeles anvendeligt i forbindelse med langsigtede strategiske overvejelser. På den anden side er der et naturligt ønske om at se effekten af en given lånestrategi på kortere sigt. Tidshorisonten for beregningerne er på denne baggrund valgt til 5 år. Det er i beregningerne antaget, at der lånes fire gange om året, én gang hvert kvartal.



Et rentescenario består dermed af 20 rentekurver, 4 for hvert år. Ét rentescenario resulterer i ét forløb af fremtidige omkostninger. Der beregnes 2500 fremtidige omkostningsforløb, ét omkostningsforløb for hvert rentescenario. Til generering af de fremtidige rentestrukturer er anvendt en rentestrukturmodel, som er beskrevet i boks 9.3.

Output fra beregningerne er således 2500 forløb for fremtidige omkostninger på den indenlandske statsgæld. Det er på baggrund af disse omkostningsforløb, der beregnes middelværdi, absolut og relativ CaR.

FINANSIERINGSBEHOV OG OMKOSTNINGSBEGREBER

Boks 9.2

Beregningerne tager udgangspunkt i statens budgetsaldo før renter og afdrag på den indenlandske gæld. Trækkes renteudgifterne på den indenlandske gæld fra dette tal, fremkommer nettofinansieringsbehovet. En stigning i renteniveauet og dermed renteudgifterne vil give en stigning i nettofinansieringsbehovet, hvilket fører til øget låntagning og dermed højere renteudgifter. Omvendt betyder et lavere renteniveau et faldende nettofinansieringsbehov, lavere låntagning og dermed lavere renteudgifter. Ændringer i renteniveauet har dermed en umiddelbar effekt på nettofinansieringsbehovet og dermed låntagningen, hvilket efterfølgende påvirker renteomkostningerne i de følgende år.

I CaR-beregningerne anvendes periodiserede omkostninger svarende til det omkostningsbegreb, der anvendes i statsregnskabet. Ved beregning af finansieringsbehovet anvendes de faktiske betalinger.

Den model, der benyttes i forbindelse med simuleringen af renteinput til CaR-beregningerne, er baseret på Cox, J. C., Ingersoll, J. E., og Ross, S. A., 1985, A theory of the term structure of interest rates, *Econometrica*, vol. 53, nr. 2, s. 385-407. Det stokastiske element i modellen er spotrenten. Ændringen i spotrenten beskrives ved hjælp af følgende stokastiske proces:

$$dr(t) = \kappa \cdot (\theta - r(t)) \cdot dt + \sigma \cdot \sqrt{r(t)} \cdot dW(t)$$

hvor $r(t)$ er spotrenten på tidspunkt t , θ er ligevægtsværdien for spotrenten, σ er volatiliteten i spotrenten, κ er den hastighed, hvormed spotrenten bevæger sig tilbage mod ligevægtsværdien θ , og $W(t)$ er en stokastisk proces – en såkaldt Wiener-proces. Beskrives udviklingen i spotrenten med denne stokastiske proces, kan det vises, at der ikke kan fås negative spotrenter ved simulationen, og at variansen af spotrenten er større, jo større spotrenten er. I de foretagne beregninger er $\theta=0,072$, $\sigma=0,167$ og $\kappa=0,099$. Værdierne for θ , σ og κ er baseret på estimation ud fra kvartalsvise observationer af spotrenten fra estimerede nulkuponrenter. Den anvendte metode er præsenteret i Overbeck, L., og Rydén, R., 1997, Estimation in the Cox-Ingersoll-Ross Model, *Econometric Theory*, vol. 13, s. 430-461.

I modellen afhænger spotrenten i morgen af spotrenten i dag, og det vil generelt gælde, at hvis spotrenten ligger over det langsigtede niveau θ , vil dette betyde et træk i retning af en lavere rente, og omvendt hvis spotrenten ligger under θ (mean-reversion).

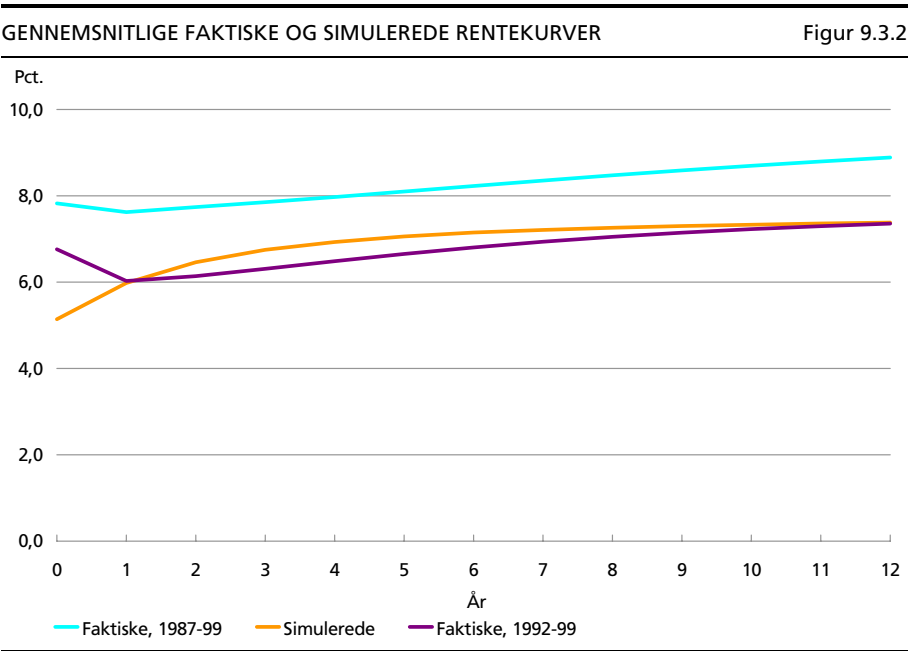
Den effektive rente for en nulkuponobligation, med en given restløbetid, udregnes med udgangspunkt i værdien for spotrenten. Bag udregningen ligger bl.a. en antagelse om investorernes grad af risikoaversion.

Egenskaber ved de anvendte renter

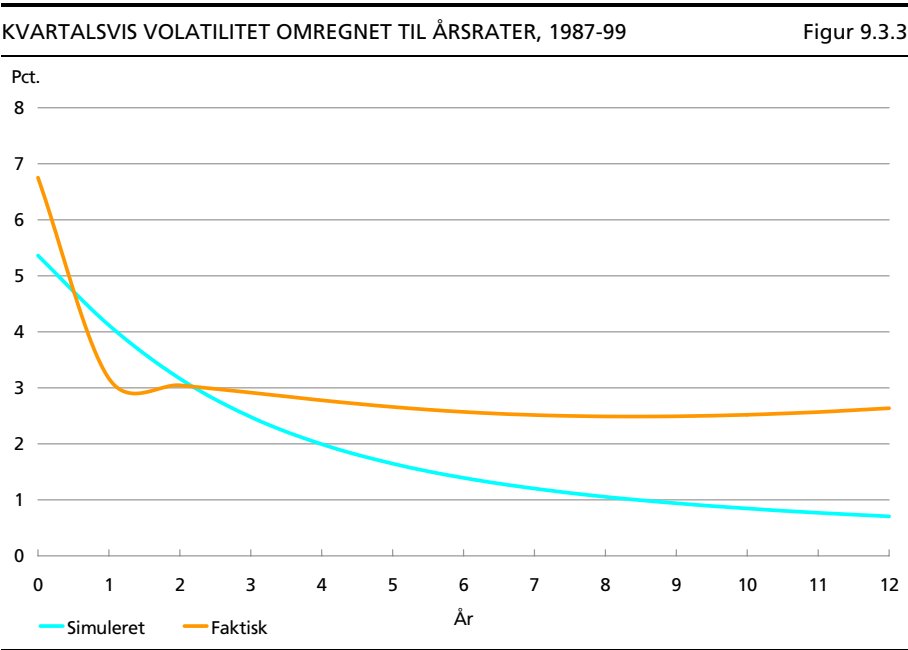
I figur 9.3.2 er vist gennemsnittet af de simulerede rentekurver og gennemsnittet af de faktiske rentekurver for perioden 1987-99. Det fremgår, at de simulerede renter ligger på et lavere niveau end gennemsnittet af de faktiske renter for 1987-99. Det ses også, at niveauet for de simulerede renter svarer til det gennemsnitlige niveau for de faktiske renter for perioden 1992-99, samt at kurvernes form er nogenlunde ens.

Der er ved simuleringen taget udgangspunkt i spotrenten primo januar 2000. Det ses af figur 9.3.2, at rentekurven er stigende, dvs. renten for korte løbetider er lavere end renten for længere løbetider. Dette indikerer, at det i gennemsnit er billigst at låne med kort løbetid. Heroverfor står dog, at udsvingene i de korte renter normalt er større end for længere løbetider.

Udsving i renterne, også kaldet volatiliteten, kan måles ved standardafvigelsen over tid for de forskellige løbetider. Det fremgår af figur 9.3.3, at volatiliteten af de faktiske renter er højere end volatiliteten for de simulerede renter for længere løbetider. Dette betyder formentlig, at



de viste beregninger svagt overvurderer forskellen på de forskellige strategier for låntagningen. De historiske observationer fortæller således, at låntagning i papirer med kort løbetid i gennemsnit foregår til lavere, men mere volatile renter, mens låntagning i papirer med lang løbetid i gennemsnit foregår til højere, men mindre volatile renter.



CaR FOR UDVALGTE LÅNESTRATEGIER

9.4

I det følgende gennemgås en række CaR-beregninger for forskellige låntagningsstrategier. Der er foretaget beregninger for 5 forskellige strategier for låntagningen. Der ses på strategier, hvor låntagningen sker ved forskellige kombinationer af 2-, 5- og 10-årige fast forrentede stående lån svarende til den strategi, der anvendes i dag. To af scenarierne, hvor der antages en låntagning på hhv. 100 pct. 10-årige og 100 pct. 2-årige papirer, er med for at vise hele "udfaldsrummet". Når der i det efterfølgende kommenteres på resultaterne, er det primært de tre øvrige scenarier, der sigtes til.

Der er i alle scenarier antaget et konstant udestående af skatkammerbeviser på omkring 45 mia.kr., og der er for alle strategier taget udgangspunkt i de samme simulerede renter og de samme antagelser, hvad angår saldoen på statens budget før renter og afdrag på den indenlandske gæld over perioden.

I samtlige strategier antages en fast fordeling af låntagningen på løbetidssegmenter over den betragtede periode. Fordelingen af låntagningen i de forskellige strategier fremgår af tabel 9.4.1.

Der er for samtlige scenarier antaget budgetoverskud før renter og afdrag på den indenlandske gæld på 60 mia.kr. i 2000 og 45 mia.kr. i de efterfølgende år.

Til sammenligning kan nævnes, at budgetoverskuddet før renter og afdrag på den indenlandske gæld i 1999 forventes at blive knap 55 mia.kr. i 1999, og at det i de seneste 4 år har ligget mellem 35 og 75 mia.kr. I afsnit 9.6 ses på konsekvenserne af at ændre disse antagelser for budgetsaldoen. Der er ikke indregnet yderligere brug af renteswaps eller opkøb i scenarierne.

Varigheden for de tre scenarier er på længere sigt på omkring 3,75 år for grundscenariet, 3,25 år for scenariet med kort låntagning og 4 år for scenariet med lang låntagning.

Det fremgår af figur 9.4.1, at der med de givne antagelser kan forventes stort set uændrede omkostninger på knap 45 mia.kr. om året frem til

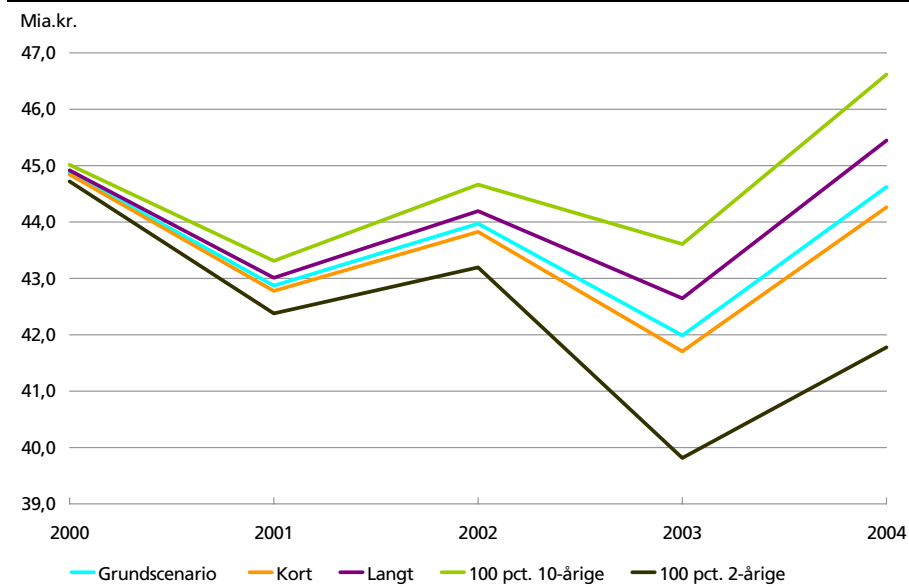
FORDELING AF LÅNTAGNING I SCENARIER

Tabel 9.4.1

Pct.	10-årige	5-årige	2-årige
Grundscenario	40	20	40
Kort	20	35	45
Langt	45	35	20
100 pct. 10-årige	100	0	0
100 pct. 2-årige	0	0	100

MIDDELVÆRDI FOR OMKOSTNINGER

Figur 9.4.1

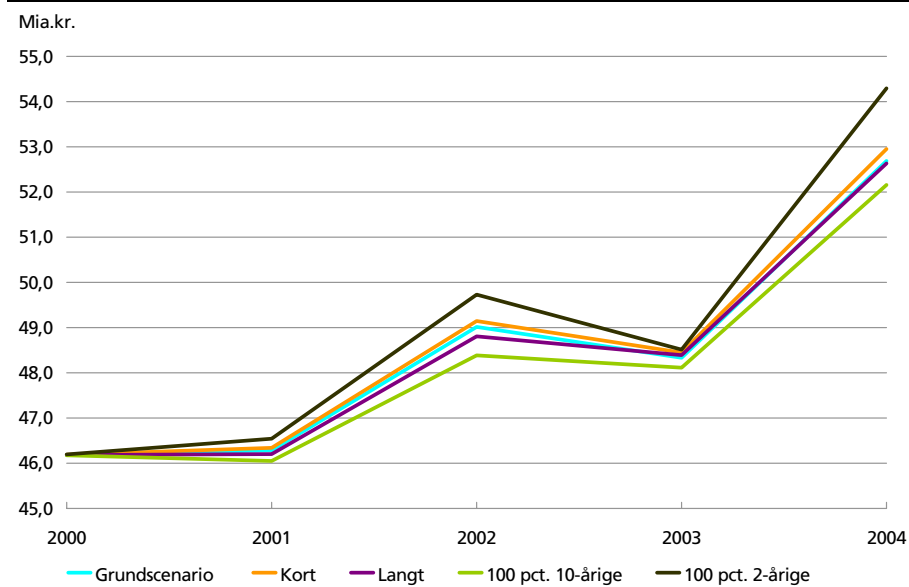


2004. Det fremgår endvidere, at forskellene på de forventede omkostninger for de tre scenarier er voksende over tid.

Det er vigtigt at være opmærksom på, at både det anvendte renteniveau, sammensætningen af låntagningen og antagelserne vedrørende statens budget har betydning for middelværdien for omkostningerne.

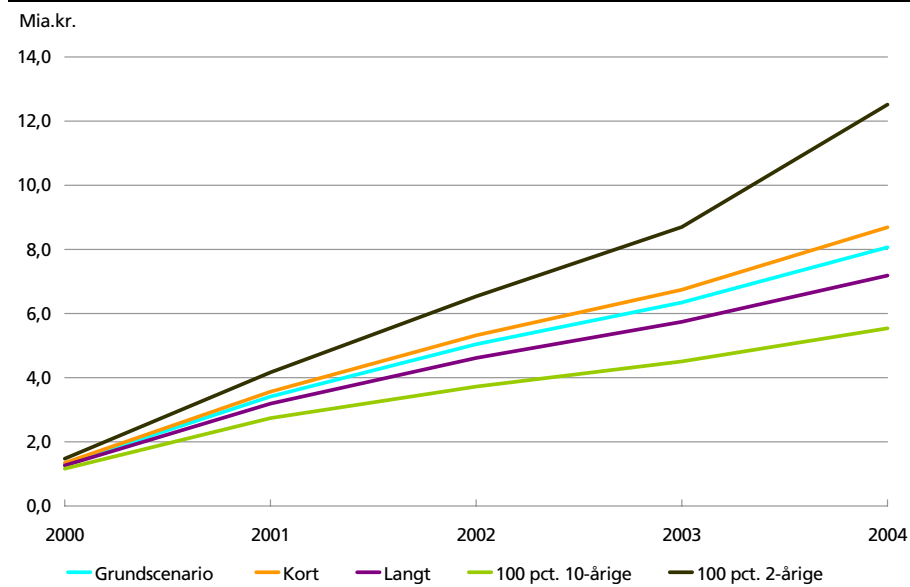
ABSOLUT CaR

Figur 9.4.2



RELATIV CaR

Figur 9.4.3



Det fremgår af figur 9.4.2, at absolut CaR for samtlige strategier er stigende fra godt 46 mia.kr. i 2000 til knap 57 mia.kr. i 2004. Størrelsen af absolut CaR viser, at stigningen i relativ CaR dominerer faldet i de forventede omkostninger for samtlige strategier. Relativ CaR er vist i figur 9.4.3. De detaljerede resultater for grundscenariet er vist i tabel 9.4.2.

Vurdering af resultater

De gennemgåede resultater viser, at der er klare forskelle på værdierne for både absolut og relativ CaR for de tre strategier. Det fremgår også, at risikoen for meget høje omkostninger er lille for samtlige strategier. Dette skyldes bl.a., at gælden, som følge af den førte politik med udjævning af afdragsprofilen, er spredt på løbetidssegmenter, hvilket alt andet lige giver en lavere risiko.

Forskellene på de forventede omkostninger for de tre scenarier er beskudne de første par år, men vokser over perioden. På baggrund af de foretagne beregninger må det vurderes, at der for realistiske låntag-

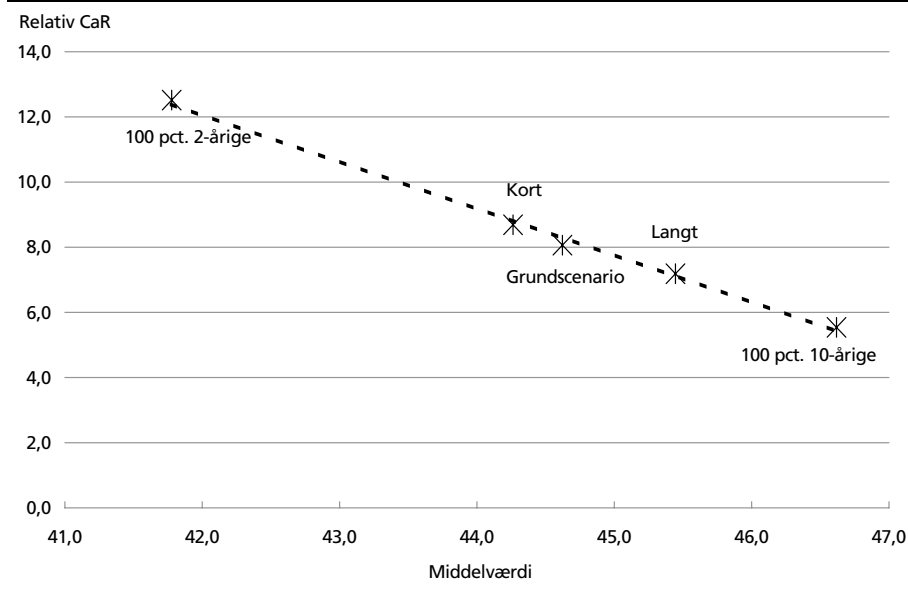
CaR-VÆRDIER FOR GRUNDSCENARIO

Tabel 9.4.2

Mia.kr.	2000	2001	2002	2003	2004
Middelværdi	44,9	42,9	44,0	42,0	44,6
Absolut CaR	46,2	46,3	49,0	48,3	52,7
Relativ CaR	1,3	3,4	5,0	6,3	8,1

RELATIV CaR OG MIDDELVÆRDI I 2004, MIA.KR.

Figur 9.4.4



ningsstrategier kan forventes uændrede nominelle omkostninger på omkring 45 mia.kr. i perioden frem til 2004.

Ses der på afvejningen af omkostninger og risiko, fås, at en middelværdi, der er 1 mia.kr. lavere i gennemsnit over de betragtede år, medfører en stigning på omkring 1,4 mia.kr. i relativ CaR. I figur 9.4.4 er vist sammenhængen mellem relativ CaR og middelværdien for 2004.

STRESS-TEST

9.5

For at undersøge resultaternes robusthed er det vigtigt at lave såkaldte stress-test baseret på ekstreme renteinput. I tabel 9.5.1 er vist omkostningerne for det ovenfor beskrevne grundscenario med denne type renteinput.

For at belyse resultaternes følsomhed er de fremtidige omkostninger beregnet på baggrund af historiske rentescenarier.

Renteudviklingen for perioden 1988-93 inkluderer en valutakrise i slutningen af perioden. Når renteudviklingen for denne periode benyttes som input, fås således et indtryk af effekten på låneomkostningerne af høje renter i et givet år, hvilket også afspejles i markant stigende omkostninger fra 2003 til 2004, jf. tabel 9.5.1.

Renteudviklingen i perioden 1990-94 var præget af et generelt faldende niveau og en valutakrise. Benyttes renteudviklingen for denne periode som input, testes der således for betydningen af en periode med

MIDDELVÆRDIER FOR GRUNDSCEARIO MED FORSKELLIGT RENTEINPUT					Tabel 9.5.1
Mia.kr.	2000	2001	2002	2003	2004
Simulerede renter	44,9	42,9	44,0	42,0	44,6
1988-93	46,8	48,2	52,1	51,7	56,4
1990-94	47,9	49,1	52,7	51,7	51,5
1995-99	45,8	42,6	42,3	38,3	38,0

faldende renter og generel renteuro for omkostningerne. Det fremgår, at der med dette renteinput fås omkostninger på niveau med dem fra beregningerne, hvor renterne for 1988-93 blev benyttet, dog er der ikke en markant stigning fra 2003 til 2004.

Renteudviklingen for perioden 1995-99 var præget af ro og en faldende tendens. Når der tages udgangspunkt i denne renteudvikling, fås et indtryk af, hvad omkostningerne vil blive med historisk set meget lave renter. Det fremgår da også, at der fås betydeligt lavere omkostninger med dette renteinput, når der sammenlignes med de øvrige beregninger.

BUDGETFØLSOMHED

9.6

I dette afsnit ses på CaR-beregningernes følsomhed over for ændringer i størrelsen af statens budgetsaldo. Der sammenlignes to forskellige budgetsituationer med en strategi for låntagningen, der svarer til det ovenfor beskrevne grundscenari, dvs. en strategi hvor der lånes 40 pct. i det 10-årige segment, 20 pct. i det 5-årige segment, 40 pct. i det 2-årige segment, og der holdes et konstant udestående i skatkammerbeviser på 45 mia.kr.

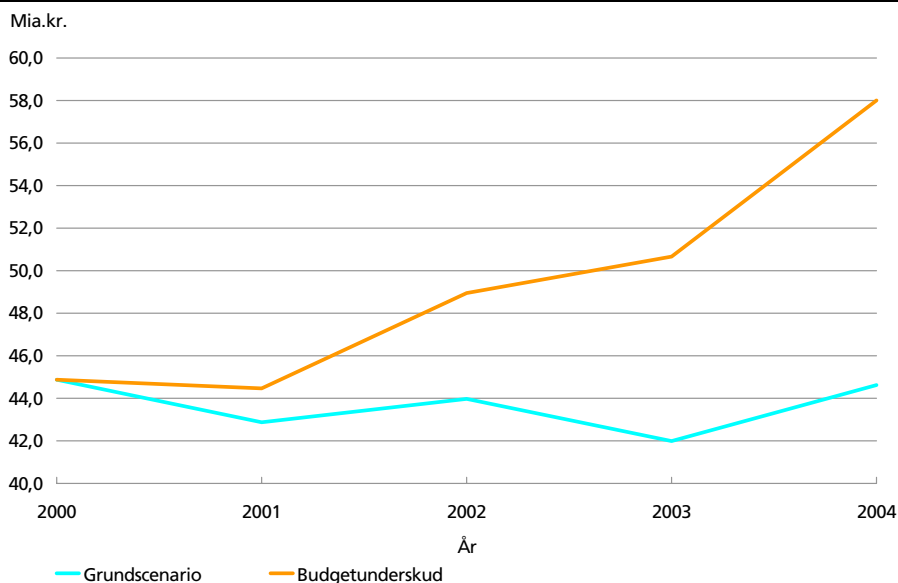
For den første budgetsituation er der antaget et budgetoverskud før renter og afdrag på den indenlandske gæld på 60 mia.kr. i 2000 og herefter på 45 mia.kr. for alle de efterfølgende år. Dette betyder, at der fås samme resultater som for det ovenfor beskrevne grundscenari.

For den anden budgetsituation er antaget et budgetoverskud på 60 mia.kr. i 2000, og derefter på 0 mia.kr. Denne budgetsituation svarer i hovedtræk til en situation, hvor der er et underskud på 3 pct. af BNP på de offentlige finanser, såfremt budgettet hos kommuner og sociale kasser og fonde er i ligevægt. Dette svarer til, at EU-traktatens krav til offentligt budgetunderskud netop er opfyldt. Som nævnt ovenfor har de tilsvarende historiske tal ligget i intervallet 35-75 mia.kr. de seneste 4 år, hvilket tydeligt viser, at antagelsen om en værdi på 0 må betragtes som en markant afvigelse i forhold til de seneste års niveau.

Udviklingen i omkostningerne for de to budgetsituationer er vist i figur 9.6.1. Det fremgår, at der er betydelige forskelle på resultaterne.

MIDDELVÆRDI

Figur 9.6.1

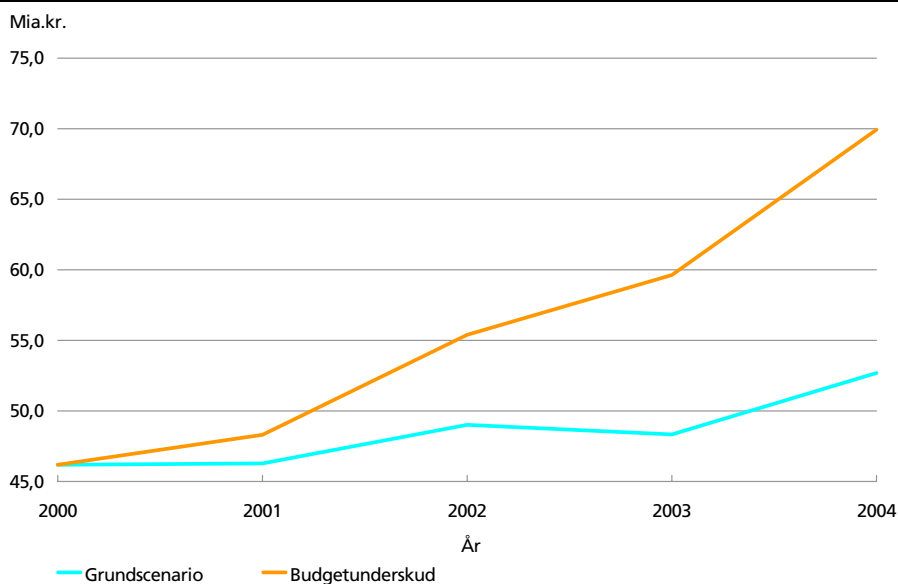


Udviklingen i absolut CaR er vist i figur 9.6.2. Det ses, at i forløbet med lavt budgetoverskud stiger absolut CaR til 70 mia.kr. i 2004.

Udviklingen i relativ CaR er vist i figur 9.6.3. Der fås en stigende forskel i relativ CaR, efterhånden som forskellene i omfanget af låntagning slår igennem over tid.

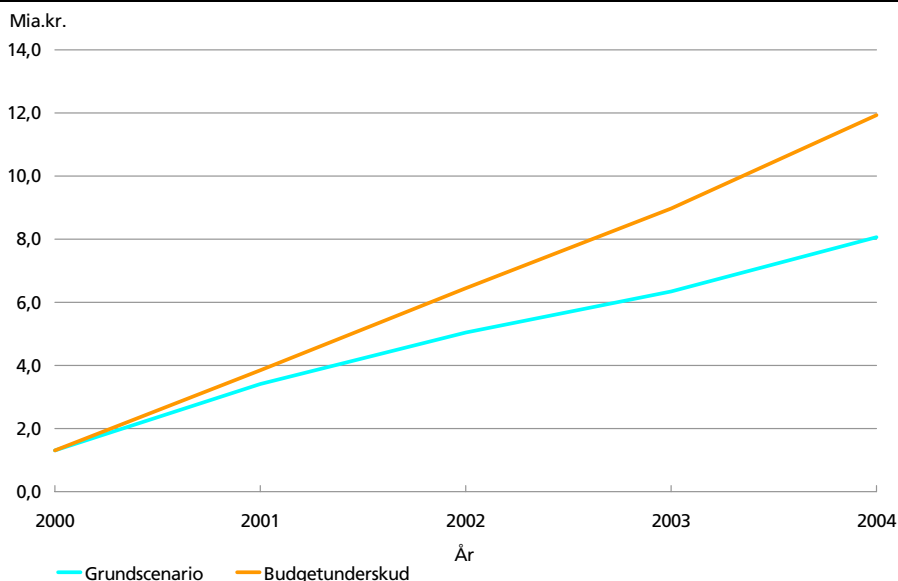
ABSOLUT CaR

Figur 9.6.2



RELATIV CaR

Figur 9.6.3



ANVENDELSEN AF CaR

9.7

De seneste par års arbejde med at udvikle beregningsmetoder og indføre CaR som et mål i forbindelse med styringen af renterisikoen på den indenlandske gæld har givet en række erfaringer.

Generelt er det vurderingen, at CaR er et værdifuldt supplement til varighed og afdragsprofil. Især har CaR-beregningerne bidraget til værdifulde diskussioner i forbindelse med valg af lånestrategi, hvor afvejningen af omkostninger og risiko har været i fokus.

Erfaringerne viser, at denne type beregninger er særdeles følsomme over for det renteinput, der anvendes. Hertil kommer, at der med valget af renteinput implicit vælges forventninger til den fremtidige renteudvikling. Hverken absolut eller relativ CaR er således objektive risikomål.

De gennemførte beregninger viser, at et fald på 1 mia.kr. i middelværdi giver en stigning i relativ CaR i størrelsesordenen 1,0-2,0 mia.kr. Det er desuden indtrykket, at absolut CaR for den indenlandske gæld er relativt lav. Dette skyldes, at der gennem en årrække er lagt vægt på at have en jævn afdragsprofil af hensyn til refinansieringsrisikoen.

Der rapporteres CaR-tal ved de kvartalsvise møder mellem Finansministeriet, Økonomiministeriet og Nationalbanken.

CaR-beregningerne omfatter i øjeblikket udelukkende den indenlandske gæld. Det er hensigten, at CaR-beregningerne med tiden skal omfatte

te den samlede statsgæld. Herudover vil der fortsat blive arbejdet med at udvikle forskellige typer af renteinput som supplement til det, der anvendes i dag.

Bilag

Meddelelser om statens låntagning og gæld

Ændring af markedskonventionerne på det danske obligationsmarked, 18. marts 1999	106
Statens indenlandske låntagning i 1999, 22. juni 1999	109
Statens indenlandske låntagning i 2000, 16. december 1999	113
Konsekvenser for det danske obligationsmarked i forbindelse med Danmarks eventuelle indførelse af euroen. Tekniske overvejelser. 31. januar 2000	115

ÆNDRING AF MARKEDSKONVENTIONERNE PÅ DET DANSKE OBLIGATIONSMARKED, 18. MARTS 1999

Med starten af den Økonomiske og Monetære Unions 3. fase ændrede de fleste EU-lande betingelserne for at handle deres obligationer, så de svarer til standarderne på de større internationale kapitalmarkeder, herunder USA. For også at gøre de danske obligationer mere attraktive for internationale investorer er det besluttet at tilpasse de danske konventioner for beregning af vedhængende rente ved køb og salg af obligationer til de internationale standarder på området.

Ændringerne træder i kraft for hele obligationsmarkedet under ét fra og med *torsdag den 8. februar 2001*, og gælder for handler med afviklingsdag (rentevalor) torsdag den 8. februar 2001 og senere. Valget af denne dato gør det muligt at begrænse de praktiske problemer med tilpasning af edb-systemer som følge af ændringerne. Ændringerne er aftalt i enighed mellem Børsmæglerforeningen, Finansrådet, Københavns Fondsbørs, Nationalbanken, Realkreditrådet og Værdipapircentralen.

Ændringen af markedskonventionerne består af to elementer:

- Den nuværende rentekonvention på det danske marked ændres fra konventionen 30/360 til faktisk/faktisk. Det betyder, at den vedhængende rente beregnes efter det faktiske antal dage, som er forløbet fra og med sidste terminsdato til valørdatoen (ekskl.) for en handel. Den nye konvention er dermed mere nøjagtig end den gamle beregningsmetode.

Ændringen af rentekonventionerne har kun betydning for beregningen af vedhængende rente i forbindelse med køb og salg af obligationer samt ved udbetaling og indfrielse af realkreditlån. Beregningen af kuponrente påvirkes ikke af ændringerne. For låntagere vil rentebetalinger for hele terminer foregå som hidtil.

- Ex-kupon perioden afskaffes. Det indebærer, at betalingen af kuponrente fremover altid vil tilfalde den investor, som har obligationen ved indgangen til terminsdagen.

Afskaffelsen af ex-kupon perioden gælder for obligationer, der ville gå ex-kupon den 8. februar 2001 eller senere. Obligationer, der er gået ex-kupon den 7. februar 2001 eller før, afslutter ex-kupon perioden som normalt.

Ovenstående ændringer gælder alene for handel med obligationer. Markedskonventionerne for pengemarkedet ændres ikke, da disse allerede følger international standard.

I forbindelse med ændring af markedskonventionerne vil realkreditsektoren sammen med Værdipapircentralen ændre udtrækningsproce-

duren for realkreditobligationer. Denne ændring forventes at træde i kraft samtidig med de ovenfor nævnte ændringer.

Ændringerne er specificeret i vedlagte tekniske bilag. Eventuelle spørgsmål vedrørende ændringerne kan rettes til følgende:

Danmarks Nationalbank; Kontorchef Ove Sten Jensen, tlf. 33 63 61 02.

Finansrådet/Børsmæglerforeningen; Kontorchef Vibeke Helle Christensen, tlf. 33 11 02 00, lok. 55 33.

Realkreditrådet; Vicedirektør Jan Knøsgaard, tlf. 33 12 48 11.

Bilag. De nye markedskonventioner for obligationsmarkedet

Fra og med torsdag den 8. februar 2001 ændres markedskonventionerne for det danske obligationsmarked under ét og gælder for handler med afviklingsdag (rentevalor) torsdag den 8. februar 2001 og senere.

Rentekonventionen faktisk/faktisk:

Beregningen af vedhængende rente efter faktisk/faktisk princippet er defineret af International Securities Markets Association (ISMA) i regel nr. 251 af januar 1999. Det indebærer, at dagebrøken udregnes efter følgende princip:

$$t / (s * n)$$

hvor:

t = antal faktiske kalenderdage i perioden fra og med sidste terminsdato til valørdato (ekskl.);

s = antal faktiske kalenderdage i den indeværende terminsperiode, der defineres som perioden fra og med seneste terminsdato til (ekskl.) den næste terminsdato;

n = antal terminer pr. år.

Afskaffelse af ex-kupon perioden

Det har hidtil været praksis på det danske obligationsmarked, at obligationer handles inklusive kupon indtil 30 dage før næste terminsdato. Når der handles inklusive kupon, betaler køberen af værdipapiret vedhængende rente til sælgeren for perioden fra sidste termin til afviklingstidspunktet for købet. Til gengæld får køberen hele den følgende kuponbetaling. Handles papiret mindre end 30 dage før næste terminsdato, betaler sælgeren rente til køberen for perioden indtil næste termin, men til gengæld beholder sælgeren kuponbetalingen på dette tidspunkt.

Afskaffelsen af ex-kupon perioden indebærer, at køberen af værdipapiret altid betaler vedhængende rente til sælgeren for perioden fra seneste termin til afviklingsdagen (ekskl.). Køberen modtager hele den følgende kuponbetaling.

Ændring af udtrækningsproceduren for realkreditobligationer

Låntagernes afdrag og ekstraordinære indfrielse har traditionelt været tilbageført til obligationsejerne via en udtrækningsprocedure baseret på lodtrækning.

Denne procedure ændres til en rent matematisk model, hvor der trækkes på øre/eurocent og med almindelig afrunding af marginale restbeløb. Det vil sige, at alle investorer i fremtiden vil få samme relative andel af deres obligationsbeholdning udtrukket.

STATENS INDENLANDSKE LÅNTAGNING I 1999, 22. JUNI 1999

I Budgetoversigt 1, 1999, er statens indenlandske lånebehov for 1999 skønnet til 76,5 mia.kr. Dette dækker over et indenlandsk bruttofinansieringsbehov ekskl. opkøb på 61,5 mia.kr. samt opkøb til kursværdi, der beregningsteknisk er fastsat til 15 mia.kr.

Tilrettelæggelsen af statsgældspolitikken vil følge samme hovedlinjer som tidligere år. Det vil som hidtil blive tilstræbt, at de enkelte statspapirserier bliver så store og likvide, at der er grundlag for en effektiv handel på obligationsmarkedet. Der anvendes fortsat et varighedsbånd på 4 år +/- ½ år.

For at understøtte og forbedre likviditeten af statens obligationer oprettes en ny værdipapirudlånsordning, jf. nedenfor.

Åbning af en ny serie statsgældsbeviser

Den 7. juli 1999 åbnes en ny serie statsgældsbeviser 2002 med termin den 15. marts og en kupon på 4 pct. (fondskode DK000991988-8). Gældsbeviset tilbagebetales i sin helhed den 15. marts 2002.

Løbetiden på det nye statsgældsbevis er ved åbningen knap 3 år. Der er ved fastlæggelsen af udløbstermin taget hensyn til udjævning af statens betalinger.

Salget i 4 pct. statsgældsbevis 2002 indledes den 7. juli kl. 11.00 via matchsystemet på Københavns Fondsbørs A/S. Nærmere oplysninger om de beløb, der udbydes den første dag, vil blive meddelt den 7. juli kl. 9.00.

Der er udarbejdet en beskrivelse af lånevilkår på dansk og engelsk for 4 pct. statsgældsbevis 2002, som kan fås ved henvendelse på telefon 33 63 61 05. De vil endvidere senere i dag kunne ses på Nationalbankens hjemmeside (www.nationalbanken.dk).

Salget i 4,00 pct. statsgældsbevis 2001 I indstilles den 6. juli 1999.

Opkøb

I forbindelse med meddelelsen om statens låntagning i 1999, der blev udsendt den 17. december 1998, blev det meddelt, at staten havde til hensigt at købe op i 8 pct. stående lån 2001.

Det er hensigten fremover at anvende opkøb i en bredere vifte af papirer som en del af det normale instrumentarium i statsgældspolitikken. Formålet er at underbygge fastholdelsen af en lånevifte med likvide markedskonforme udstedelser.

For 1999 er det hensigten, at der kan købes op i følgende papirer:

4,00 pct. statsgældsbevis 2000 I

9 pct. stående lån 2000

8 pct. stående lån 2001

8 pct. stående lån 2003

7 pct. stående lån 2004
 8 pct. stående lån 2006
 12 pct. serielån S 2001
 10 pct. serielån S 2001
 10 pct. serielån S 2004
 5 pct. serielån S 2007
 4 pct. serielån S 2017

Opkøb anvendes også med henblik på at udjævne refinansieringen inden for året. I 2. halvår 1999 kan der fortsat købes op i 6 pct. stående lån 1999, der forfalder den 10. december 1999.

Opkøb vil kun blive foretaget, såfremt det forekommer fordelagtigt ud fra en samlet statsgældspolitisk vurdering.

Opkøb vil med virkning fra onsdag den 23. juni 1999 blive offentliggjort på daglig basis via DN-Nyheder.

Værdipapirudlånsordning

Den eksisterende værdipapirudlånsordning for nyåbnede statspapirer bortfalder og erstattes af en ny ordning, der træder i kraft i forbindelse med åbningen af det nye statsgældsbevis den 7. juli 1999.

Den nye ordning omfatter statsobligationer og statsgældsbeviser i låneviften. Det kan dog undlades at etablere værdipapirudlånsordningen for visse af papirerne. Ved ordningens åbning etableres således ikke en udlånsordning for 7 pct. stående lån 2024.

Det maksimale udlån for hvert af papirerne er under normale omstændigheder 2 mia.kr. Dette loft kan hæves i situationer med unormal prisdannelse på det private marked for værdipapirudlån. Værdipapirudlånsordningen kan ophæves på ethvert tidspunkt.

Udlånene i de enkelte statspapirer ophører, når de udgår af låneviften. I enkelte tilfælde kan ordningen fortsætte et par måneder efter, at et papir er udgået af låneviften.

Nærmere detaljer om værdipapirudlånsordningen fremgår af bilag til denne meddelelse.

Ændring i udtrækningsproceduren for statens serielån

Udtrækningsproceduren for statens serielån ændres pr. 8. februar 2001. Efter denne dato vil statens serielån blive udtrukket efter en rent matematisk model i stedet for det nuværende gruppeudtrækningsprincip. Ændringen af udtrækningsproceduren for statens serielån skal ses i lyset af de ændringer i udtrækningsproceduren for realkreditobligationer, som blev omtalt i meddelelsen om ændring af markedskonventioner på det danske obligationsmarked af 18. marts 1999.

I forbindelse med det nye udtrækningssystem vil den mindste stykstørrelse på statens serielån blive reduceret til 1 øre. Det skyldes, at der under den matematiske udtrækningsprocedure opgøres på øre, hvor meget der skal trækkes i en given serie.

Statens lånevifte i 2. halvår 1999

Statsgældsbeviser

Salget i det nyåbnede 4 pct. statsgældsbevis 2002 starter pr. 7. juli 1999, jf. ovenfor. Salget i 4,00 pct. statsgældsbevis 2001 I indstilles den 6. juli 1999.

Statsobligationer

Salget i 5 pct. stående lån 2005, 6 pct. stående lån 2009 og 7 pct. stående lån 2024 fortsættes i 2. halvår 1999.

Skatkammerbeviser

Skatkammerbevisprogrammet fortsætter uændret med månedlige auktioner. I 2. halvår 1999 åbnes nye 9-måneders beviser ved auktionerne med valør den 2. august og 1. november 1999.

Låneviften juli 1999

Serie	Termin
<i>Obligationer</i>	
7 pct. stående lån 2024	10. november
6 pct. stående lån 2009	15. november
5 pct. stående lån 2005	15. august
<i>Statsgældsbeviser</i>	
4 pct. statsgældsbevis 2002 (åbnes 7. juli)	15. marts
4,00 pct. statsgældsbevis 2001 I (indstilles 6. juli)	15. februar
<i>Skatkammerbeviser</i>	
Skatkammerbevis 1999 IV	1. november
Skatkammerbevis 2000 I	1. februar

Yderligere information

Henvendelse vedrørende ovenstående kan rettes til Danmarks Nationalbank, kontorchef Ove Sten Jensen, telefon 33 63 61 02.

Bilag. Ny værdipapirudlånsordning for statspapirer i låneviften

Der etableres en ny værdipapirudlånsordning i statens regi for statsgældsbeviser og statsobligationer i låneviften. Ordningen har til formål at øge likviditeten i statens låneviftepapirer. Danmarks Nationalbank varetager som fiskal agent for staten de praktiske sider vedrørende driften af ordningen.

Den eksisterende værdipapirudlånsordning for nyåbnede statsgældsbeviser og statsobligationer bortfalder i forbindelse med etableringen af den nye ordning.

Principper for udlån af statspapirer i låneviften

1. Der udlånes statsobligationer og statsgældsbeviser, som indgår i statens lånevifte. De nærmere vilkår for udlån af det enkelte statspapir meddeles i statens meddelelser om låneviften. Hvis det skønnes hensigtsmæssigt, kan det undlades at etablere en udlånsordning for nogle af statspapirerne i låneviften.
2. Statspapirer udlånes til handelsberettigede på Københavns Fondsbørs A/S.
3. Det maksimale udlån for hvert af papirerne er under normale omstændigheder 2 mia.kr. Dette loft kan hæves i situationer med unormal prisdannelse på det private marked for værdipapirudlån. Værdipapirudlånsordningen kan ophæves på ethvert tidspunkt. Udlånene i de enkelte statspapirer ophører, når de udgår af låneviften. I enkelte tilfælde kan ordningen fortsætte et par måneder efter, at et papir er udgået af låneviften.
4. Værdipapirudlån indgås med valør børsdagen efter. Værdipapirerne kan lånes i en periode fra 1 til 5 børsdage. Forretninger kan indgås i tidsrummet mellem kl. 9.00 og 15.30, men bør så vidt muligt indgås inden kl. 14.00. Værdipapirudlånene foretages i den rækkefølge, værdipapirhandlere henvender sig til Danmarks Nationalbank den pågældende dag. Der forbeholdes ret til at foretage en diskretionær tildeling, hvis det skønnes hensigtsmæssigt.
5. Som sikkerhed accepteres danske statspapirer i kroner (stående lån) udstedt gennem Værdipapircentralen i serier med et udestående på mindst 3 mia.kr.
6. Sikkerhedsstillelsen sker ved et fradrag på 5 point i kursen på de værdipapirer, som låner stiller til sikkerhed.
7. Forretningerne afvikles som handelstransaktioner i VP-systemet.
8. Gebyret er 0,5 pct. p.a. Gebyret kan ændres uden varsel.
9. Forretningerne indberettes som to eller flere separate genkøbsforretninger til Københavns Fondsbørs A/S og markeres med kode 30.
10. Henvendelse om indgåelse af værdipapirudlånsforretninger sker til Danmarks Nationalbank, Handelsafdelingen, tlf. 33 63 67 13 eller 33 63 67 14.

Udlån under ny værdipapirudlånsordning pr. 7. juli 1999

Den 7. juli 1999 etableres der værdipapirudlånsordninger for det nyåbnede 4 pct. statsgældsbevis 2002 og statsobligationerne 5 pct. stående lån 2005 og 6 pct. stående lån 2009. For hver af de tre statspapirer er maksimum for udlån fastsat til 2 mia.kr.

STATENS INDENLANDSKE LÅNTAGNING I 2000, 16. DECEMBER 1999

Statens indenlandske bruttofinansieringsbehov for 2000 er i Budgetoversigten for december 1999 skønnet til 57,2 mia.kr. Finansieringsbehovet dækkes ved at udstede indenlandske statspapirer.

Statsgældspolitikken vil som i tidligere år blive tilrettelagt med henblik på at opbygge en attraktiv lånevifte med vægt på det 2-, 5- og 10-årige segment. Det tilstræbes, at de enkelte statspapirserier bliver så store og likvide, at der er grundlag for en effektiv handel på obligationsmarkedet.

Varighedsbåndet for den indenlandske statsgæld for 2000 er 3,75 år +/- 0,5 år. Dette er en nedjustering af varighedsbåndets midtpunkt med 0,25 år i forhold til 1999.

Statens lånevifte i 2000

Statsgældsbeviser og statsobligationer

Der vil stadig blive udstedt i 4 pct. statsgældsbevis 2002. Statsgældsbeviset afløses af et nyt 2-årigt statsgældsbevis i 2. halvår 2000.

Salget i 5 pct. stående lån 2005 fortsætter.

Udstedelser i 6 pct. stående lån 2009 fortsættes indtil foråret, hvor der åbnes et nyt papir i det 10-årige segment. Der vil blive udsendt særskilt meddelelse om de nærmere vilkår for papiret forud for åbningen. Der sigtes efter et udestående på mindst 60 mia.kr. i de 10-årige papirer, svarende til niveauet i de mindre europæiske lande.

7 pct. stående lån 2024 bevares i låneviften. Udstedelsen i papiret vil fortsat være beskeden.

Skatkammerbeviser

Skatkammerbevisprogrammet fortsætter med månedlige auktioner. I 1. halvår 2000 åbnes nye 9-måneders beviser ved auktionerne i januar og april.

Det er tanken, at nettofinansieringsbidraget fra skatkammerbevisprogrammet bliver neutralt for året som helhed.

Låneviften januar 2000

Serie	Termin
<i>Obligationer</i>	
7 pct. stående lån 2024	10. november
6 pct. stående lån 2009	15. november
5 pct. stående lån 2005	15. august
<i>Statsgældsbeviser</i>	
4 pct. statsgældsbevis 2002	15. marts
<i>Skatkammerbeviser</i>	
Skatkammerbevis 2000 I	1. februar
Skatkammerbevis 2000 II	1. maj
Skatkammerbevis 2000 III	1. august

Opkøb

Med henblik på at udjævne afdragene inden for året vil der blive købt op i statspapirer med udløb i 2000.

For at udjævne finansieringsbehovet mellem 2000 og 2001 er det hensigten at købe op i papirer med forfald i 2001.

Herudover kan der købes op i en bredere vifte af papirer. Opkøb anvendes som led i fastholdelse af en lånevifte med likvide, markedskonforme udstedelser.

For 2000 kan der købes op i følgende papirer:

Alle papirer med udløb i 2000 og 2001

8 pct. stående lån 2003

7 pct. stående lån 2004

8 pct. stående lån 2006

10 pct. serielån S 2004

5 pct. serielån S 2007

4 pct. serielån S 2017

Opkøb vil kun blive foretaget, såfremt det er fordelagtigt ud fra en samlet statsgældspolitisk vurdering.

Indenlandske renteswaps

Indenlandske renteswaps anvendes som instrument til styring af rente- og refinansieringsrisikoen på statsgælden. Der vil stadig være tale om begrænsede beløb.

Værdipapirudlånsordning

Værdipapirudlånsordningen fortsætter i 2000.

Yderligere information

Henvendelse vedrørende ovenstående kan rettes til Danmarks Nationalbank, kontorchef Ove Sten Jensen, telefon 33 63 61 02.

Information om statsgældsforvaltningen kan hentes på Danmarks Nationalbanks hjemmeside (www.nationalbanken.dk) eller i Statens låntagning og gæld 1999, som forventes at udkomme i slutningen af februar 2000.

KONSEKVENSER FOR DET DANSKE OBLIGATIONSMARKED I FORBINDELSE MED DANMARKS EVENTUELLE INDFØRELSE AF EUROEN. TEKNISKE OVERVEJELSER. 31. JANUAR 2000

I dag udsendes rapporten "Konsekvenser for det danske obligationsmarked i forbindelse med Danmarks eventuelle indførelse af euroen. Tekniske overvejelser". Rapporten er udarbejdet af en arbejdsgruppe bestående af repræsentanter fra Børsmæglerforeningen, Finansministeriet, Finansrådet, Finanstilsynet, Københavns Fondsbørs, Nationalbanken, Realkreditrådet, Værdipapircentralen og Økonomiministeriet. Arbejdsgruppen blev i sommeren 1999 nedsat af Nationalbanken i lyset af Økonomiministeriets arbejde med redegørelsen for overgangen til euro i tilfælde af dansk deltagelse.

Arbejdsgruppen har navnlig behandlet spørgsmålet om redenominering af cirkulerende obligationer i tilfælde af dansk indtræden i euro-samarbejdet. Det er overvejelserne og konklusionerne fra diskussionen af dette emne, som præsenteres i rapporten.

Ved redenominering af et værdipapir ændres valutaangivelsen fra én valuta til en anden. Redenominering medfører ingen ændringer i værdipapirets økonomiske værdi eller øvrige vilkår.

I tilfælde af en dansk indtræden i eurosamarbejdet vil en redenominering af danske obligationer fra kroner til euro indebære behov for systemændringer hos primært udstedere, pengeinstitutter og Værdipapircentralen.

Arbejdsgruppen anbefaler, at redenominering af danske statspapirer og realkreditobligationer bør ske straks ved en eventuel dansk indtræden i eurosamarbejdet for hurtigt og effektivt at skabe et stort likvidt marked for danske euroobligationer til fordel for såvel låntagere som investorer. Samtidig anbefaler arbejdsgruppen, at der åbnes mulighed for redenominering af andre obligationer i en nærmere fastsat periode efter en indtræden i eurosamarbejdet.

Vedrørende valg af redenomineringsmetode anbefaler arbejdsgruppen, at der i givet fald anvendes "bottom-up"-metoden med afrunding til nærmeste eurocent. "Bottom-up"-metoden indebærer, at omregningen fra kroner til euro vil ske på baggrund af den enkelte obligationsejers beholdning af en given obligation. De fleste af de nuværende eurolande valgte at redenominere efter "bottom-up"-metoden. Redenomineringsprocessen i eurolandene forløb uden væsentlige problemer.

I tilfælde af en dansk indtræden i eurosamarbejdet ved et årsskifte eller på et andet tidspunkt, hvor antallet af lukkedage i Værdipapircentralen ikke muliggør en samtidig redenominering af statspapirer og

realkreditobligationer, anbefaler arbejdsgruppen, at der indføres en eller flere ekstraordinære lukkedage i Værdipapircentralen.

Hvis der ikke kan gennemføres en samlet redenominering af statspapirer og realkreditobligationer, fx fordi det ikke kan lade sig gøre at indføre en ekstraordinær lukning af Værdipapircentralen, anbefaler arbejdsgruppen, at statspapirer redenomineres straks ved en indtræden i eurosamarbejdet, mens realkreditobligationer redenomineres samlet kort tid herefter.

Yderligere information kan fås ved henvendelse til arbejdsgruppens formand kontorchef Ove Sten Jensen på telefon 3363 6102.

Ekstra eksemplarer af rapporten kan fås ved henvendelse til Nationalbanken på telefon 3363 7000 eller via e-mail info@nationalbanken.dk. Publikationen er endvidere tilgængelig på Nationalbankens websted på adressen www.nationalbanken.dk.

Bilagstabeller

1.	Statsgælden, ultimo 1989-99 ..	118
2.	Statens indenlandske lånoptagelse i 1999	120
3.	Statens udenlandske lånoptagelse i 1999	122
4.	Indenlandske renteswaps, udenlandske porteføljeswaps, terminsforretninger og terminerede udenlandske swaps	124
5.	Indenlandske statslån pr. 31. december 1999	126
6.	Udenlandske statslån pr. 31. december 1999	128
7.	Renter og afdrag på statens indenlandske gæld, ultimo 1999	138
8.	Renter og afdrag på statens udenlandske gæld, ultimo 1999 .	139
9.	Rating af den danske statsgæld	140
10.	Rating af udvalgte landes statsgæld	141

STATSGÆLDEN, ULTIMO 1989-99		Bilagstabel 1		
Mio.kr.	1989	1990	1991	
A. Lån				
<i>Indenlandske lån i DKK¹</i>				
- obligationer, fast forrentede	221.592	229.221	252.481	
- obligationer, variabelt forrentede	88.410	85.010	85.010	
- præmieobligationer	1.200	1.200	1.200	
- bunden opsparing	1.375	864	392	
- statsgældsbeviser	64.550	68.850	74.050	
- skatkammerbeviser	-	21.350	49.250	
- beholdning af egne obligationer	-11	-5	-1	
I alt indenlandske gæld i DKK	377.116	406.490	462.382	
<i>Indenlandske lån i EUR^{2,3}</i>				
- obligationer, fast forrentede	-	-	-	
- beholdning af egne obligationer	-	-	-	
I alt indenlandsk gæld	377.116	406.490	462.382	
<i>Udenlandske lån</i>				
- i USD	27.624	15.556	17.103	
- i CHF	17.919	21.033	15.785	
- i DEM	30.034	36.700	28.464	
- i EUR ³	16.970	18.103	18.025	
- i JPY	10.156	3.597	1.866	
- i andre valutaer samt flermøntede	13.328	24.112	11.096	
- beholdning af egne obligationer ⁴	-1.574	-1.126	-1.374	
I alt udenlandsk gæld	114.457	117.975	90.965	
I alt inden- og udenlandske gæld	491.573	524.465	553.347	
B. Indestående i Danmarks Nationalbank	-35.254	-45.206	-11.649	
C. Den Sociale Pensionsfond				
- statspapirer	-30.212	-36.193	-38.872	
- andre værdipapirer	-81.164	-82.254	-86.836	
I alt Den Sociale Pensionsfond, nominelt ⁵	-111.376	-118.447	-125.708	
Samlet statsgæld (A+B+C)	344.943	360.812	415.990	
Samlet statsgæld i pct. af BNP	43,7	43,7	48,5	

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.

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

³ Til og med 31. december 1998 XEU.

⁴ Bogført til anskaffelsesværdi, jf. statsregnskabet. Fra og med 1993 er der foretaget valutakursregulering.

⁵ Indeksobligationer er opgjort til indekseret værdi.

STATSGÆLDEN, ULTIMO 1989-99							Bilagstabel 1
1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
316.690	357.346	409.565	466.608	516.812	556.874	550.989	537.289
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	1.000	900
-	-	-	-	-	-	-	-
71.150	94.200	111.705	102.697	84.499	49.140	58.830	74.040
55.485	58.339	56.238	58.385	51.234	50.001	41.255	36.350
0	-	-	-	-	-	-	-
501.672	552.326	609.053	649.612	670.505	667.063	656.420	648.579
9.827	9.824	9.697	9.244	9.597	6.634	-	-
-	-	-970	-1.138	-2.372	-	-	-
511.499	562.150	617.781	657.719	677.730	673.697	656.420	648.579
37.802	50.889	24.912	6.425	4.562	1.514	1.336	1.187
13.952	20.914	18.393	13.836	6.178	3.974	1.094	3.616
23.758	47.223	42.772	49.476	81.070	86.921	67.815	56.780
14.942	9.364	5.576	6.778	-2.934	-4.212	9.413	24.980
3.159	5.612	10.419	9.329	2.396	1.047	562	2.453
11.019	31.610	29.494	25.319	17.209	14.369	8.120	1.008
-1.151	-1.338	-1.784	-5.516	-6.986	-	-	-
103.482	164.274	129.782	105.647	101.495	103.613	88.338	90.025
614.981	726.424	747.563	763.366	779.225	777.310	744.758	738.604
-30.927	-88.781	-55.266	-33.677	-31.052	-29.024	-30.400	-36.490
-43.611	-45.270	-50.143	-68.889	-83.435	-92.453	-100.135	-105.432
-88.583	-93.105	-96.689	-82.517	-65.336	-54.368	-43.468	-36.207
-132.194	-138.375	-146.832	-151.406	-148.772	-146.821	-143.603	-141.640
451.860	499.268	545.465	578.283	599.401	601.465	570.755	560.474
50,9	55,5	56,5	57,3	56,5	54,0	48,9	46,3

STATENS INDENLANDSKE LÅNOPTAGELSE I 1999

Bilagstabel 2

Nr. 264, 7 pct. stående lån 2024

Udstedt beløb i 1999, mio.kr.	125
Rentetermin 10. nov	
Fondskode 0991813	
Udstedelse påbegyndt 6. apr 1994	
Lånet afdrages i sin helhed 10. nov 2024	

Nr. 291, 6 pct. stående lån 2009

Udstedt beløb i 1999, mio.kr.	23.965
Rentetermin 15. nov	
Fondskode 0991953	
Udstedelse påbegyndt 14. jan 1998	
Lånet afdrages i sin helhed 15. nov 2009	

Nr. 286, 5 pct. stående lån 2005

Udstedt beløb i 1999, mio.kr.	17.670
Rentetermin 15. aug	
Fondskode 0991945	
Udstedelse påbegyndt 14. jan 1997	
Lånet afdrages i sin helhed 15. aug 2005	

Nr. 290, 4 pct. statsgældsbevis 2001 I

Udstedt beløb i 1999, mio.kr.	13.565
Rentetermin 15. feb	
Fondskode 0991961	
Udstedelse påbegyndt 7. jan 1998	
Lånet afdrages i sin helhed 15. feb 2001	

Nr. 319, 4 pct. statsgældsbevis 2002

Udstedt beløb i 1999, mio.kr.	17.185
Rentetermin 15. mar	
Fondskode 0991988	
Udstedelse påbegyndt 7. jul 1999	
Lånet afdrages i sin helhed 15. mar 2002	

Nr. 294, Skatkammerbevis 1999 II

Udstedt beløb i 1999, mio.kr.	4.275
Rentetermin -	
Fondskode 0980706	
Udstedelse påbegyndt 1. aug 1998	
Lånet afdrages i sin helhed 3. maj 1999	

Nr. 295, Skatkammerbevis 1999 III

Udstedt beløb i 1999, mio.kr.	12.784
Rentetermin -	
Fondskode 0980714	
Udstedelse påbegyndt 1. dec 1998	
Lånet afdrages i sin helhed 2. aug 1999	

STATENS INDENLANDSKE LÅNOPTAGELSE I 1999		Bilagstabel 2
<i>Nr. 300, Skatkammerbevis 1999 IV</i>		
Udstedt beløb i 1999, mio.kr.	26.207	
Rentetermin	-	
Fondskode	0980722	
Udstedelse påbegyndt	1. feb 1999	
Lånet afdrages i sin helhed	1. nov 1999	
<i>Nr. 309, Skatkammerbevis 2000 I</i>		
Udstedt beløb i 1999, mio.kr.	18.239	
Rentetermin	-	
Fondskode	0980730	
Udstedelse påbegyndt	3. maj 1999	
Lånet afdrages i sin helhed	1. feb 2000	
<i>Nr. 321, Skatkammerbevis 2000 II</i>		
Udstedt beløb i 1999, mio.kr.	11.741	
Rentetermin	-	
Fondskode	0980749	
Udstedelse påbegyndt	1. aug 1999	
Lånet afdrages i sin helhed	1. maj 2000	
<i>Nr. 334, Skatkammerbevis 2000 III</i>		
Udstedt beløb i 1999, mio.kr.	7.845	
Rentetermin	-	
Fondskode	0980757	
Udstedelse påbegyndt	1. nov 1999	
Lånet afdrages i sin helhed	1. aug 2000	

STATENS UDENLANDSKE LÅNOPTAGELSE I 1999¹

Bilagstabel 3

Låne-nr.	Accept-dato	Valør-dato	Nominel rente, pct. p.a.	Låne-type	Udløbs-dato	Nominelt lånebeløb i mio.	Ledende bank
298	04-11-99	08-11-99	0	ECP	14-02-00	100 USD	Citibank Intl. plc
298	04-11-99	08-11-99	0	ECP	29-02-00	100 USD	Citibank Intl. plc
887	07-01-99	28-01-99	3,875	EMTN	28-01-02	100 USD	Commerzbank AG
- ²	02-02-99	09-02-99	3,875	EMTN	28-01-02	50 USD	Commerzbank AG
896	05-02-99	18-02-99	6	EMTN	18-02-02	10.000 GRD	Deutsche Bank/EFG Eurobank
897	26-02-99	12-03-99	3,875	EMTN	13-03-00	50 USD	Greenwich NatWest
898	10-03-99	18-03-99	3,875	EMTN	20-03-00	30 USD	Greenwich NatWest
902	27-04-99	07-05-99	3,625	EMTN	08-05-00	25 GBP	Greenwich NatWest
905	08-06-99	15-06-99	3,875	EMTN	15-06-00	25 GBP	Greenwich NatWest
906	14-06-99	28-06-99	5,875	EMTN	28-06-04	150 GBP	Dresdner Bank AG
907	01-07-99	28-07-99	5,75	EMTN	28-07-05	500 NOK	Svenska Handelsbanken AB
908	16-07-99	29-07-99	5,75	EMTN	03-12-01	250 GBP	ABN AMRO Bank N.V.
909	30-07-99	26-08-99	6,375	EMTN	26-08-03	250 USD	ABN AMRO/Merrill Lynch
912	04-08-99	15-09-99	5,375	EMTN	15-09-03	1.000 SEK	Unibank A/S
- ³	09-08-99	15-09-99	5,375	EMTN	15-09-03	500 SEK	Unibank A/S
913	01-09-99	14-09-99	6,625	EMTN	14-09-05	500 USD	Goldman Sachs International
916	08-10-99	13-10-99	0	EMTN	18-01-00	400 EUR	Credit Suisse First Boston
917	12-10-99	25-10-99	6,375	EMTN	25-10-02	400 USD	Lehman/Tokyo-Mitsubishi

¹ Inkl. eventuelle swaps i forbindelse med lånoptagelsen.² Forhøjelse af lån nr. 887. Staten har ved hjemtagelsen modtaget USD 59.201,39 i vedhængende rente.³ Forhøjelse af lån nr. 912.

STATENS UDENLANDSKE LÅNOPTAGELSE I 1999¹

Bilagstabel 3

Emissionskurs	Omkostninger i pct.	Startdato (swap)	Swapmodpart	Hovedstol i mio.	Nominel rente	Lånebeløb i mio.kr.
98,407						698,2
98,168						696,5
98,118	1,375	28-01-99	Commerzbank	85,50 EUR	3,105 pct.	635,8
98,185	1,375	09-02-99	Commerzbank	44,00 EUR	3,00 pct.	327,2
101,125	1,475	18-02-99	Deutsche Bank	31,03 EUR	2,985 pct.	230,7
98,762	0	26-02-99	NatWest	45,39 EUR	6-mdrs. Euribor -0,22%	337,4
99,01	0,130	18-03-99	NatWest	27,38 EUR	6-mdrs. Euribor -0,24%	203,5
98,75	0,136	07-05-99	NatWest	37,97 EUR	6-mdrs. Euribor -0,24%	282,2
98,88	0,116	15-06-99	NatWest	38,53 EUR	6-mdrs. Euribor -0,24%	286,3
99,55	0,250	28-06-99	Dresdner Bank	231,66 EUR	6-mdrs. Euribor -0,22%	1.721,7
101,106	1,935	28-07-99	NatWest	61,73 EUR	6-mdrs. Euribor -0,22%	459,4
101,195	1,195	29-07-99	MSDP	384,50 EUR	6-mdrs. Euribor -0,22%	2.862,4
101,373	1,373	26-08-99	MSDP	233,70 EUR	6-mdrs. Euribor -0,22%	1.737,1
101,125	1,625	15-09-99	Chase	114,40 EUR	6-mdrs. Euribor -0,25%	850,4
99,80	1,625	15-09-99	Chase	56,95 EUR	6-mdrs. Euribor -0,28%	423,3
99,711	0,275	14-09-99	GSMMDP	465,00 EUR	6-mdrs. Euribor -0,24%	3.457,2
99,179	0					2.948,6
99,862	0,188	25-10-99	MSDP	375,59 EUR	6-mdrs. Euribor -0,22%	2.792,2

STATENS INDENLANDSKE SWAPTRANSAKTIONER, 1998-99

Bilagstabel 4a

Lånenr.	Acceptmåned	Beløb i mio.kr.	Der modtages rente	Der betales rente	Udløbsmåned
295	Sep 1998	200,0	10-årig fast	6-mdrs. Cibor	Sep 2008
296	Sep 1998	300,0	10-årig fast	6-mdrs. Cibor	Sep 2008
297	Jan 1999	300,0	10-årig fast	6-mdrs. Cibor	Jan 2009
298	Jan 1999	200,0	10-årig fast	6-mdrs. Cibor	Jan 2009
299	Feb 1999	300,0	10-årig fast	6-mdrs. Cibor	Feb 2009
301	Feb 1999	200,0	10-årig fast	6-mdrs. Cibor	Feb 2009
302	Mar 1999	200,0	10-årig fast	6-mdrs. Cibor	Mar 2009
303	Mar 1999	200,0	10-årig fast	6-mdrs. Cibor	Mar 2009
304	Apr 1999	300,0	10-årig fast	6-mdrs. Cibor	Apr 2009
305	Apr 1999	200,0	10-årig fast	6-mdrs. Cibor	Apr 2009
306	Apr 1999	200,0	10-årig fast	6-mdrs. Cibor	Apr 2009
307	Apr 1999	200,0	10-årig fast	6-mdrs. Cibor	Apr 2009
308	Maj 1999	200,0	10-årig fast	6-mdrs. Cibor	Maj 2009
310	Maj 1999	200,0	10-årig fast	6-mdrs. Cibor	Maj 2009
311	Maj 1999	200,0	10-årig fast	6-mdrs. Cibor	Maj 2009
312	Maj 1999	200,0	10-årig fast	6-mdrs. Cibor	Maj 2009
313	Maj 1999	200,0	10-årig fast	6-mdrs. Cibor	Maj 2009
314	Jun 1999	200,0	10-årig fast	6-mdrs. Cibor	Jun 2009
315	Jun 1999	200,0	10-årig fast	6-mdrs. Cibor	Jun 2009
316	Jun 1999	200,0	10-årig fast	6-mdrs. Cibor	Jun 2009
317	Jun 1999	200,0	10-årig fast	6-mdrs. Cibor	Jun 2009
318	Jul 1999	200,0	10-årig fast	6-mdrs. Cibor	Jul 2009
320	Jul 1999	250,0	10-årig fast	6-mdrs. Cibor	Jul 2009
322	Aug 1999	200,0	10-årig fast	6-mdrs. Cibor	Aug 2009
323	Aug 1999	200,0	10-årig fast	6-mdrs. Cibor	Aug 2009
324	Aug 1999	500,0	10-årig fast	6-mdrs. Cibor	Aug 2009
325	Aug 1999	300,0	10-årig fast	6-mdrs. Cibor	Aug 2009
326	Aug 1999	200,0	10-årig fast	6-mdrs. Cibor	Aug 2009
327	Sep 1999	200,0	10-årig fast	6-mdrs. Cibor	Sep 2009
328	Sep 1999	300,0	10-årig fast	6-mdrs. Cibor	Sep 2009
329	Sep 1999	100,0	10-årig fast	6-mdrs. Cibor	Sep 2009
330	Sep 1999	200,0	10-årig fast	6-mdrs. Cibor	Sep 2009
331	Sep 1999	300,0	10-årig fast	6-mdrs. Cibor	Sep 2009
332	Sep 1999	200,0	10-årig fast	6-mdrs. Cibor	Sep 2009
333	Sep 1999	200,0	10-årig fast	6-mdrs. Cibor	Sep 2009
I alt		7.950,0			

STATENS ISOLEREDE UDENLANDSKE SWAPTRANSAKTIONER, 1999

Bilagstabel 4b

Låne-nr.	Start-dato	Der modtages			Der betales			Udløbs-dato	Beløb i mio.kr.
		Valuta	Mio.kr.	Rente	Valuta	Mio.kr.	Rente		
893	22-01-99	EUR	209,0	6-mdrs. Euribor	CHF	335,0	6-mdrs. Libor -0,028	22-01-04	1.555,4
894 ¹	28-01-99	EUR	21,4	6-mdrs. Euribor	CHF	34,3	0,0	17-02-02	159,2
895 ¹	01-02-99	EUR	17,1	6-mdrs. Libor -0,02	USD	20,0	6,065	20-12-06	129,9
899	22-04-99	EUR	50,0	6-mdrs. Euribor	JPY	6.515,0	6-mdrs. Libor -0,15	22-04-04	384,8
900	28-04-99	EUR	80,0	6-mdrs. Euribor	JPY	10.424,0	6-mdrs. Libor -0,145	28-04-04	613,2
901	28-04-99	EUR	70,0	6-mdrs. Euribor	CHF	112,0	6-mdrs. Libor -0,01	29-04-02	519,6
903	13-07-99	EUR	70,0	6-mdrs. Euribor	CHF	112,0	6-mdrs. Libor -0,015	13-07-02	518,4
904	09-06-99	EUR	55,0	6-mdrs. Euribor	JPY	7.009,8	6-mdrs. Libor -0,14	09-06-04	417,6
910	25-08-99	EUR	40,0	6-mdrs. Euribor	CHF	64,0	6-mdrs. Libor +0,0025	25-08-03	298,0
911	26-08-99	EUR	45,0	6-mdrs. Euribor	CHF	72,0	6-mdrs. Libor +0,0025	26-08-03	334,2
914	07-10-99	EUR	100,0	6-mdrs. Euribor	EUR	100,0	5,125	07-10-05	743,2
915	12-10-99	EUR	100,0	6-mdrs. Euribor	EUR	100,0	5,1625	12-10-05	743,3

¹ Asset swap i forbindelse med opkøb af obligationer.STATENS VALUTATERMINSFORRETNINGER MED NATIONALBANKEN, 1999¹

Bilagstabel 4c

Lånenr.	Startdato	Der modtages ved udløb mio.USD	Der betales ved udløb mio.EUR	Udløbsdato
918	08-11-99	100,0	94,8	14-02-00
919	08-11-99	100,0	94,7	29-02-00

¹ Terminsforretninger knyttet til CP-udstedelse.

STATENS TERMINEREDE UDENLANDSKE SWAPTRANSAKTIONER, 1999

Bilagstabel 4d

Låne-nr.	Valør-dato	Der blev modtaget			Der blev betalt			Udløbs-dato	Værdi i mio.kr.
		Valuta	Mio.kr.	Rente	Valuta	Mio.kr.	Rente		
879	28-01-99	EUR	500,0	4,625	EUR	500,0	6-mdrs. Libor -0,19	04-09-08	+238,7
865	23-09-99	DEM	1.000,0	5,25	DEM	1.000,0	6-mdrs. Libor -0,1475	28-10-04	+232,2

INDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 1999				Bilagstabel 5
Løbenr.	Pålydende rente	Titel ¹	Sidste termin	Udestående beløb, mio.kr.
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	25.000,0
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	42.785,0
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	38.420,0
291	6	Stående lån 2009 Udstedt 14. jan 1998-	15. nov 2009	56.690,0
<i>Seriellån</i>				
14	5	S 2007 Udstedt 20. okt 1953-12. sep 1958	15. sep 2007 ²	44,0
16	4	S 2017 Udstedt 29. nov 1955-12. sep 1958	15. jun 2017 ²	94,7
38	12	S 2001 Udstedt 6. okt 1980-9. maj 1983	15. feb 2001	5.355,0
57	10	S 2004 Udstedt 10. maj 1983-30. aug 1985	15. okt 2004	4.740,0
85	10	S 2001 Udstedt 15. jul 1985-30. aug 1985	15. jul 2001	1,0
<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				537.288,9

INDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 1999				Bilagstabel 5
Løbenr.	Pålydende rente	Titel ¹	Sidste termin	Udestående beløb, mio.kr.
Statsgældsbeviser				
285	4,00	Statsgældsbevis 2000 I Udstedt 7. jan 1997-30. dec 1997	15. feb 2000	12.400,0
290	4,00	Statsgældsbevis 2001 I Udstedt 7. jan 1998-6. jul 1999	15. feb 2001	44.455,0
319	4,00	Statsgældsbevis 2002 Udstedt 7. jul 1999-	15. mar 2002	17.185,0
I alt statsgældsbeviser				74.040,0
Skatkammerbeviser				
309	0	Skatkammerbevis 2000 I Udstedt 3. maj 1999-1. nov 1999	1. feb 2000	16.764,0
321	0	Skatkammerbevis 2000 II Udstedt 2. aug 1999-	1. maj 2000	11.741,0
334	0	Skatkammerbevis 2000 III Udstedt 1. nov 1999-	1. aug 2000	7.845,0
I alt skatkammerbeviser				36.350,0
Præmieobligationslån				
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				900,0
Indenlandsk gæld i alt				648.578,9

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 PR. 31. DECEMBER 1999¹

Bilagstabel 6

Lø- be- nr.	Rentesats, pct. p.a.	Titel	Udestående beløb, mio. af valutaen	Udestående beløb, mio.kr. (1)	Note
AUD-lån					
749	0	1996/00 AUD(tilbagebetaling)/JPY(rente)	230,4	1.113,6	
-	0	1996/00 swap til DEM med variabel rente	-230,4	-1.113,6	
758	0	1996/00 AUD(tilbagebetaling)/JPY(rente)	128,0	618,7	
-	0	1996/00 swap til DEM med variabel rente	-128,0	-618,7	
764	0	1996/00 AUD(tilbagebetaling)/JPY(rente)	79,2	382,7	
-	0	1996/00 swap til DEM med variabel rente	-237,6	-1.148,2	
806	0	1997/00 swap fra DEM med variabel rente (Swap vedr. opkøb (14.000 mio.JPY) i lån nr. 764)	158,4	765,4	
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	483,3	
-	5,625	1998/03 swap til DEM med variabel rente	-100,0	-483,3	
I alt AUD			0,0	0,0	
BEF-lån					
619	0	1995/03 swap til variabel rente	-5.000,0	-922,6	(2)
-	var.	1995/03 swap fra fast rente	2.705,3	499,1	(2)
I alt BEF			-2.294,8	-423,4	
CAD-lån					
802	6	1997/02	100,0	508,5	
-	6	1997/02 swap til DEM med variabel rente	-100,0	-508,5	
876	5,25	1998/03	100,0	508,5	
-	5,25	1998/03 swap til DEM med variabel rente	-100,0	-508,5	
I alt CAD			0,0	0,0	
CHF-lån					
313	0	1987/02	50,8	235,6	
796	2,25	1997/04	200,0	927,0	
-	2,26688	1997/04 swap til DEM med variabel rente	-200,0	-927,0	
893	var.	1999/04 swap fra EUR med variabel rente	335,0	1.552,8	
894	0	1999/02 swap fra EUR med variabel rente (Swap vedr. opkøb (34,34 mio.CHF) i lån nr. 313)	34,3	159,2	
901	var.	1999/02 swap fra EUR med variabel rente	112,0	519,1	
903	var.	1999/02 swap fra EUR med variabel rente	112,0	519,1	
910	var.	1999/03 swap fra EUR med variabel rente	64,0	296,7	
911	var.	1999/03 swap fra EUR med variabel rente	72,0	333,7	
I alt CHF			780,2	3.616,2	

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 PR. 31. DECEMBER 1999¹

Bilagstabel 6

Lø- be- nr.	Rentesats, pct. p.a.	Titel	Udestående beløb, mio. af valutaen	Udestående beløb, mio.kr. (1)	Note
CZK-lån					
871	13,75	1998/02	1.000,0	206,9	
-	13,75	1998/02 swap til DEM med variabel rente	-1.000,0	-206,9	
I alt CZK			0,0	0,0	
DEM-lån					
509	8,345	1992/02 swap fra variabel rente	100,0	380,6	
-	var.	1992/02 swap til fast rente	-100,0	-380,6	
512	8,3	1992/02 swap fra variabel rente	100,0	380,6	
-	var.	1992/02 swap til fast rente	-100,0	-380,6	
515	8,285	1992/02 swap fra variabel rente	50,0	190,3	
-	var.	1992/02 swap til fast rente	-50,0	-190,3	
516	8,31	1992/02 swap fra variabel rente	50,0	190,3	
-	var.	1992/02 swap til fast rente	-50,0	-190,3	
524	8,03	1992/02 swap fra variabel rente	100,0	380,6	
-	var.	1992/02 swap til fast rente	-100,0	-380,6	
528	7,94	1992/01 swap fra variabel rente	100,0	380,6	
-	var.	1992/01 swap til fast rente	-100,0	-380,6	
572	6,07	1993/00	9,7	37,0	
621	6,125	1995/00	495,0	1.883,8	
624	6,445	1995/00 swap fra variabel rente	100,0	380,6	
-	var.	1995/00 swap til fast rente	-100,0	-380,6	
626	6,23	1995/00 swap fra variabel rente	100,0	380,6	
-	var.	1995/00 swap til fast rente	-100,0	-380,6	
638	6,31	1995/00 swap fra variabel rente	100,0	380,6	
-	var.	1995/00 swap til fast rente	-100,0	-380,6	
639	6,305	1995/00 swap fra variabel rente	200,0	761,1	
-	var.	1995/00 swap til fast rente	-200,0	-761,1	
641	6,16	1995/00 swap fra variabel rente	100,0	380,6	
-	var.	1995/00 swap til fast rente	-100,0	-380,6	
642	6,1675	1995/00 swap fra variabel rente	200,0	761,1	
-	var.	1995/00 swap til fast rente	-200,0	-761,1	
643	6,33	1995/01 swap fra variabel rente	100,0	380,6	
-	var.	1995/01 swap til fast rente	-100,0	-380,6	
644	6,31	1995/01 swap fra variabel rente	100,0	380,6	
-	var.	1995/01 swap til fast rente	-100,0	-380,6	
645	0	1995/00	51,6	196,4	
646	6,46	1995/02 swap fra variabel rente	100,0	380,6	
-	var.	1995/02 swap til fast rente	-100,0	-380,6	
647	6,44	1995/02 swap fra variabel rente	100,0	380,6	
-	var.	1995/02 swap til fast rente	-100,0	-380,6	
648	6,4	1995/02 swap fra variabel rente	100,0	380,6	
-	var.	1995/02 swap til fast rente	-100,0	-380,6	
649	6,39	1995/02 swap fra variabel rente	100,0	380,6	
-	var.	1995/02 swap til fast rente	-100,0	-380,6	
650	5,73	1995/00 swap fra variabel rente	100,0	380,6	
-	var.	1995/00 swap til fast rente	-100,0	-380,6	
652	5,63	1995/00 swap fra variabel rente	200,0	761,1	
-	var.	1995/00 swap til fast rente	-200,0	-761,1	
653	5,645	1995/00 swap fra variabel rente	100,0	380,6	

UDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 1999¹

Bilagstabel 6

Lø- be- nr.	Rentesats, pct. p.a.	Titel	Udestående beløb, mio. af valutaen	Udestående beløb, mio.kr. (1)	Note
DEM-lån – fortsat					
659	5,57	1995/00 swap fra variabel rente	100,0	380,6	
-	var.	1995/00 swap til fast rente	-100,0	-380,6	
710	var.	1996/01 swap fra LUF med fast rente	48,6	185,0	
711	5,74	1996/01 swap fra variabel rente	48,6	185,0	
-	var.	1996/01 swap til fast rente	-48,6	-185,0	
713	var.	1996/06 swap fra FRF med variabel rente	146,6	558,0	
714	var.	1996/02 swap fra EUR med variabel rente	94,0	357,6	
716	var.	1996/02 swap fra EUR med variabel rente	93,7	356,5	
717	var.	1996/02 swap fra EUR med variabel rente	188,0	715,6	
721	var.	1996/02 swap fra EUR med variabel rente	189,0	719,3	
723	8,05	1996/02 swap fra EUR med fast rente	283,2	1.077,9	
725	var.	1996/02 swap fra EUR med variabel rente	284,4	1.082,2	
734	0	1996/01 swappet til variabel rente	12,0	45,7	
735	6,3875	1996/06 swap fra variabel rente	146,6	558,0	
-	var.	1996/06 swap til fast rente	-146,6	-558,0	
749	var.	1996/00 swap fra JPY(rente)/AUD(tilbage- betaling) med fast rente	275,6	1.048,8	
756	var.	1996/00 swap fra EUR med fast rente	189,3	720,2	
758	var.	1996/00 swap fra JPY(rente)/AUD(tilbage- betaling) med fast rente	137,8	524,4	
760	5	1996/01	500,0	1.902,8	
762	4,61	1996/00 swap fra EUR med fast rente	47,8	181,7	
763	4,62	1996/00 swap fra EUR med fast rente	80,6	306,8	
764	var.	1996/00 swap fra JPY(rente)/AUD(tilbage- betaling) med fast rente	283,5	1.078,9	
766	4,505	1996/00 swap fra variabel rente	189,3	720,2	
-	var.	1996/00 swap til fast rente	-189,3	-720,2	
768	3,94	1996/00 swap fra variabel rente	275,6	1.048,8	
-	var.	1996/00 swap til fast rente	-275,6	-1.048,8	
770	4,102	1996/00 swap fra variabel rente	283,5	1.078,9	
-	var.	1996/00 swap til fast rente	-283,5	-1.078,9	
772	var.	1996/06 swap fra USD med fast rente	29,9	113,9	
777	4,56	1996/00 swap fra GBP med fast rente	254,0	966,6	
-	4,495	1996/00 swap fra GBP med fast rente	64,3	244,7	
780	4,75	1997/02	474,5	1.805,8	
788	3,88	1996/00 swap fra variabel rente	137,8	524,4	
-	var.	1996/00 swap til fast rente	-137,8	-524,4	
790	5,925	1996/06 swap fra variabel rente	29,9	113,9	
-	var.	1996/06 swap til fast rente	-29,9	-113,9	
793	var.	1997/02 swap fra USD med fast rente	326,6	1.242,7	
794	var.	1997/07 swap fra JPY med struktureret rente	13,6	51,9	
795	4,75	1997/02	680,0	2.587,8	
796	var.	1997/04 swap fra CHF med fast rente	228,7	870,2	
797	var.	1997/00 swap fra USD med fast rente	333,3	1.268,3	
798	4,885	1997/02 swap fra variabel rente	326,6	1.242,7	
-	var.	1997/02 swap til fast rente	-326,6	-1.242,7	
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	870,2	
-	var.	1997/04 swap til fast rente	-228,7	-870,2	

UDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 1999¹

Bilagstabel 6

Lø- be- nr.	Rentesats, pct. p.a.	Titel	Udestående beløb, mio. af valutaen	Udestående beløb, mio.kr. (1)	Note
DEM-lån – fortsat					
802	var.	1997/02 swap fra CAD med fast rente	121,5	462,4	
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	-728,5	
807	3,895	1997/00 swap fra variabel rente	333,3	1.268,3	
-	var.	1997/00 swap til fast rente	-333,3	-1.268,3	
810	var.	1997/00 swap fra JPY(rente)/GBP(tilbage- betaling) med fast rente	95,7	364,2	
811	var.	1997/00 swap fra USD med fast rente	97,8	372,0	
812	4,748	1997/02 swap fra variabel rente	121,5	462,4	
-	var.	1997/02 swap til fast rente	-121,5	-462,4	
817	3,875	1997/00 swap fra variabel rente	95,7	364,2	
-	var.	1997/00 swap til fast rente	-95,7	-364,2	
824	var.	1997/00 swap fra USD med fast rente	676,0	2.572,6	
828	3,775	1997/00 swap fra variabel rente	97,8	372,0	
-	var.	1997/00 swap til fast rente	-97,8	-372,0	
830	3,897	1997/00 swap fra variabel rente	676,0	2.572,6	
-	var.	1997/00 swap til fast rente	-676,0	-2.572,6	
833	var.	1997/00 swap fra GBP med fast rente	277,0	1.054,2	
835	var.	1997/07 swap fra JPY med fast rente	69,4	264,2	
836	3,775	1997/00 swap fra variabel rente	277,0	1.054,2	
-	var.	1997/00 swap til fast rente	-277,0	-1.054,2	
837	var.	1997/01 swap fra USD med struktureret rente	166,1	631,9	
838	var.	1997/07 swap fra AUD(rente)/JPY(tilbage- betaling) med fast rente	44,3	168,7	
841	var.	1997/03 swap fra USD med fast rente	862,5	3.282,3	
842	5,826	1997/07 swap fra variabel rente	69,4	264,2	
-	var.	1997/07 swap til fast rente	-69,4	-264,2	
843	5,0625	1997/03 swap fra variabel rente	862,5	3.282,3	
-	var.	1997/03 swap til fast rente	-862,5	-3.282,3	
844	5,6925	1997/07 swap fra variabel rente	44,3	168,7	
-	var.	1997/07 swap til fast rente	-44,3	-168,7	
845	5	1997/03	500,0	1.902,8	
846	var.	1997/01 swap fra USD med fast rente	517,7	1.970,1	
847	3,992	1997/01 swap fra variabel rente	166,1	631,9	
-	var.	1997/01 swap til fast rente	-166,1	-631,9	
848	4,224	1997/01 swap fra variabel rente	517,7	1.970,1	
-	var.	1997/01 swap til fast rente	-517,7	-1.970,1	
849	var.	1997/04 swap fra USD med fast rente	926,0	3.524,0	
850	var.	1997/07 swap fra JPY med struktureret rente	31,0	118,0	
851	var.	1997/01 swappet til fast rente, 4,7425 pct.	1.465,0	5.575,2	
852	5,4675	1997/04 swap fra variabel rente	926,0	3.524,0	
-	var.	1997/04 swap til fast rente	-926,0	-3.524,0	
853	var.	1997/07 swap fra JPY med struktureret rente	7,6	28,8	
854	5,25	1997/04	1.000,0	3.805,6	
855	var.	1997/07 swap fra JPY med fast rente	49,3	187,5	
862	var.	1997/07 swap fra USD med fast rente	43,5	165,6	

UDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 1999¹

Bilagstabel 6

Lø- be- nr.	Rentesats, pct. p.a.	Titel	Udestående beløb, mio. af valutaen	Udestående beløb, mio.kr. (1)	Note
DEM-lån – fortsat					
863	var.	1997/04 swappet til variabel rente	125,0	475,7	
864	5	1998/03	430,0	1.636,4	
869	var.	1998/03 swap fra AUD med fast rente	120,0	456,7	
870	var.	1998/05 swap fra USD med fast rente	908,6	3.457,8	
871	var.	1998/02 swap fra CZK med fast rente	53,2	202,3	
872	4,29	1998/01 swap fra GBP med fast rente	61,3	233,2	
873	var.	1998/03 swap fra GRD med fast rente	57,7	219,5	
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	229,2	
876	var.	1998/03 swap fra CAD med fast rente	121,5	462,2	
880	var.	1998/00 swap fra JPY(rente)/ZAR(tilbage- betaling) med fast rente	25,0	95,1	
881	var.	1998/07 swap fra NOK med fast rente	74,3	282,7	
882	var.	1998/00 swap fra JPY(rente)/ZAR(tilbage- betaling) med fast rente	26,0	98,9	
888	var.	1998/07 swap fra SEK med fast rente	102,0	388,2	
890	var.	1998/07 swap fra SEK med fast rente	101,5	386,3	
891	var.	1998/06 swap fra SEK med fast rente	81,9	311,7	
I alt DEM			14.920,0	56.779,7	
DKK-lån					
1	3	1894 uamortisabelt	55,6	55,6	(3)
2	3,5	1901 uamortisabelt	29,2	29,2	(3)
3	3,5	1909 uamortisabelt	38,4	38,4	(3)
I alt DKK			123,3	123,3	
EUR-lån					
493	8,5	1992/02	880,8	6.556,3	(4)
510	var.	1992/02 swap fra fast rente	50,0	372,2	
-	9,73	1992/02 swap til variabel rente	-50,0	-372,2	
511	var.	1992/02 swap fra fast rente	50,0	372,2	
-	9,69	1992/02 swap til variabel rente	-50,0	-372,2	
518	var.	1992/02 swap fra fast rente	50,0	372,2	
-	9,63	1992/02 swap til variabel rente	-50,0	-372,2	
519	var.	1992/02 swap fra fast rente	50,0	372,2	
-	9,63	1992/02 swap til variabel rente	-50,0	-372,2	
520	var.	1992/02 swap fra fast rente	50,0	372,2	
-	9,61	1992/02 swap til variabel rente	-50,0	-372,2	
522	var.	1992/02 swap fra fast rente	100,0	744,3	
-	9,29	1992/02 swap til variabel rente	-100,0	-744,3	
523	var.	1992/02 swap fra fast rente	50,0	372,2	
-	9,33	1992/02 swap til variabel rente	-50,0	-372,2	
529	var.	1992/02 swap fra fast rente	25,0	186,1	
-	9,38	1992/02 swap til variabel rente	-25,0	-186,1	
530	var.	1992/02 swap fra fast rente	25,0	186,1	
-	9,4	1992/02 swap til variabel rente	-25,0	-186,1	

UDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 1999¹

Bilagstabel 6

Løbe-nr.	Rentesats, pct. p.a.	Titel	Udestående beløb, mio. af valutaen	Udestående beløb, mio.kr. (1)	Note
EUR-lån – fortsat					
714	var.	1996/02 swap til DEM med variabel rente	-50,0	-372,2	
716	var.	1996/02 swap til DEM med variabel rente	-50,0	-372,2	
717	var.	1996/02 swap til DEM med variabel rente	-100,0	-744,3	
721	var.	1996/02 swap til DEM med variabel rente	-100,0	-744,3	
723	8,5	1996/02 swap til DEM med fast rente	-150,0	-1.116,5	
725	var.	1996/02 swap til DEM med variabel rente	-150,0	-1.116,5	
756	5,4	1996/00 EIB-lån, DSB Elektrificering III F	100,0	744,3	
-	5,4	1996/00 swap til DEM med variabel rente	-100,0	-744,3	
762	5,01	1996/00 EIB-lån, DSB Elektrificering III F	25,0	186,1	
-	5,01	1996/00 swap til DEM med fast rente	-25,0	-186,1	
763	5,01	1996/00 EIB-lån, Danske Omfartsveje	42,3	314,5	
-	5,01	1996/00 swap til DEM med fast rente	-42,3	-314,5	
877	4,05	1998/03 swappet til variabel rente	124,0	923,0	
878	3,7	1998/01 swappet til variabel rente	211,0	1.570,5	
879	4,625	1998/08 swappet til variabel rente	475,0	3.535,5	
887	3,105	1999/02 swap fra USD med fast rente	85,5	636,4	
-	3	1999/02 swap fra USD med fast rente	44,0	327,5	
889	3,4	1998/04 swappet til variabel rente	100,0	744,3	
893	var.	1999/04 swap til CHF med variabel rente	-209,0	-1.555,6	
894	var.	1999/02 swap til CHF med fast rente (Swap vedr. opkøb (34,34 mio.CHF) i lån nr. 313)	-21,4	-159,3	
895	var.	1999/06 swap til USD med fast rente (Swap vedr. opkøb (20 mio.USD) i lån nr. 772)	-17,1	-127,1	
896	2,985	1999/02 swap fra GRD med fast rente	31,0	230,9	
897	var.	1999/00 swap fra USD med fast rente	45,4	337,9	
898	var.	1999/00 swap fra USD med fast rente	27,4	203,8	
899	var.	1999/04 swap til JPY med variabel rente	-50,0	-372,2	
900	var.	1999/04 swap til JPY med variabel rente	-80,0	-595,5	
901	var.	1999/02 swap til CHF med variabel rente	-70,0	-521,0	
902	var.	1999/00 swap fra GBP med fast rente	38,0	282,6	
903	var.	1999/02 swap til CHF med variabel rente	-70,0	-521,0	
904	var.	1999/04 swap til JPY med variabel rente	-55,0	-409,4	
905	var.	1999/00 swap fra GBP med fast rente	38,5	286,7	
906	var.	1999/04 swap fra GBP med fast rente	231,7	1.724,3	
907	var.	1999/05 swap fra NOK med fast rente	61,7	459,5	
908	var.	1999/01 swap fra GBP med fast rente	384,5	2.861,9	
909	var.	1999/03 swap fra USD med fast rente	233,7	1.739,5	
910	var.	1999/03 swap til CHF med variabel rente	-40,0	-297,7	
911	var.	1999/03 swap til CHF med variabel rente	-45,0	-334,9	
912	var.	1999/03 swap fra SEK med fast rente	171,4	1.275,4	
913	var.	1999/05 swap fra USD med fast rente	465,0	3.461,1	
914	5,125	1999/05 swap fra variabel rente	100,0	744,3	
-	var.	1999/05 swap til fast rente	-100,0	-744,3	
915	5,1625	1999/05 swap fra variabel rente	100,0	744,3	
-	var.	1999/05 swap til fast rente	-100,0	-744,3	
916	0	1999/00	400,0	2.977,3	
917	var.	1999/02 swap fra USD med fast rente	375,6	2.795,6	

UDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 1999¹

Bilagstabel 6

Lø- be- nr.	Rentesats, pct. p.a.	Titel	Udestående beløb, mio. af valutaen	Udestående beløb, mio.kr. (1)	Note
EUR-lån - fortsat					
918	0	199/00 terminsforretning fra USD	94,8	705,4	
919	0	1999/00 terminsforretning fra USD	94,7	704,7	
I alt EUR			3.356,1	24.980,4	
FRF-lån					
514	var.	1992/02 swap fra fast rente	250,0	283,7	
-	9,43	1992/02 swap til variabel rente	-250,0	-283,7	
713	var.	1996/06	500,0	567,4	
-	var.	1996/06 swap til DEM med variabel rente	-500,0	-567,4	
I alt FRF			0,0	0,0	
GBP-lån					
120	13	1980/05	25,5	304,4	
247	11,55	1985/00 EIB-lån, DSB Elektrificering I	1,3	15,0	(5)
407	11,625	1990/00	95,0	1.134,5	
-	11,625	1990/00 swap til USD med variabel rente	-75,0	-895,6	
-	11,625	1990/00 swap til USD med variabel rente	-25,0	-298,5	
777	7,25	1996/00	125,0	1.492,7	
-	7,25	1996/00 swap til DEM med fast rente	-100,0	-1.194,2	
-	7,25	1996/00 swap til DEM med fast rente	-25,0	-298,5	
810	0	1997/00 GBP(tilbagebetaling)/JPY(rente)	33,9	405,0	
-	0	1997/00 swap til DEM med variabel rente	-34,7	-414,8	
833	6,25	1997/00	100,0	1.194,2	
-	6,25	1997/00 swap til DEM med variabel rente	-100,0	-1.194,2	
872	6,69	1998/01 EIB-lån, Danske Motorveje III	20,0	238,8	
-	6,69	1998/01 swap til DEM med fast rente	-20,0	-238,8	
874	0	1998/00 swap fra DEM med variabel rente (Swap vedr. opkøb (165,5 mio.JPY) i lån nr. 810)	0,8	9,8	
902	3,625	1999/00	25,0	298,5	
-	3,625	1999/00 swap til EUR med variabel rente	-25,0	-298,5	
905	3,875	1999/00	25,0	298,5	
-	3,875	1999/00 swap til EUR med variabel rente	-25,0	-298,5	
906	5,875	1999/04	150,0	1.791,2	
-	5,875	1999/04 swap til EUR med variabel rente	-150,0	-1.791,2	
908	5,75	1999/01	250,0	2.985,4	
-	5,75	1999/01 swap til EUR med variabel rente	-250,0	-2.985,4	
I alt GBP			21,7	259,7	
GRD-lån					
873	7,5	1998/03	10.000,0	225,4	
-	7,5	1998/03 swap til DEM med variabel rente	-10.000,0	-225,4	
875	8,5	1998/01	10.000,0	225,4	
-	8,5	1998/01 swap til DEM med variabel rente	-10.000,0	-225,4	
896	6	1999/02	10.000,0	225,4	
-	6	1999/02 swap til EUR med fast rente	-10.000,0	-225,4	
I alt GRD			0,0	0,0	

UDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 1999¹

Bilagstabel 6

Lø- be- nr.	Rentesats, pct. p.a.	Titel	Udestående beløb, mio. af valutaen	Udestående beløb, mio.kr. (1)	Note
JPY-lån					
560	var.	1993/00 (fast renteoption solgt i swap)	10.000,0	722,6	
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	
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	
794	var.	1997/07	1.000,0	72,3	
-	var.	1997/07 swap til DEM med variabel rente	-1.000,0	-72,3	
806	5,6	1997/00 swap fra DEM med variabel rente (Swap vedr. opkøb (14.000 mio.JPY) i lån nr. 764)	0,0	0,0	
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	361,3	
-	2,63	1997/07 swap til DEM med variabel rente	-5.000,0	-361,3	
838	0	1997/07 JPY(tilbagebetaling)/AUD(rente)	3.000,0	216,8	
-	0	1997/07 swap til DEM med variabel rente	-3.000,0	-216,8	
850	var.	1997/07	2.000,0	144,5	
-	var.	1997/07 swap til DEM med variabel rente	-2.000,0	-144,5	
853	var.	1997/07	500,0	36,1	
-	var.	1997/07 swap til DEM med variabel rente	-500,0	-36,1	
855	2,02	1997/07 EIB-lån, Danske Omfartsveje B	3.400,0	245,7	
-	2,02	1997/07 swap til DEM med variabel rente	-3.400,0	-245,7	
874	5,4	1998/00 swap fra DEM med variabel rente (Swap vedr. opkøb (165,5 mio.JPY) i lån nr. 810)	0,0	0,0	
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	
899	var.	1999/04 swap fra EUR med variabel rente	6.515,0	470,8	
900	var.	1999/04 swap fra EUR med variabel rente	10.424,0	753,3	
904	var.	1999/04 swap fra EUR med variabel rente	7.009,8	506,6	
I alt JPY			33.948,8	2.453,3	
LUF-lån					
619	0	1995/03	5.000,0	922,6	
710	5,45	1996/01	1.000,0	184,5	
-	5,45	1996/01 swap til DEM med variabel rente	-1.000,0	-184,5	
I alt LUF			5.000,0	922,6	

UDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 1999¹

Bilagstabel 6

Lø- be- nr.	Rentesats, pct. p.a.	Titel	Udestående beløb, mio. af valutaen	Udestående beløb, mio.kr. (1)	Note
NLG-lån					
211	9,5	1984/04	31,3	105,6	(6)
227	8,375	1985/00	6,1	20,6	(6)
I alt NLG			37,4	126,2	
NOK-lån					
881	6,25	1998/07	330,0	304,4	
-	6,25	1998/07 swap til DEM med variabel rente	-330,0	-304,4	
907	5,75	1999/05	500,0	461,2	
-	5,75	1999/05 swap til EUR med variabel rente	-500,0	-461,2	
I alt NOK			0,0	0,0	
SEK-lån					
888	5	1998/07	500,0	434,8	
-	5	1998/07 swap til DEM med variabel rente	-500,0	-434,8	
890	5,12	1998/07	500,0	434,8	
-	5,12	1998/07 swap til DEM med variabel rente	-500,0	-434,8	
891	5,065	1998/06	400,0	347,8	
-	5,065	1998/06 swap til DEM med variabel rente	-400,0	-347,8	
912	5,375	1999/03	1.500,0	1.304,3	
-	5,375	1999/03 swap til EUR med variabel rente	-1.500,0	-1.304,3	
I alt SEK			0,0	0,0	
USD-lån					
298	0	Commercial Paper (Europa)	200,0	1.479,8	
407	var.	1990/00 swap fra GBP med fast rente	123,3	912,0	
-	var.	1990/00 swap fra GBP med fast rente	41,1	304,0	
772	6,065	1996/06 swap til DEM med variabel rente	-20,0	-148,0	
793	0	1997/02	300,0	2.219,6	
-	0	1997/02 swap til DEM med variabel rente	-300,0	-2.219,6	
797	5,72	1997/00	206,1	1.524,5	
-	5,72	1997/00 swap til DEM med variabel rente	-210,0	-1.553,7	
811	0	1997/00	57,0	421,7	
-	0	1997/00 swap til DEM med variabel rente	-57,0	-421,7	
824	5,9	1997/00	400,0	2.959,5	
-	5,9	1997/00 swap til DEM med variabel rente	-400,0	-2.959,5	
837	var.	1997/01	97,6	721,8	
-	var.	1997/01 swap til DEM med variabel rente	-97,6	-721,8	
841	6,625	1997/03	500,0	3.699,4	
-	6,625	1997/03 swap til DEM med variabel rente	-500,0	-3.699,4	
846	6,375	1997/01	300,0	2.219,6	
-	6,375	1997/01 swap til DEM med variabel rente	-300,0	-2.219,6	
849	6,25	1997/04	500,0	3.699,4	
-	6,25	1997/04 swap til DEM med variabel rente	-500,0	-3.699,4	
862	4	1997/07	30,0	222,0	
-	4	1997/07 swap til DEM med variabel rente	-30,0	-222,0	
870	5,75	1998/05	500,0	3.699,4	
-	5,75	1998/05 swap til DEM med variabel rente	-500,0	-3.699,4	

UDENLANDSKE STATSLÅN PR. 31. DECEMBER 1999¹

Bilagstabel 6

Løbe-nr.	Rentesats, pct. p.a.	Titel	Udestående beløb, mio. af valutaen	Udestående beløb, mio.kr. (1)	Note
USD-lån – fortsat					
887	3,875	1999/02	150,0	1.109,8	
-	3,875	1999/02 swap til EUR med fast rente	-100,0	-739,9	
-	3,875	1999/02 swap til EUR med fast rente	-50,0	-369,9	
895	6,065	1999/06 swap fra EUR med variabel rente (Swap vedr. opkøb (20 mio.USD) i lån nr. 772)	20,0	148,0	
897	3,875	1999/00	50,0	369,9	
-	3,875	1999/00 swap til EUR med variabel rente	-50,0	-369,9	
898	3,875	1999/00	30,0	222,0	
-	3,875	1999/00 swap til EUR med variabel rente	-30,0	-222,0	
909	6,375	1999/03	250,0	1.849,7	
-	6,375	1999/03 swap til EUR med variabel rente	-250,0	-1.849,7	
913	6,625	1999/05	500,0	3.699,4	
-	6,625	1999/05 swap til EUR med variabel rente	-500,0	-3.699,4	
917	6,375	1999/02	400,0	2.959,5	
-	6,375	1999/02 swap til EUR med variabel rente	-400,0	-2.959,5	
918	0	1999/00 terminsforretning til EUR	-100,0	-739,9	
919	0	1999/00 terminsforretning til EUR	-100,0	-739,9	
I alt USD			160,4	1.186,8	
ZAR-lån					
880	0	1998/00 ZAR(tilbagebetaling)/JPY(rente)	91,1	109,6	
-	0	1998/00 swap til DEM med variabel rente	-91,1	-109,6	
882	0	1998/00 ZAR(tilbagebetaling)/JPY(rente)	91,7	110,3	
-	0	1998/00 swap til DEM med variabel rente	-91,7	-110,3	
I alt ZAR			0,0	0,0	
Udenlandsk gæld i alt			90.024,7		

- (1) Det udestående beløb pr. 31. december 1999 er udregnet efter følgende kurser pr. 31. december 1999 som kurs pr. 100 enheder: AUD = 483,32, BEF = 18,451, CAD = 508,52, CHF = 463,52, CZK = 20,687, DEM = 380,56, EUR = 744,32, FRF = 113,47, GBP = 1.194,16, GRD = 2,254, JPY = 7,2264, LUF = 18,451, NLG = 337,76, NOK = 92,23, SEK = 86,95, USD = 739,88, ZAR = 120,24.
- (2) Der er tale om swap (i BEF) af LUF-lån.
- (3) Flermøntede lån, hvor kreditor kan vælge betalingsvaluta efter et fast omregningsforhold. DKK er den for kreditor mest fordelagtige valuta.
- (4) Herunder XEU-lån optaget for 1. januar 1999.
- (5) Lånet afdrages efter annuitetsprincippet med halv- eller helårlige terminer, dog mindst 1 års afdragsfrihed.
- (6) 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 GÆLD ¹ , ULTIMO 1999			Bilagstabel 7
Mia.kr.	Renter	Afdrag	Total
2000	42,3	75,2	117,4
2001	36,0	90,9	126,9
2002	30,4	57,6	87,9
2003	27,3	70,0	97,2
2004	21,7	75,4	97,1
2005	16,4	38,6	55,0
2006	14,4	70,0	84,4
2007	8,8	52,6	61,5
2008	5,2	0,0	5,2
2009	5,2	56,8	62,0
2010	1,8	0,1	1,9
2011	1,8	0,0	1,8
2012	1,8	0,0	1,8
2013	1,8	0,0	1,8
2014	1,8	0,0	1,8
2015	1,8	0,0	1,8
2016	1,8	0,0	1,8
2017	1,8	0,0	1,8
2018	1,8	0,0	1,8
2019	1,8	0,0	1,8
2020	1,8	0,0	1,8
2021	1,8	0,0	1,8
2022	1,8	0,0	1,8
2023	1,8	0,0	1,8
2024	1,8	25,0	26,8
I alt	233,8	612,2	846,1

¹ Ekskl. skatkammerbeviser.

RENTER OG AFDRAG PÅ STATENS UDENLANDSKE GÆLD, ULTIMO 1999			Bilagstabel 8
Mia.kr.	Renter	Afdrag	Total
2000	3,8	19,7	23,4
2001	3,1	15,2	18,3
2002	2,4	16,9	19,3
2003	1,5	12,4	13,9
2004	1,0	11,5	12,5
2005	0,5	7,7	8,2
2006	0,3	0,9	1,1
2007	0,2	2,0	2,3
2008	0,2	3,7	3,8
I alt	12,9	90,0	103,0

RATING AF DEN DANSKE STATSGÆLD I INDENLANDSK VALUTA		Bilagstabel 9a
	Moody's	Standard & Poor's
1981, mar		AAA
1986, jul	Aa	
1986, aug	Aa1	
1986, nov	Aaa	
Aktuel rating	Aaa	AAA

Anm.: De mest kendte kreditvurderingsselskaber 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 kategori-
en.

RATING AF DEN DANSKE STATSGÆLD I FREMMED VALUTA		Bilagstabel 9b
	Moody's	Standard & Poor's
1981, mar		AAA
1983, jan		AA+
1985, apr	Aa	
1986, aug	Aa1	
1987, mar		AA
1991, okt		AA+
1999, aug	Aaa	
Aktuel rating	Aaa	AA+

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

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	Aaa	AAA	AA+
Finland	Aaa	Aaa	AA+	AA+
Frankrig	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Holland	Aaa	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	Aaa	Aa1	AAA	AA+
Sydafrika	Baa1	Baa3	BBB+	BB+
Tjekkiet	A1	Baa1 ¹	AA-	A-
Tyskland	Aaa		AAA	AAA
USA	Aaa	Aaa	AAA	AAA
Østrig	Aaa	Aaa	AAA	AAA

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

Anm.: Som publiceret pr. januar 2000. Se anmærkning i bilagstabel 9a for rating-kategoriernes rangorden.

¹ Rating af centralbankens udenlandske gæld.

Ordliste over finansielle begreber

Ordlisten indeholder forklaringer på en række fagudtryk på det finansielle område, som ofte finder anvendelse i Statens låntagning og gæld. Ord i *kursiv* er opslagsord.

Acceptdato:

Den dato hvor et lån aftales.

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/offer spread*.

Bruttofinansieringsbehov:

Opgøres som statens udbetalinger minus indbetalinger tillagt afdrag på inden- og udenlandsk gæld samt Den Sociale Pensionsfonds nettoobligationskøb.

Bruttokassesaldo:

Opgøres som bruttofinansieringsbehov med modsat fortegn.

Clearsteam:

Afviklings- og depotinstitution for værdipapirer. Clearsteam blev dannet i 1999 ved en fusion mellem Deutsche Börse Clearing og CEDEL.

Cost-at-Risk (CaR):

Risikomål udviklet med henblik på at kunne supplere *varighed* og målsætningen for afdragsprofilen i statsgældspolitikken.

Absolut CaR for et givet år angiver de maksimale omkostninger på gælden med 95 pct. sandsynlighed.

Relativ CaR er forskellen mellem absolut CaR og de gennemsnitlige renteomkostninger. Relativ CaR angiver dermed den maksimale stigning i omkostningerne for et givet år med 95 pct. sandsynlighed.

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 gældsbeviser med løbetid på op til et år. Staten har et USCP-program på det amerikanske marked, hvor gældsbeviserne udstedes i USD med en løbetid, der kan variere mellem 1 og 270 dage. Staten har tillige et ECP-program på det europæiske marked, hvor gældsbeviserne kan udstedes i flere forskellige valutaer med en løbetid, der kan variere mellem 7 og 365 dage.

CP-program:

Låneprogram hvorigennem staten udsteder *Commercial Paper*.

Cross default:

Bestemmelse i lånekontrakt, hvorefter lånet forfalder til betaling, hvis andre 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 i en årrække ikke accepteret cross default-klausuler i sine låneaftaler og swaps.

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*.

Ecu:

European currency unit (ISO-møntkode XEU) var en såkaldt valutakurv. Ecu ophørte med at eksistere 1. januar 1999, hvor euro erstattede ecu i forholdet én til én.

Effektiv rente:

Den faste diskonteringsrente, der indebærer, at nutidsværdien af obligationens betalinger er lig med obligationens 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 hhv. under og over pari. Emissionskurstab/-gevinster på statsregnskabet fordeles efter et lineært princip over lånets løbetid under betegnelsen *fordelte emissionskurstab*.

Euribor:

Euro Interbank Offered Rate. Euro interbank-renten der fastsættes af de førende europæiske banker.

Euro:

Den fælles valuta i euroområdet (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. marts 2002 vil euroen være eneste lovmæssige betalingsmiddel inden for euroområdet.

Euro Medium Term Notes (EMTN):

Obligationer udstedt under et EMTN-program på *eurobondmarkedet*.

EMTN-program:

Låneprogram med standardiseret dokumentation. Under statens program er lånerammen maksimalt 15 mia.USD. Obligationerne, der udstedes på *eurobondmarkedet*, kan have løbetider mellem 1 måned og 30 år.

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.

EuroMTS:

Elektronisk handelssystem for de mest likvide europæiske eurostatsobligationer.

Floating rate note (FRN):

Variabelt forrentet obligationslån.

Fordelte emissionskurstab:

Emissionskurstabl-gevinster fordeles i statsregnskabet efter et lineært princip over lånets løbetid. Herved fordeles omkostninger/gevinster, der opstår ved udstedelse til kurser, der afviger fra pari, i overensstemmelse med fordelingen af lånets renteomkostninger.

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:

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

hvor r_t er den t -årige nulkuponrente i dag.

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. I forhold til terminkontrakter er *kreditrisikoen* på modparten således mindre, men likviditetskravet større.

Indenlandsk bruttofinansieringsbehov:

Opgøres som *bruttofinansieringsbehov* fratrukket afdrag af den udenlandske statsgæld.

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:

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	Drakme	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
Sydafrika	Rand	ZAR
Tjekkiet	Koruna	CZK
Tyskland	Deutsche Mark	DEM
USA	Dollar	USD
Østrig	Schilling	ATS
Euro	Fælles valuta i euroområdet	EUR
SDR	Speciel trækningsrettighed	XDR

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).

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 (lovbekendtgørelse nr. 644 af 3. august 1999 med senere ændringer).

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 gennem-

snittet af referencerenten i disse 10 børsdage nedrundet til nærmeste hele procentpoint.

Den ordinært fastsatte mindsterente var i 1. og 2. halvår 1999 4 pct. Mindsterenten for 1. halvår 2000 er 4 pct.

Negative pledge:

En bestemmelse i et lånedokument, der begrænser låntagerens mulighed for at stille sikkerhed for anden gæld. For långiveren indebærer negative pledge en fordel ved at begrænse andre kreditors adgang til at få en fortrinsstilling ved at få pant i låntagerens aktiver. Ofte er en negative pledge på et lån udformet som et forbud, men sædvanligvis angives kun, at låntager ikke må stille sikkerhed for anden gæld uden tilsvarende sikkerhedsstillelse for det respektive lån.

Statens udlandslån indeholder normalt en bestemmelse om negative pledge. Bestemmelserne er i dette tilfælde dog begrænset således, at de alene udelukker staten fra at stille sikkerhed for anden gæld i fremmed valuta.

Nettofinansieringsbehov:

Summen af *DAU-saldoen*, genudlån, *fordelte emissionskurstab* og andre kapitalposter.

Nettokassesaldo:

Opgøres som *nettofinansieringsbehov* med modsat fortegn.

Neutralfordeling:

Benyttes i samstyringen af valutakursrisikoen på statens udlandsgæld og Nationalbankens valutareserve. Neutralfordelingen angiver en valuta-sammensætning af Nationalbankens og statens nettovalutatilgodehavende. Neutralfordelingen fastsættes kvartalsvis på statsgældsmøderne mellem Finansministeriet, Økonomiministeriet og Nationalbanken. Fastsættelsen tager udgangspunkt i forventede risici og afkast i forhold til en ren placering i euro.

Notional værdi:

Hovedstolen på en renteswap er syntetisk og anvendes kun til at bestemme størrelsen af betalingerne til de enkelte terminer. For at understrege dette betegnes hovedstolen ofte som den *notionelle værdi* i stedet for den nominelle værdi.

Nulkuponobligation:

Obligation hvor der ikke løbende betales rente, og hvor afdragsbetalingen er placeret ved lånets udløb. Låneomkostningerne ved et nulkupon-

obligationslån 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 eller i en fremtidig periode. Sælgeren er forpligtet til at opfylde ejerens ret.

Optionsjusteret varighed:

Varigheden for konverterbare obligationer, hvor der er justeret for usikkerheden omkring forfaldsstrukturen som følge af låntagers ret til førtidsindfrielse af obligationen. Den optionsjusterede varighed er derved lavere, end hvis låntageren ikke havde haft mulighed for førtidsindfrielse.

Pengepolitiske modparter:

Betegnelsen for de finansielle institutter, som har adgang til de pengepolitiske instrumenter: Indskud af midler i Nationalbanken på dag-til-dag-basis samt køb af indskudsbeviser og lån mod sikkerhed i værdipapirer. Danske penge- og realkreditinstitutter samt en række filialer af udenlandske kreditinstitutter udgør gruppen af pengepolitiske modparter.

Plain vanilla:

Udtryk der benyttes om standardiserede og simple produkter, fx *stående lån* og simple renteswaps.

Primary dealer:

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.

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 og Moody's, 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 i form af højere låneomkostninger.

Rentestruktur:

Sammenhængen mellem rente og løbetid på værdipapirer. En rentestruktur, der er stigende, betegnes som normal. Er rentestrukturen faldende, betegnes den som invers.

Repo:

Ved en Repurchase Agreement (repo) forstås en 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 sikkerhedsstillelse. 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.

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 nulku-
poninstrumenter.

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.

Struktureret rente:

Kuponrente, der kan forekomme på et *struktureret 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.

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 EUR, mens den anden udlåner et beløb i USD (normalt værdimæssigt svarende til EUR-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 EUR-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).

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 rentein-

deks og et andet. 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.

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 herefter udveksles.

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.

Uamortisabelt stående lån:

Uendeligt løbende *stående lån*, dvs. eneste betalinger er de løbende kuponbetalinger.

Valutareserve:

Ved valutareserven forstås Nationalbankens beholdning af nettoaktiver over for udlandet.

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, vil normalt blive fastsat på basis af de af fx "Telerate" eller "Reuters" noterede *Libor*-satser på et bestemt tidspunkt på dagen.

Varighed:

Varighed angiver den gennemsnitlige rentebindingstid på en portefølje af finansielle aktiver eller passiver. Jo længere varighed, desto længere tid vil der gå, før porteføljen tilpasser sig det aktuelle renteniveau. Gæld optages normalt i regnskabet til nominel værdi. Man vil derfor ofte se sådan på det, at 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, og for en aktiv portefølje vil lang varighed ofte blive opfattet som udtryk for stor risiko.

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. Køberen af værdipapiret betaler forholdsmæssig kupon til sælgeren for perioden fra sidste termin til købstidspunktet. Til gengæld får køberen hele den følgende kuponbetaling.

På nuværende tidspunkt handles papiret med en ex-kupon periode på 30 dage. Dette indebærer, at handles papiret mindre end 30 dage før næste terminsdato, betaler sælgeren rente til køberen for perioden indtil næste termin. Til gengæld beholder sælgeren kuponbetalingen på dette tidspunkt.

Pr. 8. februar 2001 afskaffes ex-kupon perioden. Det indebærer, at betalingen af kuponrente altid vil tilfalde den investor, som har obligationen ved indgangen til terminsdagen.

Danmarks Nationalbank Havnegade 5, 1093 København K

Telefon 33 63 63 63 Fax 33 63 71 15

www.nationalbanken.dk E-mail: info@nationalbanken.dk