

Statens låntagning og gæld 1990

STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD 1990

Tryk: Budgetdepartementets
Publikationscentral

Papir: Dalum-offset, 90 g.

Oplag: 3.500

Pris: 65 kr.

Finansministeriet, Budgetdepartementet 1991

ISBN: 87-503-8986-6

ISSN: 0902-6681

I kommission hos
Statens Informationstjeneste
Bredgade 20
Postboks 1103
1009 København K
(Ekspedition via DBK)

Redaktionel note:

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

Redaktionen er afsluttet den 15. februar 1991.

Indholdsfortegnelse

Forord	7
Beretningskapitler	
Kapitel 1: Indenlandsk låntagning	9
1.1. Indledning	9
1.2. Ny lånebemyndigelseslov	9
1.3. Statspapirsalgets fordeling på papirer	10
1.4. Den indenlandske gælds struktur	14
1.5. Statspapirsalgets fordeling på købersektor	16
1.6. Likviditetsudvikling	17
1.7. Månedsfordeling	21
1.8. Indskrivning og postordresalg af statsobligationer	23
1.9. Udsigterne for 1991	25
Bilag 1.1. Indenlandsk lånebemyndigelseslov (inkl. bemærkninger til lovforslaget)	27
Bilag 1.2. Aktstykke vedr. indskrivning og postordresalg af statsobligationer	31
Kapitel 2: Udenlandsk låntagning	33
2.1. Låntagningens omfang og baggrund	33
2.2. Swaps og terminskontrakter	36
2.3. Sammensætning af gælden	39
2.4. Beskrivelse af emissionerne	42
2.5. Lånebehovet for 1991	47
Bilag 2.1. Pressemeddelelse	49
Kapitel 3: Statsgæld og renteudgifter	51
3.1. Statsgælden	51
3.2. Renteudgifterne	53
Kapitel 4: De finansielle markeder	55
4.1. Indledning	55
4.2. Rente- og kursudviklingen for USD, DEM og JPY	55
4.3. Udviklingen inden for EMS-samarbejdet	61
4.4. Renteudviklingen i Danmark	63
4.5. Nul-kupon-rentestruktur i Danmark	66

Specialkapitler

Kapitel 5:	Salg af obligationer ved auktion	71
5.1.	Indledning	71
5.2.	Sædvanlige emissionsmetoder	71
5.3.	Auktionsmetoden	74
5.4.	Auktion på Euro-markedet	76
5.5.	Auktion over skatkammerbeviser	79
5.6.	Konklusion	87
Kapitel 6:	Lånebemyndigelseslovgivning	89
6.1.	Lovgrundlaget for låntagningen	89
6.2.	Formålene med statens låntagning	90
6.3.	Valutarestriktionernes ophævelse	90
6.4.	Samspillet mellem inden- og udenlandsk låntagning	91
6.5.	Fordele og ulemper ved fælles lånebemyndigelse	92
Kapitel 7:	Låneomkostninger på den udenlandske gæld	93
7.1.	Indledning	93
7.2.	Den anvendte metode	94
7.3.	Låneomkostninger i 1989	96
7.4.	Sammenligning med en XEU-portefølje	98
7.5.	Afsluttende bemærkninger	99
Kapitel 8:	Styring af bruttogæld eller nettogæld?	101
8.1.	Indledning	101
8.2.	Gældsbegrebet	102
8.3.	Den Sociale Pensionsfond	104
8.4.	Varighed og konveksitet af en portefølje	105
8.5.	Varighed og konveksitet af statens nettogæld	110
8.6.	Konklusion	115
Kapitel 9:	Statens betalinger – påvirkningen af den private sektors likviditet	117
9.1.	Indledning	117
9.2.	Statens påvirkning af den private sektors likviditet	117
9.3.	Månedsfordeling af statens betalinger	119
9.4.	Dagsfordeling af statens betalinger	129
	Bilag 9.1. Datagrundlag for måneds- og dagsfordeling for 1991	133

Kapitel 10: Statens swapportefølge	155
10.1. Indledning	155
10.2. Swapporteføljes udvikling	157
10.3. Formålet med at indgå swaps	158
10.4. Risiko på modparter ved at indgå swaps	159
10.5. Beregning af værdien af swaps	160
10.6. Forskellige swaptypers risikoprofil	162
10.7. Risikoprofilen ved en swap, hvor der modtages nul-kupon-betalinger	166
10.8. Swapporteføljen fordelt på modparters kredit- værdighed og værdi	167
Kapitel 11: Det kontraktmæssige risikobegreb i swap-kontrakter	171
11.1. Indledning	171
11.2. Definition	171
11.3. Standardkontrakten (ISDA)	172
11.4. Betaling efter et nettoprincip ("Netting")	172
11.5. Nettoprincippet som risikobegrænsning ved misligholdelse	173
11.6. Beregningsmetoden	173
11.7. Eksempler på opgørelser efter misligholdelse	175
11.8. Vurdering af beregningsprincipperne	176
11.9. Risikobegrænsning i konkurs	177
11.10. Konklusion	179
Kapitel 12: Salg af kroneobligationer til udlandet	183
12.1. Indledning	183
12.2. Netto- og bruttosalg af kroneobligationer	184
12.3. Salgets geografiske fordeling	186
Kapitel 13. Rigsrevisionens beretning om statens låntagning og gæld	189
13.1. Indledning	189
13.2. Institutionelle forhold	189
13.3. Inden- og udenlandsk låntagning	193
13.4. Forvaltningen af den indenlandske gæld	193
13.5. Forvaltningen af den udenlandske gæld	194

Bilagstabeller

1.	Statsgælden ved udgangen af finansårene 1980 til 1990	198
2.	Indenlandske statslån optaget i 1990	201
3.	Udenlandske statslån optaget i 1990	205
4.	Statsgaranterede enheders låntagning i 1990	
	Hypotekbanken	251
	Dansk Naturgas A/S	251
	A/S Storebæltsforbindelsen	252
5.	Samtlige indenlandske statslån pr. 31. december 1990	
	Fast forrentede obligationslån	255
	Statsgældsbeviser	256
	Variabelt forrentede obligationslån	256
	Præmieobligationslån	257
	Bunden opsparing	257
	Skatkammerbeviser	257
6.	Samtlige udenlandske statslån pr. 31. december 1990	
	AUD-lån	259
	BEF-lån	259
	CAD-lån	260
	CHF-lån	260
	DEM-lån	264
	DKK-lån	268
	ESB-lån	269
	FRF-lån	269
	GBP-lån	270
	ITL-lån	271
	JPY-lån	271
	LUF-lån	274
	NLG-lån	274
	NOK-lån	275
	NZD-lån	275
	SEK-lån	276
	USD-lån	276
	XEU-lån	286
7.	Rente og afdrag af statens indenlandske gæld ultimo 1990	289
8.	Rente og afdrag af statens og statsgaranterede enheders udenlandske gæld ultimo 1990	291

Ordliste over finansielle betegnelser	293
---	-----

Forord

I de følgende kapitler beskrives udviklingen i statens låntagning og gæld i 1990, og der redegøres for forhold af betydning for låntagningen. Bogen er opdelt i en *beretningsdel* for det forløbne år og en *specialdel* med kapitler om emner, der er relevante for låntagningen.

Efter specialdelen følger *bilagstabeller* med oversigter over statens indenlandske og udenlandske låntagning og gæld, samt detaljerede oplysninger om de låneoptagelser, der har fundet sted i 1990. Bagest i bogen findes en *ordliste*, hvor en række fagudtryk er forklaret.

Beretningsdelen omfatter *kapitel 1* vedrørende statens indenlandske låntagning i 1990 samt udsigterne for 1991. Endvidere beskrives ordningen med gratis indskrivning af statsobligationer i Hypotekbanken. Statens udenlandske låntagning i 1990 og udsigterne for 1991 er beskrevet i *kapitel 2*, og udviklingen i statsgælden og renteudgifterne i 1990 og 1991 beskrives i *kapitel 3*. *Kapitel 4* omhandler rente- og valutakursudviklingen på det danske og de internationale markeder.

Specialdelen indeholder i år ni kapitler af forholdsvis forskellig karakter – nogle lettere tilgængelige end andre. Det er tilstræbt at øge tilgængeligheden ved at samle bl.a. formler i boxe, der ikke er nødvendige at læse.

Kapitel 5 omhandler statens salg af obligationer ved auktion i 1990. Dette skete både på det indenlandske marked ved salg af skattekammerbeviser og på euro-markedet ved salg af USD-obligationer. På begge markeder blev en ny salgsmetode hermed introduceret.

I *kapitel 6* beskrives lovgrundlaget for den indenlandske og den udenlandske lånebemyndigelse, og der redegøres for formålene med statens låntagning.

Som en videreførsel af beregningerne af låneomkostningerne på statens udenlandske gæld i 1988, præsenteret i "Statens låntagning og gæld" 1989 er der i *kapitel 7* foretaget en beregning af låneomkostningerne i 1989. Kapitlet er udbygget med en sammenligning med låneomkostningerne i en ren XEU-portefølje.

Tilrettelæggelsen af den indenlandske statsgæld har traditionelt fokuseret på statens finansielle bruttogæld. Staten har imidlertid også finansielle aktiver, og i *kapitel 8* diskuteres, om der kan opnås en mere hensigtsmæssig gældsstyring ved at betragte statens aktiver og passiver under ét. Der beregnes nøgletal for statens bruttogæld og for Den Sociale Pensionsfond samt for nettogælden.

I *kapitel 9* beskrives likviditetspåvirkningen fra statens betalinger, og der redegøres for det likviditetsvarslingssystem, der anvendes ved tilrettelæggelsen af den indenlandske låntagning. I bilag til kapitlet er de enkelte ind- og udbetalingsposters indhold specificeret og betalingsmønstret beskrevet.

Statens anvendelse af swaps i gældsstyringen er beskrevet i *kapitel 10*. Der redegøres for metoder til beregning af værdien af swaps og for forskellige swaptypers risikoprofil, og der er foretaget en beregning af swapporteføljen, fordelt på modparters kreditværdighed.

I *kapitel 11* beskrives en række juridiske forhold omkring swaps. Der redegøres for betydningen af betaling efter et nettoprincip og konsekvenser som følge af eventuel misligholdelse.

Udlandets køb af kroneobligationer i 1980'erne behandles i *kapitel 12*. Udviklingen i udlandets beholdning af kroneobligationer er beskrevet, og forskellige forhold af betydning for udlandets køb af disse obligationer diskuteres.

Rigsrevisionen offentliggjorde i januar 1991 en beretning til statsrevisorerne om statens låntagning og gæld. I *kapitel 13* fremdrages de forhold, beretningen særlig hæfter sig ved, og der knyttes visse kommentarer og supplerende oplysninger til beretningen.

Kapitel 1.

Indenlandsk låntagning

1.1. Indledning

Det samlede bruttosalg af statspapirer blev i 1990 på 108,5 mia.kr. Til kursværdi var salget på 101,8 mia.kr., hvilket er ca. 7 mia.kr. mindre end i 1989.

Den største del af salget skyldtes refinansiering. Der var således i 1990 indenlandske afdrag på 78,6 mia.kr., hvorved nettosalget til kursværdi blev 23,3 mia.kr. Dette er ca. 4 mia.kr. mere end nettosalget i 1989.

I afsnit 1.2. omtales den nye lånebemyndigelseslov. I afsnit 1.3. beskrives, hvordan statspapirsalget fordelte sig på forskellige typer papirer og hvilke hensyn der begrundede dette. I afsnit 1.4. vises, hvordan varigheden og restløbetiden af den indenlandske statsgæld har udviklet sig som følge af salgets sammensætning i 1990. Afsnit 1.5. viser nettosalgets fordeling på forskellige købersektorer, mens afsnit 1.6. beskriver, hvordan den private sektors likviditet har udviklet sig i 1990, herunder hvor stor en del af denne, der kan henføres til statens påvirkning og til transaktioner til og fra udlandet. Afsnit 1.7. viser, hvordan statens likviditetspåvirkning har fordelt sig på årets måneder. I afsnit 1.8. beskrives indskrivning og postordresalg og endelig vises i afsnit 1.9. låneviften samt udsigterne for den indenlandske låntagning i 1991.

1.2. Ny lånebemyndigelseslov

Der blev i november 1990 vedtaget en ny lov om bemyndigelse til optagelse af indenlandske statslån (Lov nr. 742 af 14. november 1990). Efter loven bemyndiges finansministeren til at udstede obligationer og andre gældsbeviser, herunder præmieobligationer, for indtil 50 mia.kr. Bemyndigelsen gives som en nettobemyndigelse, således at afdrag forøger den eksisterende bemyndigelse. Sammen med tidligere lånebemyndigelseslove giver dette en samlet låneramme på 484,0 mia.kr. Den indenlandske statsgæld udgjorde ultimo 1990 406,5 mia.kr., (heraf 0,9 mia.kr. i bunden opsparing), og restbemyndigelsen var på dette tidspunkt 78,3 mia.kr. Loven med bemærkninger er genoptrykt i bilag 1.1.

1.3. Statspapirsalgets fordeling på papirer

Ud over at bestemme det samlede statspapirsalg skal en fordeling på de enkelte papirer fastlægges. Det skal besluttes, i hvilket omfang der skal sælges variabelt forrentede eller fast forrentede fordringer, hvilke løbetider og afdragsprofiler der foretrækkes, hvilken pålydende rente de fast forrentede fordringer skal have osv. Der ligger flere hensyn til grund for de endelige beslutninger. Hovedhensynet kan i meget generelle vendinger siges at være at opnå en billig finansiering under hensyn til usikkerheden vedrørende renteutviklingen fremover.

Da det sædvanligvis – men ikke gennem dele af 1989 og 1990 – gælder, at renten for korte løbetider er lavere end for lange løbetider, vil det gennemsnitligt være billigere at finansiere statsgælden ved at sælge korte papirer, såfremt renteniveauet forbliver stort set uændret. En sådan strategi indebærer dog en risiko for øgede låneomkostninger i tilfælde af en generel rentestigning. Falder renteniveauet derimod, opnås en ekstra gevinst ved ikke at have lange forpligtelser til en fast rente. Forventningen om et rentefald fra det høje niveau i starten af 1980'erne kombineret med, at de lange renter stort set konstant har været højere end de korte, har gjort det attraktivt at sælge korte papirer, hvilket også er sket, jf. afsnit 1.4.

Der er imidlertid løbende sket en afvejning mellem de forventede lavere omkostninger ved at sælge korte statspapirer og risikoen ved at følge en sådan strategi. Dette betyder, at varigheden nok er lav, men stadig en del større, end hvis der udelukkende blev solgt korte/variabelt forrentede papirer.

Risikoen skyldes først og fremmest usikkerhed om den fremtidige renteutvikling. Hertil kommer, at der altid vil være en vis – omend kun ringe – risiko for, at der på de fremtidige refinansieringstidspunkter gør sig ekstraordinære forhold gældende, der kan gøre refinansiering vanskelig og/eller dyrere, i hvert fald for nogle løbetider. Usikkerheden forsøges begrænset ved en passende fordeling af gælden på løbetider og fordeling på obligationer med fast og variabel rente.

Det tilstræbes, at serierne af statspapirer samtidig bliver meget store, således at, der er basis for stor omsætning i disse på fondsbørsen. Der åbnes således kun nye serier såfremt det forventes, at der er mulighed for at nå et samlet udestående på mindst 5–10 mia.kr. Dette skønnes dels at resultere i lavere låneomkostninger, dels i forbedret effektivitet på obligationsmarkedet.

Mens hovedhensynet ved fastlæggelsen af statspapirsalg, som beskrevet ovenfor, er at sikre en billig finansiering under hensyn til usikkerheden vedrørende renteutviklingen, er stabilitet også et hensyn, der prioriteres højt. Salgets fordeling på papirer bestemmes først og

fremmest ud fra langsigtede tendenser og ændres normalt kun lidt ud fra helt aktuelle udsving. Der sigtes således mod en høj grad af kontinuitet og stabilitet i statspapirsalgets fordeling på papirer, så markedet ikke får unødvendige stød. Kun hvis fundamentale forhold ændres, foretages væsentlige justeringer. Som eksempel herpå gennemførtes en ændring af salgets sammensætning i retning af en større andel af korte statspapirer i februar/marts 1990, hvor den kraftige rentestigning i Danmark, jf. figur i kapitel 4, ansås for at være et midlertidigt fænomen.

Ud over de overordnede hensyn og de specielle renteforhold i begyndelsen af 1990 har salgets fordeling i 1990 været påvirket af introduktionen af skatkammerbeviser. Skatkammerbeviserne er papirer med meget korte løbetider, 3 og 6 måneder, jf. kapitel 5 i "Statens låntagning og gæld" 1989. De bærer ikke nogen pålydende rente, og afkastet af disse papirer består derfor alene af kursgevinsten, der er fuldt skattepligtig. Disse nul-kupon-papirer kan opfattes som meget korte obligationer med en fast pålydende rente (nul pct. p.a.). Alle fremtidige betalinger er således kendte, hvilket er begrundelsen for, at skatkammerbeviserne i de senere opgørelser er medtaget som fast forrentet gæld.

Skatkammerbeviserne sælges i modsætning til alle øvrige indenlandske statspapirer på auktion, jf. kapitel 5 nedenfor. Der afholdes auktion hver tredje måned sammenfaldende med afdragstidspunktet på de allerede udestående skatkammerbeviser. Det er hensigten, at salget af skatkammerbeviser, når den udestående mængde har nået et passende niveau, skal have et omfang, der nogenlunde svarer til afdragene. Dette afhænger naturligvis af, om specielle rente- eller likviditetsforhold gør sig gældende på auktionstidspunktet. Da det således er hensigten, at salget af skatkammerbeviserne skal udgøre et løbende program, indgår kun nettosalget af skatkammerbeviser i det samlede statspapirsalg nævnt i indledningen.

Det faktiske salg af statspapirer er vist i tabel 1.3.1. Mindsterenten i henhold til kursgevinstbeskatningsloven har uændret været 9 pct. siden 1. juli 1988. Dette har betydet, at 9 pct. stående lån 1994, 1996 og 1998 har kunnet udbygges yderligere, således at det samlede udestående i både 9 pct.St.1996 og 1998 nu er ca. 28 mia.kr. I januar 1990 blev der åbnet et nyt obligationslån 9 pct. stående lån 2000, samtidig med at salget i 9 pct. stående 1992 blev indstillet. Omkring halvdelen af det samlede salg i de stående lån har fundet sted i 9 pct. stående 2000, der således allerede i løbet af et år har fået et samlet udestående på ca. 22 mia.kr. Opbygning af nogle meget store obligationsserier har betydet, at omsætningen med statspapirer på Københavns Fondsbørs er steget med 20 pct. fra 1989 til 1990, samtidig med at den samlede omsætning kun steg 2 pct. Statspapirer

stod således i 1990 for mere end halvdelen af den samlede omsætning på 1.753 mia.kr.

Tabel 1.3.1.

Emission af indenlandske statslån 1990. Mill.kr.

Papir	Emission			Udestående ultimo 1990
	Nominelt	Kursværdi	Kurstab	
9 pct.St.2000	21.750	19.739	2.011	21.750
9 pct.St.1998	6.650	6.057	593	27.400
9 pct.St.1996	5.300	4.881	419	27.600
9 pct.St.1995	6.500	6.116	384	6.500
9 pct.St.1994	4.400	4.066	334	19.700
Obligationer, fast rente	44.600	40.859	3.741	
9 pct.Stgb.1992 IV	4.650	4.524	126	4.650
9 pct.Stgb.1992 III	5.800	5.659	141	5.800
9 pct.Stgb.1992 II	9.350	9.068	282	9.350
9 pct.Stgb.1992 I	10.750	10.322	428	10.750
9 pct.Stgb.1991 IV	4.800	4.584	216	10.100
9 pct.Stgb.1991 III	2.850	2.738	112	10.000
Statsgældsbeviser, fast rente	38.200	36.895	1.305	
Var.St.1999	2.700	2.667	33	10.200
Var.St.1994	1.600	1.581	19	13.200
Obligationer, variabel rente	4.300	4.248	52	
Skbv.1991 II	10.950	10.433	517	10.950
Skbv.1991 I	10.400	9.957	443	10.400
Skbv.1990 IV	10.550	10.156	394	0
Skbv.1990 III	6.350	6.184	166	0
Indfrielse	-16.900	-16.900	-	
Skatkammerbeviser, netto	21.350	19.830	1.520	
Statspapirsalg i alt	108.450	101.832	6.618	

Alle de stående lån havde pæn omsætning, men mod slutningen af året samlede opmærksomheden sig især omkring 9 pct. stående lån 2000. I december 1990 var dette papir den mest omsatte obligation på Københavns Fondsbørs med 11 pct. af den samlede omsætning. Der er således tegn på, at 9 pct. stående lån 2000 vil overtage rollen som toneangivende obligation fra realkreditinstitutternes 9 pct. annuitet 2006. Denne udvikling påtænkes støttet gennem en yderligere udbygning af udeståendet i 9 pct. stående 2000.

Der blev i 1990 åbnet yderligere et stående lån, 9 pct. stående lån 1995, først og fremmest af hensyn til afdragsprofilen, og dermed risikoen, på den indenlandske statsgæld.

Den løbende kvartalsvise åbning af en ny serie af statsgældsbeviser er fortsat i 1990. Der er solgt statsgældsbeviser for i alt ca. 37 mia.kr. til kursværdi i 1990. Dette salg har været meget ujævnt fordelt over året. I første kvartal 1990, hvor den danske rente midlertidigt var høj, valgtes det at sælge statsgældsbeviser i stedet for stående lån. Herved kom statsgældsbeviserne til at udgøre 60 pct. af det samlede statspapirsalg i første kvartal. For året som helhed lå andelen på 35 pct.

Der er ikke åbnet nye variabelt forrentede lån i 1990, og salget i de to eksisterende åbne serier – Var. stående lån 1994 og 1999 – har været yderst begrænset. Dette skyldes først og fremmest et ønske om at gøre plads til skatkammerbeviserne.

Der har i 1990 været afholdt fire auktioner over skatkammerbeviser. Salget på auktionen den 21. december 1990 havde først valør 2. januar 1991 og vedrører derfor statspapirsalget i 1991. På de første tre auktioner var der et bruttosalg på i alt 16,4 mia.kr. nominelt. Derudover er der uden for auktionerne solgt for 21,9 mia.kr. nominelt, hvorved det samlede nominelle bruttosalg i 1990 har været 38,3 mia.kr. Da der er indfriet 16,9 mia.kr., har det samlede nettosalg i 1990 været på 21,4 mia.kr. nominelt. Auktionerne over skatkammerbeviser er nærmere beskrevet i kapitel 5.

Som det fremgår af tabel 1.3.2. har den ovennævnte salgsfordeling betydet, at de variabelt forrentede obligationers andel af bruttosalget er faldet fra 17 pct. i 1989 til kun 4 pct. i 1990. Faldet er dog blevet opvejet af skatkammerbevissalget, der i 1990 har udgjort 20 pct. af det samlede statspapirsalg. Statsgældsbevisernes andel har været stort set uændret i forhold til 1989, mens de fast forrentede obligationers andel er faldet fra 50 pct. til 40 pct.

Tabel 1.3.2.**Den nominelle bruttolåntagnings fordeling på papirtyper. Pct.**

	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Fast forrentede obligationer	59	54	21	35	50	41
Statsgældsbeviser	19	25	51	38	33	35
Variabelt forrentede obligationer .	22	22	28	27	17	4
Skatkammerbeviser netto	-	-	-	-	-	20
I alt	100	100	100	100	100	100

1.4. Den indenlandske gælds struktur

Statens indenlandske obligationsgæld inkl. bunden opsparing steg i 1990 med 29,4 mia.kr. og var ultimo 1990 på 406,5 mia.kr.

Salgsfordelingen beskrevet i afsnit 1.3. har sammen med afdragernes fordeling betydet, at den variabelt forrentede statsgælds andel er blevet reduceret til 22 pct. mod 24 pct. ved udgangen af 1989. Blev skatkammerbeviserne medregnet i den variabelt forrentede gæld, ville andelen i stedet været steget til 27 pct.

For de fast forrentede obligationer er der sket en kraftig forskydning i retning af større gæld med en restløbetid på mellem 5 år og 10 år. Dette skyldes den fortsatte låntagning i 9 pct. stående 1996 og 1998 samt det store salg i det nye lån 9 pct. stående 2000. For alle øvrige restløbetidsintervaller i tabel 1.4.1. er andelen blevet reduceret i 1990.

Andelen af gælden, der udgøres af fast forrentede papirer (inkl. skatkammerbeviser) som skal afdrages inden for to år, er således faldet til det laveste niveau i de seneste 10 år. Den samme udvikling gør sig også gældende for både de fast forrentede obligationer med restløbetid på mellem 2 og 5 år og med restløbetid på over 10 år.

Denne omlægning af den indenlandske statsgæld har reelt forøget varigheden med ca. 0,1 år. Varigheden for 1990 i tabel 1.4.2. er beregnet på baggrund af månedlige betalingsstrømme frem for årlige, som blev anvendt tidligere. Da en stor del af statspapirerne har termin i november, er betalingerne ikke fordelt jævnt over året, hvorfor en beregning på månedstal bliver mere præcis. Den ændrede beregningsmetode betyder en forøgelse i varigheden på ca. 0,2 for 1990, hvilket forklarer stigningen på 0,3 i sidste søjle i tabellen.

Tabel 1.4.1.**Indenlandsk statsgæld fordelt efter restløbetid. Pct.**

	Fast forrentet				Var. for- rentet	I alt
	2 år og derunder	Over 2 år til 5 år	Over 5 år til 10 år	Over 10 år		
1982 ..	41	29	21	7	–	100
1983 ..	38	31	22	9	–	100
1984 ..	37	32	21	9	1	100
1985 ..	36	31	18	8	7	100
1986 ..	38	28	15	8	11	100
1987 ..	44	21	13	6	16	100
1988 ..	40	20	13	4	23	100
1989 ..	34	20	19	3	24	100
1990 ..	33	17	27	2	22	100

Tabel 1.4.2.**Gennemsnitlig restløbetid og varighed for indenlandsk statsgæld. År**

Ultimo	Gennemsnitlig restløbetid	Varighed	
		Fast forrentede papirer	Alle papirer
1983	4,3	3,0	3,0
1984	4,3	2,8	2,8
1985	4,2	3,0	2,8
1986	4,0	2,9	2,6
1987	3,6	2,4	2,1
1988	3,6	2,5	2,0
1989	4,0	2,8	2,2
1990	4,4	3,2	2,5

Note: Ny beregningsmetode fra 1990.

1.5. Statspapirsalgets fordeling på købersektor

Udviklingen i nettotilgangen af indenlandske statspapirer er vist i tabel 1.5.1. sammen med fordelingen på købersektor. Den samlede nettotilgang var faldende i starten af den viste periode. I 1986 og 1987, hvor der var overskud på statsfinanserne, var afdragene større end statspapirsalget til kursværdi, hvilket i tabellen afspejles som negativ nettotilgang. Siden 1988 har der igen været en positiv – og stigende – nettotilgang af statspapirer.

Pengeinstitutterne har i 1990 brudt det kendte mønster, hvor de nettokøbte, når den udestående statspapirmængde voksede, og nettosolgte, når den udestående mængde faldt. På trods af en tilgang på 23 mia.kr. i 1990 havde pengeinstitutterne et tilsvarende nettosalg. Udlandet genoptog i 1990 rollen som storkøber af statspapirer efter et års pause. Med 25 mia.kr. blev statspapirsalget til udlandet langt det største siden 1983, hvor det igen blev muligt for udlændinge at købe danske statsobligationer. Det hidtil største salg i et enkelt år fandt sted i 1987, hvor der blev solgt for 14,5 mia.kr. Udlandets køb af danske kroneobligationer er nærmere beskrevet i kapitel 12.

Tabel 1.5.1.
Statspapirsalgets fordeling på købersektor

	Udlandet	Penge- institutter	Institutionelle investorer mv. ¹⁾	Øvrige	I alt
1983	2.276	28.366	13.303	9.071	53.016
1984	7.196	6.760	11.981	19.654	45.591
1985	13.118	11.241	-3.572	3.198	23.985
1986	1.831	-12.911	455	261	-10.364
1987	14.519	-14.474	-9.609	2.270	-7.294
1988	6.806	12.647	1.509	-13.073	7.889
1989	-3.815	5.676	4.327	12.984	19.172
1990 1.kvartal . .	1.529	-9.249	2.091	15.557	9.928
2.kvartal . .	15.173	3.520	3.777	-62	22.408
3.kvartal ²⁾ .	5.582	-10.123	3.200	7.086	5.745
4.kvartal ²⁾ .	2.799	-7.544	-2.400	-7.659	-14.804
1990 ²⁾	25.083	-23.396	6.668	14.922	23.277

¹⁾ Inkluderer Den Sociale Pensionsfond, Postgiro, ATP, LD, obligationsudstedende institutter, forsikringsselskaber og pensionskasser.

²⁾ Skøn.

Kilde: Danmarks Statistik indtil 2. kvartal 1990.

1.6. Likviditetsudvikling

Bruttokasseunderskuddet har gennem 1980'erne været af anseelig størrelse, og finansieringen heraf er blevet af stor pengepolitisk betydning.

En del af betalingerne, der resulterer i bruttokassesaldoen, vedrører statens transaktioner med Nationalbanken, udlandet samt bevægelser hos Postgiro, og påvirker derfor ikke direkte den private sektors likviditet. Ved at trække disse poster ud af bruttokassesaldoen – uanset om der er tale om indbetalinger til eller udbetalinger fra staten – fås et mål for statsfinansernes direkte påvirkning af den private sektors likviditet. Dette kaldes den korregerede bruttokassesaldo, og er vist i tabel 1.6.1.

Box 1.6.1.

Finansiering af bruttokasseunderskud

Bruttokasseunderskuddet er udtryk for, hvor stort et beløb staten i et givet år skal finansiere.

Finansieringen kan ske på tre måder:

- (1) Optagelse af lån i indlandet
- (2) Optagelse af lån i udlandet
- (3) Træk på statens løbende konto i Danmarks Nationalbank

Det fremgår, at det korrigerede bruttokasseunderskud i den betragtede periode har været 25–35 mia.kr. under bruttokasseunderskuddet. Forskellen skyldes først og fremmest statens løbende overførsler til udlandet, hvor rentebetalingerne vejer tungt, og afdrag på udenlandsk gæld. Afdragene forventes at vokse kraftigt fra 1990 til 1991, hvorfor forskellen mellem det ukorrigerede og korrigerede bruttokasseunderskud ventes at vokse til 50 mia.kr. i 1991.

Den private sektors likviditet bliver imidlertid ikke kun påvirket af staten. Betalingsbalancen, både de løbende poster og kapitalposterne, giver et mål for påvirkning af likviditeten i Danmark som følge af transaktioner til og fra udlandet. En del af betalingsbalancens poster er statens transaktioner med udlandet. Fratrækkes disse, fås et mål for de private udlandstransaktioners virkning på den ikke-statslige sektors likviditet. Dette er vist i tabel 1.6.2.

Tabel 1.6.1.

Bruttokassesaldoens indenlandske likviditetspåvirkning. Mia.kr.

	1988	1989	1990 ¹⁾	1991 ²⁾
Bruttokasseunderskud	124,1	126,4	115,5	123,8
Statens løbende overførsler til udlandet .	-20,4	-21,2	-18,8	-22,6
Nettolån til u-lande mm.	-0,9	-0,4	-0,5	-0,6
Afdrag på udenlandsk gæld	-21,4	-17,8	-15,0	-29,0
Rente og overskud fra Nationalbanken . .	5,4	6,4	4,7	2,3
Ændring af postgiro-indeståender	7,8	-4,8	3,8	0,0
Korrigeret bruttokasseunderskud	94,6	88,6	89,7	74,0

¹⁾ Inkl. tillægsbevilling.

²⁾ Skøn.

Tabel 1.6.2.**Udlandstransaktionernes påvirkning af likviditeten i den indenlandske ikke-statslige sektor. Mia.kr.¹⁾**

	1988	1989	1990	1991
Betalingsbalancens løbende poster	-8,4	-6,5	9,3	6,5 ³⁾
Statens løbende overførsler til udlandet . .	-20,4	-21,2	-18,8	-22,6
De løbende posters likviditetstilførsel ²⁾ . .	12,0	14,7	28,1	29,1
Nettosalg af kroneobligationer ²⁾	12,6	-9,0	28,6	0,0
Privat nettokapitalimport i øvrigt ²⁾	10,3	-8,4	-24,7	0,0
Øvrig offentlig nettokapitalimport ²⁾	5,0	1,4	2,8	1,0
Udlandstransaktioners likviditetspå- virkning	39,9	-1,3	34,8	30,1

¹⁾ 1990-tal er den foreløbige opgørelse. 1991-tal er skøn.²⁾ Minus angiver likviditetsindskrænkning.³⁾ Tallet er ikke revideret efter offentliggørelse af nyt, mere gunstigt betalingsbalancetal for 1990.

Betalingsbalancens løbende poster viste i 1990 for første gang siden 1963 overskud. Da staten samtidig havde et løbende underskud over for udlandet på knap 19 mia.kr., øgede de løbende poster den øvrige indenlandske sektors likviditet med ca. 28 mia.kr. Denne tendens ventes fortsat i 1991.

Da den ikke-statslige sektor havde en kapitalimport på 6,7 mia.kr. i 1990 i modsætning til 1989, hvor der var kapitaleksport, øgedes den indenlandske likviditet yderligere som følge af kapitaltransaktioner med udlandet. Nettosalget af kroneobligationer blev det største nogensinde med 28,6 mia.kr., men dette blev i høj grad opvejet af en modgående privat kapitaleksport, dvs. långivning til udlandet, på 24,7 mia.kr. Det store køb af især australske og britiske obligationer, hvilket pga. skattefritagelsen for kursgevinster på obligationer, der opfylder mindsterentereglen, var attraktivt, påvirkede ikke nettokapitalimporten væsentligt, da der var en modgående låneoptagelse i disse valutaer. Der er fremsat lovforslag om ændring af kursgevinstloven, således at kursgevinster og -tab på fordringer og gæld i udenlandsk valuta altid er skattepligtige, hvorfor de omtalte arrangementer ikke længere vil være rentable. Den øvrige offentlige sektor havde en nettokapitalimport på ca. 3 mia.kr., hvilket især var en nettokapitalimport blandt koncessionerede selskaber og kommuner.

Udlandstransaktionernes samlede påvirkning af den indenlandske ikke-statslige sektor betød således en likviditetsudvidelse på ca. 35 mia.kr. i 1990 mod en likviditetsindskrænkning på ca. 1 mia.kr. i 1989.

Ved at sælge indenlandske statspapirer opsuges likviditet, i det omfang papirerne holdes af den indenlandske private sektor. Den likviditetsudvidende effekt af statsfinanserne, beskrevet i tabel 1.6.1., modvirkes således ved at sælge statsobligationer, statsgældsbeviser og skatkammerbeviser. Likviditet måles i denne forbindelse som pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken.

I tabel 1.6.3. er vist ændringen i pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken, der er den vigtigste indikator for fluktuationer i den primære likviditet. Det er desuden vist, hvordan denne ændring er opstået som summen af statens, Nationalbankens, Postgiroens og udlandets påvirkning.

Tabel 1.6.3.

Forskellige faktorerers påvirkning af pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken. Mia.kr.

	1988	1989	1990	1991 ¹⁾
Korrigeret bruttokasseunderskud, jf. tabel 1.6.1	94,6	88,6	89,7	74,0
Salg af statspapirer	-94,7	-108,7	-101,8	-93,1
Statens likviditetstilførsel	-0,1	-20,1	-12,1	-19,1
Udlandstransaktionernes likviditetstilførsel, jf. tabel 1.6.2.	39,9	-1,3	34,8	30,1
Nationalbankens obligationskøb	-0,0	-0,1	3,3	0,0
Ændring af postgiro-indeståender	-7,8	4,8	-3,8	0,0
Andre faktorer	-9,8	-6,0	-5,5	-5,0
Ændring af pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken	22,2	-22,6	16,7	5,9
Pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken ultimo året	4,6	-18,0	-1,3	4,7

¹⁾ Skøn.

Salget af statspapirer har i alle de betragtede år oversteget det korrigerede bruttokasseunderskud. Den samlede effekt af statsfinanserne inkl. finansiering i 1990 har været en opsugning af likviditet på 12,1 mia.kr. mod 20,1 mia. i 1989. Denne statslige likviditetsopsugning har i nogen grad modvirket udlandstransaktionernes likviditetsudvidende effekt, men pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken er dog forøget med 16,7 mia.kr.

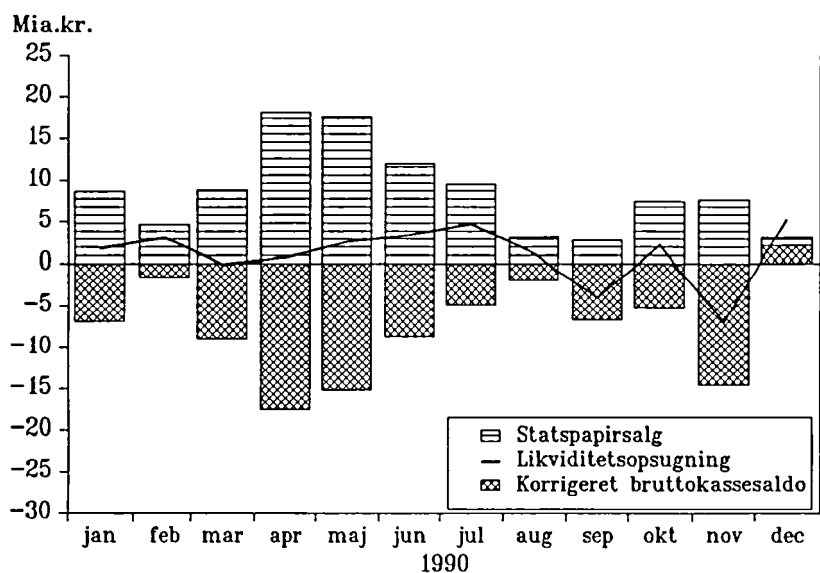
1.7. Månedsfordeling

I forbindelse med Budgetoversigten, der udsendes tre gange årligt, opgøres statens indbetalinger og udbetalinger på måneder. Datagrundlaget og metoden bag månedsfordelingerne er nærmere beskrevet i kapitel 9. Sammenholdes denne opgørelse med statspapirsalgets fordeling på måneder, fås et billede af, hvordan den samlede likviditetsopsugning fra statsfinanserne inkl. finansiering fordelte sig på måneder, jf. figur 1.7.1.

Salget af statspapirer har været størst i måneder med stort bruttokasseunderskud. I alle måneder, med undtagelse af september og november, har salget oversteget det korrigerede bruttokasseunderskud. Der har altså været tale om en nettolikviditetsopsugning i de 10 af årets 12 måneder. Det var således ikke alene over året som helhed, at likviditetsvirkningen fra statsfinanserne blev opsuget, det gjaldt stort set også på månedsbasis. En undtagelse er dog årets sidste to måneder. Det store bruttokasseunderskud i november kombineret med overskuddet i december ville tilsige en meget ujævn salgsfordeling, hvis likviditetsvirkningen skulle neutraliseres på månedsbasis.

Salget planlægges ud fra det forventede underskud, og bliver det faktiske underskud uventet stort, vil der efterfølgende ofte kunne konstateres en manglende likviditetsopsugning. Dette var tilfældet i september, jf. figur 1.7.1. Undertiden indgår der andre hensyn i den tidsmæssige placering af salget af statspapirer, som nævnt ovenfor fx udjævning over et antal måneder.

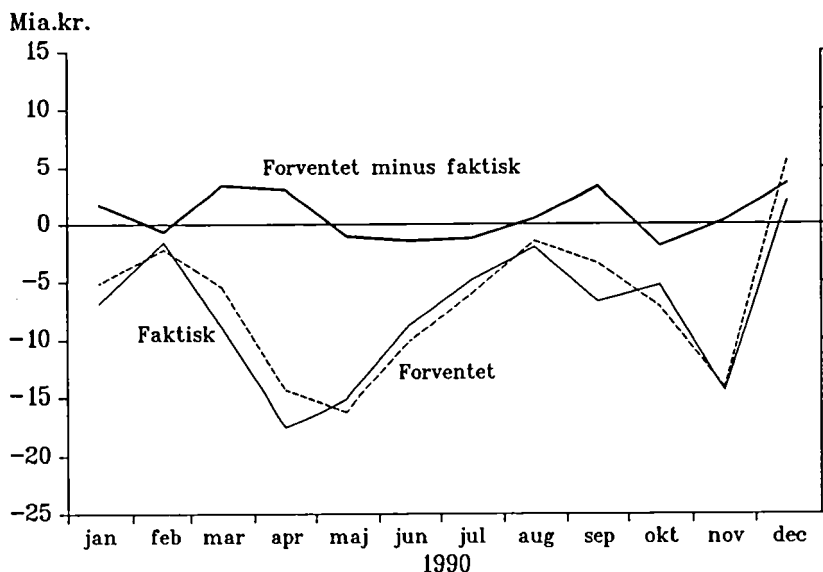
Figur 1.7.1.
Statsfinansernes likviditetsopsugning i 1990



Figur 1.7.2. viser det faktiske korrigerede bruttokasseunderskud samt det forud for den enkelte måned mest aktuelle skøn for den korrigerede bruttokassesaldo. Den forventede værdi for perioden januar-maj stammer fra december 1989, juni-oktober skønnene stammer fra maj 1990, og endelig er november-december skønnene fra oktober 1990.

Figur 1.7.2.

Korrigeret bruttokassesaldo. Faktiske tal og skøn



1.8. Indskrivning og postordresalg af statsobligationer

I rapporten fra udvalget til fremme af den private opsparing (Betænkning nr. 1178) foreslås, at der indføres postordresalg af statslige obligationer og at der genindføres mulighed for gratis indskrivning af statsobligationer. Folketingets finansudvalg har tilsluttet sig disse forslag (Akt 9 1990, jf. bilag 1.2.). Gratis indskrivning er iværksat den 1. november 1990, og postordresalg påtænkes gennemført snarest muligt. Indskrivningen administreres for Finansministeriet af Kongeriget Danmarks Hypotekbank og Finansforvaltning (Hypotekbanken).

Indskrivning

Personer, der ejer statspapirer, har mulighed for *gebyrfri indskrivning* af statspapirer og kan dermed spare omkostninger. Realkreditobligationer kan allerede indskrives gratis i realkreditinstitutter.

Statsobligationer har tidligere kunnet indskrives gebyrfrit; fra 1835 til 1971 i Finansministeriet, derefter i Danmarks Nationalbank, men ordningen blev afskaffet i 1983. Den nye ordning tilbydes kun fysiske personer, ikke selskaber, fonde mv.

Indskrivningsdepoter kan etableres eller forøges ved overførsel fra eksisterende pengeinstitutdepot. Kunden skal henvende sig i sit pengeinstitut, der telefonisk hos Hypotekbanken indhenter et kontonummer i Værdipapircentralen (VP), udfærdiger en oprettelsesbegæring og sender den til Hypotekbanken, der opretter et VP-depot. Dagen efter oprettelsen sender Hypotekbanken en skrivelse til kunden med depotregler og udskrift af stamoplysninger om kunden.

Statspapirer købes hos en fondshandler. Her skal kunden oplyse sit depotnummer til fondshandleren. Hvis der er tale om et nyt depot, skal der udfærdiges en oprettelsesbegæring (hos fondshandleren).

Hvis en kunde ønsker at sælge obligationer fra et indskrivningsdepot, skal Hypotekbanken modtage en skriftlig anmodning fra kunden om, at papirerne skal frigives. Når papirerne er frigivne, kan fondshandleren sælge papirerne.

Udbetaling af renter og afdrag sker ved overførsel til kundens konto i et pengeinstitut. Meddelse herom sendes direkte til kunden fra Værdipapircentralen.

Postordresalg

Pengeinstitutternes kurtagesatser beror ikke mindst på, at der i forbindelse med køb og salg ydes en betydelig service i form af rådgivning. I adskillige tilfælde vil køberen kunne klare sig uden denne form for personlig rådgivning og i øvrigt med en forenklet købsform. Derfor er det besluttet at etablere *postordresalg* af de 8–10 åbne statspapirer mod et gebyr, der dækker de fulde omkostninger ved postordresalget. Der åbnes også mulighed for, at staten tilbagekøber statspapirer.

De nærmere detaljer vedrørende postordresalget af statspapirer er primo februar ikke fastlagt. Finansministeriet har søgt etableret en ordning, hvor kunden udfylder en enkel ordreseddel med angivelse af beløb, løbetid mv., hvorefter obligationerne afregnes til den kurs (+ kurtag), der gælder på den dag, bestillingen modtages i Hypotekbanken. Dette beløb skulle herefter kunne trækkes på kundens konto i Postgiro eller pengeinstitut.

Finansministeriet, Hypotekbanken og Nationalbanken har haft en række drøftelser med Finansrådet, Pengeinstitutternes Betalings Service (PBS) og Postgiro om mulige tekniske løsninger vedrørende direkte overførsel af penge fra kundens konto, men der er under disse drøftelser endnu ikke fremkommet acceptable løsninger, hvorefter overførslen kan ske tilstrækkeligt hurtigt. Finansministeriet har ikke ønsket at iværksætte en model baseret på et tungt eller langsomt betalingsforløb, idet der under disse betingelser vanskeligt kan skabes balance mellem udgifter og indtægter i ordningen. Det spiller endvidere en væsentlig rolle, at

afregningspriserne nødvendigvis må følge kursbevægelserne på Københavns Fondsbørs meget nøje for at undgå spekulation, og det er derfor vigtigt, at betalingen finder sted umiddelbart i forbindelse med handelen, jf. den normale afvikling for obligationshandler på 3 dage.

1.9. Udsigterne for 1991

På finansloven for 1991 budgetteres med en indenlandsk bruttolåntagning på 93 mia.kr. og indenlandske afdrag på 64 mia.kr. Der er på finansloven for 1990 forudsat en gennemsnitlig obligationsrente på 10,9 pct. p.a. Renten på statspapirer har oftest ligget omkring 1/2 procentenhed lavere end den gennemsnitlige obligationsrente.

Den stramme tyske pengepolitik ventes ikke at blive lempet væsentligt, hvorfor der er en snæver grænse for yderligere fald i de korte danske renter. Der er allerede i januar og begyndelsen af februar sket et rentefald på de lange danske statspapirer, der er meget større end forudsat på finansloven. Rentespændet over for tyske statsobligationer er herved indsnævret til ca. 1,0 procentenhed. Det skift i rentestrukturen, som fandt sted i starten af 1991, forventes at kunne vare ved gennem hele 1991.

Der sigtes i 1991 mod en stort set uændret varighed af den indenlandske statsgæld. Dette mål tænkes fulgt ved i 1. halvår at sælge de i tabel 1.9.1. viste statspapirer. Ændring af mindsterenten i henhold til kursgevinstloven kan evt. påvirke låneviften i 2. halvår.

Der er i januar 1991 genåbnet et variabelt forrentet lån, Var. stående lån 1996, mens Var. stående lån 1994 og 1999 er blevet lukket. Den sædvanlige "rulning" af statsgældsbeviser påtænkes at fortsætte i 1991. Også for skatkammerbeviserne påtænkes det hvert kvartal at åbne et nyt 6 måneders skatkammerbevis, der sammen med det eksisterende skatkammerbevis med 3 måneders restløbetid vil blive solgt på auktion. Det har været overvejet at udvide viften af skatkammerbeviser med et 9 måneders bevis, men det er besluttet at udsætte introduktionen af 9 måneders beviser, indtil markedet for 3 og 6 måneders beviser fungerer fuldt tilfredsstillende, jf. kapitel 5.

Ved at fordele salget på ca. 45 pct. fast forrentede obligationer, 40 pct. statsgældsbeviser og 15 pct. skatkammerbeviser og variabelt forrentede papirer vil det være muligt at opnå den ønskede sammensætning af gælden. Denne procentfordeling anvendes som udgangspunkt, såfremt markedsforholdene udvikler sig som forventet, men som i 1990 vurderes sammensætningen løbende.

Der er i stadig stigende grad tale om, at de europæiske obligationsmarkeder følger hinanden meget tæt med stor opmærksomhed fra fondshandlers og store investorers side omkring de indbyrdes rentespænd

for de toneangivende papirer. Det er i denne udvikling af stor betydning for Københavns Fondsbørs, at der er meget dybe og likvide serier af statspapirer.

Som nævnt er statens 9 pct. stående lån 2000 ved at få karakter af at være "toneangivende" på Københavns Fondsbørs. For at støtte denne udvikling vil det udestående beløb i denne serie blive forøget yderligere, og denne serie bliver dermed klart den største på fondsbørsen.

Tabel 1.9.1.

Låneviften pr. 1. januar 1991

	Termin
<i>Obligationer, fast rente</i>	
9 pct.St.2000	15.nov.2000
9 pct.St.1995	15.nov.1995
<i>Statsgældsbeviser</i>	
9 pct.Stgb.1993 I	20.feb.1993
9 pct.Stgb.1992 IV	20.nov.1992
9 pct.Stgb.1992 III	20.aug.1992
<i>Obligationer, variabel rente</i>	
Var.St.1996	15.jan.1996
<i>Skatkammerbeviser</i>	
Skbv.1991 III	1.jul.1991
Skbv.1991 II	2.apr.1991

Bilag 1.1.

Indenlandsk lånebemyndigelseslov (inkl. bemærkninger til lovforslaget)



Lovtidende A

1990 Hæfte 124

14. november 1990.

2653

Nr. 742.

Lov om bemyndigelse til optagelse af indenlandske statslån

VI MARGRETHE DEN ANDEN, af Guds Nåde Danmarks Dronning, gør vitterligt:
Folketinget har vedtaget og Vi ved Vort samtykke stadfæstet følgende lov:

§ 1. Finansministeren bemyndiges til at udstede indenlandske obligationer og andre gældsbeviser, herunder præmieobligationer, til et samlet beløb af indtil 50 mia. kr.

§ 2. Loven træder i kraft ved bekendtgørelsen i Lovtidende.

Givet på Christiansborg Slot, den 14. november 1990.

Under Vor Kongelige Hånd og Segl

I Dronningens Navn:

FREDERIK

Kronprins

/ Henning Dyremose

Bemærkninger til lovforslaget

Statens indenlandske låntagning sker i form af salg af obligationer, gældsbeviser og andre statspapirer. Salget påregnes som hidtil at ske ved Finansministeriets salg til Danmarks Nationalbank, der udbyder papirerne på markedet. Denne låntagning kræver en lånebemyndigelse ved en lånebemyndigelseslov. Lånebemyndigelsen gives som en samlet nettobemyndigelse til finansministeren, dvs. at afdrag på udeståen-

de obligationer og gældsbeviser forøger den resterende bemyndigelse med afdragets størrelse.

Lånebemyndigelseslove gav frem til december 1982 bruttobemyndigelser for obligationer, mens det for gældsbeviser – der har ret korte løbetider – var nettobemyndigelser. Lånebemyndigelseslove fra juni 1975 frem til december 1982 er listet i tabel 1 sammen med den låntagning, der blev foretaget på grundlag heraf.

Tabel 1. Lånebemyndigelseslove 1975–1982.¹⁾ Mill. kr.

	Bruttobemyndigelse, obligationer	Nettobemyndigelse, gældsbeviser
Lov nr. 200 af 20. jun. 1975	6.000	–
Lov nr. 148 af 31. mar. 1976	14.000	5.000
Lov nr. 205 af 18. maj 1977	7.000	7.000
Lov nr. 224 af 24. maj 1978	10.000	4.000
Lov nr. 36 af 12. feb. 1979	21.000	4.000
Lov nr. 518 af 21. dec. 1979	35.000	10.000
Lov nr. 26 af 30. jan. 1981	40.000	5.000
Lov nr. 22 af 29. jan. 1982	75.000	5.000
I alt	208.000	40.000
Låntagning, obligationer	206.884	–
Låntagning, gældsbeviser	–	86.550
Afdrag, gældsbeviser	–	50.400
Restbemyndigelse ultimo 1982 ¹⁾	1.116	3.850

¹⁾ Excl. lov nr. 618 af 8. dec. 1982.

Fra og med lov nr. 618 af 8. dec. 1982 blev der givet nettobemyndigelse for såvel obligationer som gælds-

beviser, således at afdrag på obligationslån optaget såvel før som efter ville forøge restbemyndigelsen.

Tabel 2. Lånebemyndigelse og anvendelse heraf fra 1. jan. 1983. Mill. kr.

	Restbemyndigelse	Obligationsgæld ¹⁾
Pr. 1. jan. 1983, jf. tabel 1	4.966	203.986
Lov nr. 618 af 8. dec. 1982	+ 100.000	-
Lov nr. 133 af 28. mar. 1984	+ 75.000	-
Lov nr. 155 af 24. apr. 1985	+ 50.000	-
1983-1985:		
Låntagning	+ 339.163	+ 339.163
Afdrag	+ 183.316	+ 183.316
I alt pr. 1. jan. 1986	74.118	359.834
1986-1989:		
Låntagning	+ 328.180	+ 328.180
Afdrag	+ 312.262	+ 312.262
I alt pr. 1. jan. 1990	58.200	375.752
Jan.-aug. 1990:		
Låntagning ²⁾	+ 86.800	+ 86.800
Afdrag	+ 46.299	+ 46.299
I alt pr. 1. sep. 1990	17.699	416.253

¹⁾ Incl. gældsbeviser og præmieobligationslån. Bemyndigelse til at optage sidstnævnte blev indtil 1984-loven meddelt i særskilt lov, men blev med denne lov omfattet af den generelle bemyndigelse.

²⁾ Låntagning i skatkammerbeviser indgår netto modsat den øvrige låntagning, idet der er tale om korte gældsbeviser med løbetid på 3 og 6 måneder, hvor afdrag normalt vil refinansieres med skatkammerbeviser ved udløb.

Lånebemyndigelsen blev senest udvidet med 50 mia. kr. ved lov nr. 155 af 24. april 1985. Herved kom den samlede låneramme op på 433.952 mill. kr. Den indenlandske obligationsgæld, herunder gældsbeviser og præmieobligationer, udgjorde ultimo 1985 nominelt 359.834 mill. kr., således at restbemyndigelsen udgjorde 74.118 mill. kr., jf. i øvrigt tabel 2, hvori er anført lånebemyndigelseslove fra og med december 1982 samt udviklingen i restbemyndigelsen og obligationsgælden frem til ultimo august 1990.

Statens indenlandske låntagning har primært til formål at neutralisere den forøgelse af den private sektors likviditet, der er en umiddelbar følge af statslige kasseunderskud. Den del af statsfinanserne, der påvirker den private sektors likviditet, er givet ved bruttokasseunderskuddet korrigeret for betalinger mellem på den ene side staten og på den anden side udlandet og Nationalbanken.

Salget af statspapirer har i en årrække ud over neutralisering af de direkte indenlandske likviditetsvirkninger (det korrigerede bruttokasseunderskud, jf. ovenfor) tillige sigtet mod at opsuge likviditet svarende til de ovennævnte betalinger mellem staten og udlandet/Nationalbanken, dog bortset fra statens

udenlandske afdrag. Salget har således bidraget til at holde så højt et renteniveau, at der er sket en delvis finansiering af betalingsbalanceunderskuddet via private kapitalbevægelser, herunder bevægelser i de udenlandske beholdninger af indenlandske kroneobligationer.

Der er i årene 1986-89 lånt netto 15,9 mia. kr. til nominel værdi. I 1989 udgjorde bruttolåntagningen 111,7 mia. kr. til nominel værdi, mens afdragene på den indenlandske gæld beløb sig til 89,5 mia. kr., hvorved nettolåntagningen blev 22,2 mia. kr. Ultimo 1989 udgjorde den indenlandske obligationsgæld 375,8 mia. kr.

I den forløbne del af 1990 (til og med 31. august) er der brutto solgt statspapirer for 86,8 mia. kr. nominelt, og der har været afdrag på 46,3 mia. kr., således at der netto er lånt for 40,5 mia. kr. Ultimo august udgjorde gælden 416,3 mia. kr.

På finansloven for 1990 er der budgetteret med en bruttolåntagning på 82 mia. kr. nominelt for hele 1990. I forbindelse med Budgetoversigt I, maj 1990, er skønnet over bruttolåntagningen i 1990 sat op til 96 mia. kr. nominelt. Netto forventes låntagningen at andrage 17 mia. kr., da der bliver afdraget 79 mia. kr.

af gælden. Forudsætningerne bag skønnene i Budgetoversigt 1, maj 1990, indebærer en indenlandsk obligationsgæld ultimo 1990 på omkring 393 mia. kr.

Restbemyndigelsen udgjorde ultimo 1989 58,2 mia. kr. jf. tabel 2. Ultimo august er restbemyndigelsen faldet til 17,7 mia. kr. Restbemyndigelsen må forudses at blive yderligere reduceret som følge af statspapirsalgets forventede fordeling i de kommende måneder og det forventede underskud på statsfinanserne i 1991. Der er derfor behov for en forøgelse af lånebemyndigelsen. Med en forøgelse på 50 mia. kr. kommer den samlede låneramme op på 484,0 mia. kr.

Tabel 3 viser de statspapirer, der er åbne for salg pr. 1. oktober 1990 (låneviften). Pr. 1. april blev der åbnet for salg af skatkammerbeviser, der har korte løbetider på henholdsvis 3 og 6 måneder, med en stykstørrelse på 1 mill. kr. Der afholdes auktion hvert kvartal, og det er hensigten, at det samlede udestående skal udgøre mindst 20 mia. kr. i disse papirer. Ved den første auktion den 28. marts blev der solgt knap 10 mia. kr. eller næsten hele det udbudte beløb, mens der ved den følgende auktion den 27. juni ikke skete nogen forøgelse af det samlede udestående, idet der blev solgt skatkammerbeviser svarende til afdragene. Efterfølgende er der dog solgt yderligere skatkammerbeviser til markedet. Det samlede udestående i

skatkammerbeviser er herved kommet op på 17,4 mia. kr. ultimo august 1990.

Der foregår endvidere en stadig »rulning« af statsgældsbeviser, forstået på den måde, at der åbnes nye papirer hvert kvartal.

For en mere udførlig beretning om den førte indenlandske statsgældspolitik henvises til »Statens låntagning og gæld« 1989, der udkom i marts 1990.

Tabel 3. Statspapirer åbne for salg pr. 1. oktober 1990

	Udløb
Obligationer med fast rente	
9 pct. St. 2000	15. nov. 2000
9 pct. St. 1995	15. nov. 1995
Statsgældsbeviser	
9 pct. Stgb. 1992 IV	20. nov. 1992
9 pct. Stgb. 1992 III	20. aug. 1992
9 pct. Stgb. 1992 II	20. maj 1992
Obligationer med variabel rente	
Var. St. 1999	20. nov. 1999
Var. St. 1994	20. nov. 1994
Skatkammerbeviser	
Skbv. 1991 II	2. apr. 1991
Skbv. 1991 I	2. jan. 1991

Bilag 1.2.

Aktstykke vedr. indskrivning og postordresalg af statsobligationer

17

9

Finansministeriet. København, den 2. oktober 1990.

- a. Finansministeriet anmoder om Finansudvalgets tilslutning til at iværksætte postordresalg og indskrivning af statsobligationer. Disse ordninger er foreslået i betænkning fra udvalget vedrørende fremme af den private opsparing (betænkning nr. 1178). Sigtet er at fremme den private opsparing.

Udgifterne til indskrivning afholdes – ligesom udgifterne til notering af statspapirer på Københavns Fondsbørs og bidrag for statspapirer til Værdipapircentralens drift – over finanslovens § 3 rentekonto. I 1990 udgør udgifterne til indskrivning ca. 1,0 mio. kr. På årsbasis ventes udgifterne at blive på ca. 7,5 mio. kr.

I 1990 udgør udgifterne til postordresalg ca. 0,4 mio. kr.

Ordningen skal i fremtiden hvile i sig selv.

- b. Opsparing i statsobligationer er behæftet med omkostninger, der især for mindre spareres vedkommende er relativt store, dels ved køb og salg, dels ved opbevaringen. Sigtet med begge ordninger er at reducere udgifterne. Dermed sikres mindre sparere et afkast af statsobligationer, der ikke er væsentligt mindre end for store sparere.

Det foreslås derfor, at personer, der ejer statspapirer, skal have mulighed for gebyrfri indskrivning og opbevaring af statspapirer. Ejere af realkreditobligationer har allerede mulighed for gratis indskrivning i realkreditinstitutterne. Statsobligationer har tidligere (fra 1835–1983) kunnet indskrives gebyrfrit – i Finansministeriet indtil 1971 og derefter i Danmarks Nationalbank. Da hensigten med ordningen er at fremme den private opsparing, vil der blive pålagt gebyrer på rettighedsindskrænkninger som pantsætning og lign.

Pengeinstitutternes kurtagesatser beror ikke mindst på, at der ydes en betydelig service i forbindelse med køb og salg, specielt rådgivning. I adskillige tilfælde vil køberen kunne klare sig uden denne form for personlig rådgivning, og i øvrigt med en forenklet købsform. Det foreslås derfor, at der etableres postordresalg af de åbne statspapirer mod et gebyr, der dækker de fulde omkostninger ved postordresalget. Der åbnes tilsvarende mulighed for, at der indenfor rammerne af denne ordning kan ske tilbagekøb af visse statspapirer mod gebyrer, der dækker omkostningerne.

Ordningerne administreres af Kongeriget Danmarks Hypotekbank og Finansforvaltning. Det nødvendige personale fremskaffes ved omprioritering, rationalisering og anvendelse af ny teknologi.

Udgifterne til indskrivning forventes på årsbasis at blive ca. 7,5 mio. kr. under forudsætning af, at der etableres 100.000 indskrivningsdepoter.

Postordresalget ventes at kunne hvile i sig selv, men der vil være udgifter i startfasen.

- c. Indskrivning påtænkes iværksat den 1. november 1990, postordresalg senere.
d. Ordningernes iværksættelse har været forelagt Økonomiministeriet, Danmarks Nationalbank og Finanstilsynet.
e. Under henvisning till ovenstående anmodes om tilslutning til, at der på forslag til tillægsbevillingslov for 1990 opføres følgende:

§ 3.01.01.31.07. Andre renteudgifter:

Udgifter 1,4 mio. kr.

§ 23.05.01. Finansforvaltning:

Driftsudgifter + 1,4 mio. kr.

§ 23.05.01. Finansforvaltning:

Driftsindtægter + 1,4 mio. kr.

HENNING DYREMOSE

/ Bjarne Skafte

Til Finansudvalget.

Kapitel 2.

Udenlandsk låntagning

2.1. Låntagningens omfang og baggrund

Den statslige bruttolåntagning til kursværdi i 1990 blev 20,1 mia.kr. Heraf er 1,1 mia.kr. genudlånt til A/S Storebæltsforbindelsen og 1,3 mia.kr. er USD-obligationer, der foreløbigt er overtaget af Nationalbanken, jf. kapitel 5 om bl.a. USD-auktionslån. Ordinære afdrag udgjorde 13,1 mia.kr., og førtidige indfrielse beløb sig til 1,9 mia.kr. Nettolåntagningen blev som resultat heraf 5,1 mia.kr.

I dette afsnit beskrives udviklingen gennem året i de faktorer, der bestemmer omfanget af låntagningen. I afsnit 2.2. ses der nærmere på de valutaomlægninger, som er foretaget i 1990. Afsnit 2.3. beskriver dernæst sammensætningen af gælden på valutaer og rentetyper ultimo året. I afsnit 2.4. er de enkelte lånetransaktioner beskrevet, og endelig gives der i afsnit 2.5. et bud på den forventede låntagning i 1991.

Ved indgangen til 1990 var der regnet med en betydelig større låntagning i 1990 end tilfældet blev. I finansloven for 1990 blev der således forudsat en nettolåntagning på knap 14 mia.kr.

Det mindre nettolånebehov kan for året som helhed henføres til forbedringen af saldoen på betalingsbalancens løbende poster i forhold til skønnet ved finansloven. Medens der ved indgangen til 1990 blev skønnet et *underskud* på 10 mia.kr., er der medio februar foreløbigt opgjort et *overskud* på 9,3 mia.kr.

Bruttolåntagningens fordeling på året er påvirket en del af tidspunkterne for to store dollarlån. Et stykke ind i året så det ud til, at den private kapitalimport ville blive betragtelig. Dette er baggrunden for, at nettolåntagningen i 1. halvår var ubetydelig. Derimod viste overskuddet på betalingsbalancen sig først ret sent på året, således at kun låntagningen i 4. kvartal er påvirket af denne bevægelse.

De førtidige indfrielse har været betydeligt mindre end i de foregående år. Det skyldtes bl.a., at det internationale renteniveau gennem 1990 har været relativt højt, således at kun få lån med fordel har kunnet førtidsindfries, idet det ikke har været muligt at foretage refinansiering på bedre vilkår. Hertil kommer imidlertid, at der kun er ganske få lån tilbage i den samlede låneportefølje, som kan førtidsindfries ifølge lånekontrakten. Det skyldes, at det i de senere år har været meget dyrt at få indført sådanne klausuler i lånebetingelserne. Samtidig er der ikke længere i samme grad

brug for den fleksibilitet en mulighed for førtidsindfrielse giver. En førtidsindfrielsesklausul betyder bl.a., at man kan foretage en hurtigere tilpasning af gælden til den ønskede valuta- og rentesammensætning. Denne tilpasning sikres nu via swaps.

Gennem de første to kvartaler af 1990 var det ligesom i de foregående år navnlig den private kapitalimport, der medvirkede til stigningen i valutareserven. På trods af en meget stor privat kapitaleksport i 3. kvartal steg valutareserven. Det skyldes dels, at staten optog lån, dels at der var et pænt overskud på betalingsbalancens løbende poster. Det bør tilføjes, at Nationalbanken i 1990 har indgået valutaterminskontrakter på ca. 10 mia.kr., som ultimo 1990 endnu ikke var afviklet. Når disse kontrakter udløber (uden at blive fornyet), vil valutareserven blive forøget med dette beløb.

Tabel 2.1.1.
Statens udenlandske låntagning, 1987-90. Mia.kr.

	1990							
	Kvartaler							
	1987	1988	1989	1.	2.	3.	4.	Året
Bruttolåntagning ¹⁾ . .	25,8	11,7	13,6	10,3	1,7	6,3	3,0	21,3
- Emissionskurstab	1,0	0,3	0,5	0,1	0,9	0,1	0,1	1,2
Bruttolåntagning ²⁾ . .	24,8	11,4	13,1	10,2	0,8	6,2	2,9	20,1
- Ordinære afdrag .	4,4	10,2	12,3	6,1	4,0	1,9	1,1	13,1
- Førtidsindfrielse	7,5	11,2	5,6	0,7	0,0	0,6	0,6	1,9
Nettolåntagning . . .	12,9	-10,0	-4,8	3,4	-3,2	3,7	1,2	5,1
- Lån til u-lande . .	0,9	0,9	0,4	0,2	0,0	0,1	0,1	0,4
- Opkøb af egne obligationer	-0,9	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,3	0,1
Nettokapitalimport .	12,9	-11,0	-5,3	3,2	-3,2	3,8	0,8	4,6

¹⁾ Nominel værdi.

²⁾ Kursværdi.

Tabel 2.1.2.**Betalingsbalance og udenlandsk nettolåntagning, 1987-1990. Mia.kr.**

	(1) Overskud på betalingsba- lancens lø- bende poster	(2) Staten	(3) Øvrige off. sektor	(4) Residual ¹⁾	(5) Privat sektor	(1)+(2)+(3) +(4)+(5) Forøgelse i valuta- reserven ²⁾
1987 . . .	-20,3	12,9	7,7	0,5	29,2	30,0
1988 . . .	-8,4	-11,0	4,8	0,3	23,0	8,7
1989 . . .	-6,5	-5,3	1,1	0,4	-17,4	-27,7
1990,1 .	-0,3	3,2	1,9	0,0	9,6	14,4
1990,2 .	1,5	-3,2	0,3	0,7	3,6	2,9
1990,3 .	5,3	3,8	0,4	0,1	-6,5	3,1
1990,4 .	2,8	0,8	0,2	-0,2	-2,8	1,2
1990 . . .	9,3	4,6	2,8	1,0	3,9	21,6

¹⁾ Som følge af forskelle i opgørelsesmetoden er der en difference mellem Finansministeriets og Nationalbankens opgørelse over statens låntagning. Da det for den samlede offentlige sektors låntagning i ovenstående tabel er valgt at anvende Nationalbankens opgørelse, er der en residual.

²⁾ Eksklusive kursregulering.

Den samlede udenlandske statsgæld var ultimo 1990 119,1 mia.kr. Heraf vedrører 1,3 mia.kr. obligationer i Nationalbankens beholdning, og kan følgelig ikke betegnes som en del af Danmarks udlandsgæld. Det er stort set uændret i forhold til året før. Som følge af det kraftige fald i dollarkursen gennem 1990 er der noteret en kursgevinst på den udenlandske statsgæld på godt 3 mia.kr. Udviklingen i den samlede udlandsgæld er vist i tabel 2.1.3.

Med udgangen af 1990 ophævedes den hidtidige ordning, hvorefter de indtil fusionerne primo 1990 tre største danske banker, Den danske Bank, Handelsbanken og Privatbanken, ydede bistand ved statens og Hypotekbankens udenlandske lånetransaktioner. Pressemeldelsen herom er gengivet i bilag 2.1.

Tabel 2.1.3.
Udlandsgæld, netto. Mia.kr.

	1987	1988	1989	1990
Staten, udlandslån ¹⁾	127,6	124,3	116,0	119,1
Offentlige sektor i øvrigt	64,4	70,7	69,0	69,9
Beholdning af obligationer ²⁾	63,5	84,5	70,5	95,0
– Heraf danske statspapirer	44,0	54,5	47,0	72,0
Pengeinstitutter	4,0	4,5	12,0	2,0
Privat sektor i øvrigt	80,9	85,2	65,4	56,3
– Valutareserve	64,4	76,2	44,9	63,3
I alt	276,0	293,0	288,0	279,0

¹⁾ Brutto, dvs. ekskl. beholdning af opkøbte obligationer.

²⁾ Brutto, dvs. ekskl. indlændinges beholdning af udenlandske obligationer.

Den danske stats kreditværdighed vurderes med jævne mellemrum af de to store private kreditvurderingsinstitutter, Standard & Poor's og Moody's Investors Service. Standard & Poor's har siden marts 1987 vurderet statens kreditværdighed til AA, hvilket er instituttets trediebedste karakter. I juni 1990 udgav Standard & Poor's en redegørelse omfattende bl.a. udsigterne på 1–3 års sigt for udviklingen i statens kreditværdighed. Bedømmelsen var her "positiv", hvilket indikerer at en opjustering ikke er uden for rækkevidde. Moody's Investors Service har senest i juli 1987 vurderet statens kreditværdighed for så vidt angår obligationer denomineret i andre valutaer end DKK til Aa1, hvilket er den næstbedste karakter.

2.2. Swaps og terminskontrakter

I 1990 er der indgået swaps uden direkte tilknytning til ny låntagning til en værdi i danske kroner på transaktionstidspunktet på 13,4 mia.kr. Heraf vedrører 10,9 mia.kr. omlægning af gælden fra én valuta til en anden. Der er desuden indgået valutaterminskontrakter for 7,7 mia.kr. Medens swaps typisk indebærer omlægning af gælden over et tidsrum på mellem 2 og 10 år, er terminskontrakter anvendt til mere kortsigtet omlægning af gælden.

Som det fremgår af tabel 2.2.1. har swapaktiviteten hovedsagelig taget sigte på en nedbringelse af USD-gælden. De to store USD-emissioner i foråret/sommeren 1990 bragte USD-andelen kraftigt i vejret. (En stor

del af denne stigning ville dog automatisk blive reduceret ved store USD-afdrag i efteråret). Da det i løbet af sommeren viste sig, at lånebehovet blev mindre end ventet, var der imidlertid ikke behov for så stor en USD-gæld for at opretholde den ønskede andel af gælden i USD. Samtidig udviklede USD-kursen sig ret svagt, og det blev derfor besluttet at nedbringe USD-andelen gennem valutaswaps til de mindre risikofyldte valutaer CHF og DEM. Da USD i efteråret nåede ned på et rekordlavt niveau i forhold til DEM, og jf. figur 2.2.1. det laveste niveau over for DKK siden 1980, blev det besluttet hurtigt at foretage en yderligere reduktion af USD-andelen.

Ved denne omlægning af gælden er der anvendt terminskontrakter i stedet for swaps. Ved hjælp af terminskontrakter er der købt de USD, der skal betales på forfaldne lån gennem 1991. Terminskontrakterne indebærer, at USD-gælden er faldet, mens DKK-gælden er steget. Kontrakterne udløber samtidig med, at lånene forfalder. Anvendelse af terminskontrakterne på denne måde betyder, at USD-gælden reduceres tidligere, end den ville være blevet, hvis lånene blot havde fået lov til at løbe ud. Samtidig giver terminskontrakter mulighed for at reducere den risiko, der er forbundet med de store udsving, der er i USD-kursen også på helt kort sigt. Det er ikke usædvanligt, at kursen ændrer sig med over 1 pct. fra dag til dag.

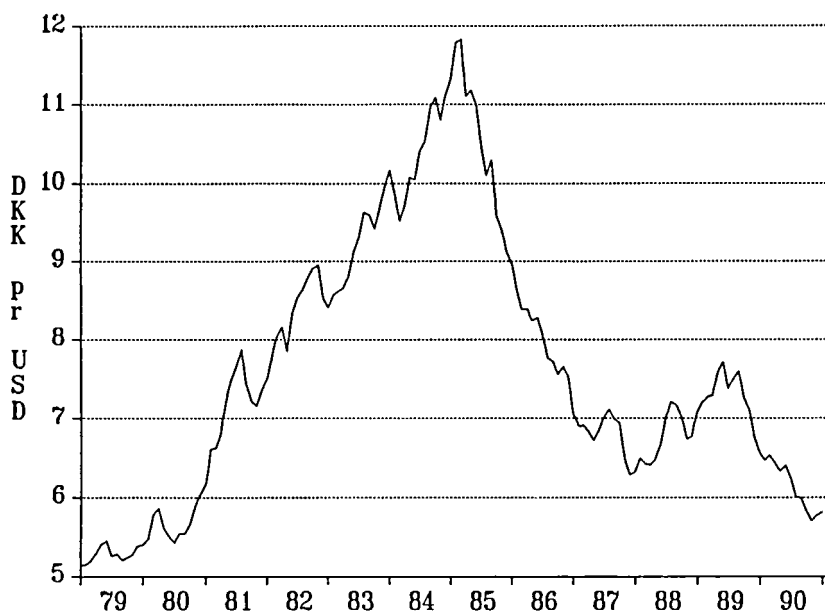
Hvis der i stedet for terminskontrakter var blevet anvendt swaps, der sædvanligvis har en løbetid, der er længere end 2 år, ville USD-andelen ikke alene falde i 1990, men den ville også falde i takt med afdragene på USD-lån i løbet af 1991, hvilket ikke nødvendigvis er ønskeligt. En sådan udvikling i gælden ville blive besværlig at håndtere. Derfor blev der anvendt terminskontrakter.

Terminskontrakter kan iøvrigt i økonomisk forstand betragtes helt på linje med valutaswaps, dvs. at der udveksles to betalingsrækker i hver sin valuta.

I 1990 faldt JPY-kursen også til et meget lavt niveau. Derfor blev det ligeledes for denne valuta besluttet at reducere gælden. Også i dette tilfælde blev der anvendt terminskontrakter, da der i februar 1991 forfalder et stort JPY-lån.

Størstedelen af de swaps, der er foretaget i 1990 har impliceret omlægning af gælden til enten DEM eller CHF. CHF er fundet attraktiv pga. den relativt lave rente sammenlignet med andre valutaer. Dette skal sammenholdes med, at der ikke i de kommende år forventes nogen større stigning i CHF-kursen. Den schweiziske økonomi ventes tiltagende at ville lide under det manglede medlemskab af EF. DEM er fundet attraktiv, fordi der er en fast kurs på DEM i forhold til DKK. Samtidig er DEM-renten lavere end renten på alle øvrige valutaer i EMS.

Figur 2.2.1.
Udviklingen i USD-kursen, 1979-90



De enkelte swapkontrakter er generelt indgået på mindre beløb end tidligere år. Dette er sket af risikospredningshensyn. Når man indgår swaps på meget store beløb, er det kun nødvendigt at lave ganske få swaps, før en given målsætning vedr. omlægning af gælden er opnået. Men det betyder, at en tilfældig kurs den dag, hvor den enkelte swap er indgået, får meget stor betydning for den gevinst eller det tab, man får på hele omlægningen. Endvidere er det ofte muligt at få en bedre pris på mindre beløbsstørrelser, idet valutaswapmarkedet for meget store beløb er forholdsvis tyndt.

Tabel 2.2.1.

Valutafordeling af låntagning i 1990. Mia.kr.¹⁾

	Bruttolån til kursværdi ¹⁾	Swaps og terminskontrakter		Lån efter swaps	Pct.
		Fra	Til		
USD . . .	11,0	18,8	4,6	-3,2	-15
DEM . .	1,5		7,2	8,7	40
XEU . . .	0,8		1,0	1,8	8
JPY . . .	4,2	4,8		-0,6	-3
FRF . . .	2,8			2,8	13
CHF . . .			4,9	4,9	22
BEF . . .			0,5	0,5	2
ESB . . .	0,6	0,6		0,0	
GBP . . .	1,1	1,1		0,0	
DKK . .			7,1	7,1	32
I alt . . .	22,0	25,3	25,3	22,0	100

¹⁾ Ekskl. låntagning på korte programmer.

2.3. Sammensætning af gælden

I tabel 2.3.1. er udviklingen i statsgældens valutasammensætning vist.

Gældens sammensætning ved indgangen til 1990 var stort set som ønsket, under hensyn til rente- og valutaforholdene, herunder med hensyntagen til risikospredning. JPY-andelen var dog højere end ønsket. Det skyldes, at der kort før årsskiftet var optaget lån i JPY svarende til ca. 3,3 mia.kr., mens der kort efter årsskiftet skulle betales afdrag på et stort JPY-lån (ca. 6,6 mia.kr.).

I første halvår af året var USD-andelen forholdsvis høj, idet det var fordelagtigt at optage store USD-lån, jf. omtalen i afsnit 2.4.

Som det fremgår af tabellen, er USD-andelen faldet meget kraftigt gennem 1990. Dette kan hovedsaglig tilskrives den ovenfor omtalte omlægning gennem valutaterminskontrakter og -swaps, som blev gennemført i efteråret. Hertil kommer dog, at det kraftige fald i USD-kursen også i sig selv indebærer et fald i USD-andelen af gælden. Samtidig er DEM- og CHF-andelen og især DKK-andelen af gælden øget kraftigt. Forøgelsen i DKK-andelen er en følge af terminskøbet af USD mod DKK. Denne DKK-gæld løber ud i løbet af 1991. DKK blev

valgt som lånevaluta i forbindelse med terminskontrakterne for helt at eliminere valutakursrisikoen på denne del af gælden. CHF-andelen er bl.a. forøget pga. stigningen i CHF-kursen.

Gældens rentefølsomhed målt ved varigheden er vist i tabel 2.3.2. Den samlede gælds varighed er øget med ca. 0,5 år fra ultimo 1989 til ultimo 1990. Det indebærer, at rentebetalingerne nu er mindre følsomme overfor renteændringer end i 1989. Den øgede varighed på den samlede gæld skyldes især, at varigheden i USD er steget fra 1,2 år til 3,1 år. Denne forlængelse af varigheden i USD skyldes flere faktorer. Omlægningen af de lån, der forfalder i 1991, til DKK, betyder en forlængelse af varigheden, idet disse lån ville bidrage med en lav varighed i USD. Der er optaget et betydeligt fast forrentet lån i USD i 1990. Også dette bidrager til at forlænge varigheden. Swaps fra USD til europæiske valutaer er især sket fra variabelt forrentede USD, hvilket mindsker den variable andel af USD-gælden. Dermed øges den fast forrentede andel af den resterende gæld, og varigheden stiger. Endelig er andelen af fast forrentet USD-gæld øget gennem året, i takt med at swaps fra fast til variabel rente er udløbet. Det kan nævnes, at varigheden i USD gennem 1991 falder ganske kraftigt, hvis der ikke optages lån i USD, således at den ved udgangen af 1991 igen bliver under 2 år.

Tabel 2.3.1.

Den udenlandske statsgælds valutasammensætning ultimo årene 1984–1990. Pct.

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
USD	54	45	46	35	27	24	13
DEM	15	17	18	21	24	26	31
CHF	7	11	10	13	16	15	18
JPY	13	13	8	11	10	9	3
XEU	1	3	5	8	12	15	15
NLG	3	4	5	3	3	3	3
GBP	5	5	3	3	2	1	1
FRF	1	1	2	2	2	3	6
DKK	0	0	1	2	2	2	7
Andet	1	1	2	2	2	2	2

Tabel 2.3.2.**Den udenlandske statsgælds varighed ultimo 1990**

	Andel af gælden	Heraf varia- belt forrentet	Fast forrentet gælds varighed	Samlet gælds varighed
	----- Pct. -----	-----	-----	År -----
USD . . .	13	43	5,2	3,1
DEM . .	31	40	1,7	1,3
CHF . . .	18	25	2,3	1,8
JPY . . .	3	0	3,7	3,7
XEU . . .	15	44	2,9	1,8
NLG . . .	3	0	3,5	3,5
GBP . . .	1	0	6,2	6,2
FRF . . .	6	15	7,4	6,4
DKK . .	7	0	–	–
Andet . .	2	0	–	–
I alt . . .	100	31	2,9	2,2

DEM-renten har i 1990 været relativ høj. Det taler for at have en gæld med kort varighed. Samtidig var udsigterne for DEM-renten ganske usikre på kort sigt. Ved indgangen til 1990 var varigheden i DEM så kort, at en yderligere reduktion i varigheden fx ved låntagning med variabel rente ville indebære en meget høj rentefølsomhed, dvs. at renteændringer ville slå meget hurtigt igennem på renteudgifterne. Derfor blev nye lån/swaps i DEM især indgået med fast rente, dog med en relativ kort løbetid (3–5 år), således at varigheden i DEM ved udgangen af 1990 svarer til varigheden ved starten af året.

Restløbetiden på de faste lån er også valgt med henblik på at sprede refinansieringsbyrden over flere år, og den er fastholdt gennem 1990.

I takt med at terminskontrakterne fra USD til DKK afvikles gennem 1991, vil andelen af DKK i gælden falde. Med de nuværende valutaforhold forventes ikke en stigning i USD-andelen. USD-kursen er nu på et relativt lavt niveau, og der er for stor usikkerhed ved at øge gælden i denne valuta. DEM er fortsat den EMS-valuta med lavest rente, men spændet mellem DEM-renten og renten i flere andre EMS-valutaer er faldet noget. Den øgede låntagning i europæiske valutaer vil derfor næppe udelukkende foregå i DEM. Både XEU og andre EMS-valutaer – som FRF og BEF – kan komme på tale.

2.4. Beskrivelse af emissionerne

I det følgende er de enkelte transaktioner beskrevet. Der henvises i øvrigt til bilagstabel 3.

Lån nr. 400, 405 og 412: JPY

I begyndelsen af 1990 frembød det japanske marked gode lånemuligheder og samtidig mulighed for at swappe lånene på attraktive niveauer til de valutaer, hvori der var planlagt låntagning.

I januar blev optaget et lån i Japan (såkaldt samurai-lån) på 30 mia. JPY (nr. 400) med en løbetid på 5 år. Lånet blev swappet for halvdels vedkommende til variabelt forrentede DEM med en rente på Libor-0,408 pct. p.a. og for den anden halvdel vedkommende til variabelt forrentede USD, Libor -0,152 pct. p.a. Provenuet var ialt 1.344 mill.kr.

Ligeledes i januar blev der optaget et euroyen lån på 40 mia. JPY (nr. 405), løbetid 5 år, som blev swappet til variabelt forrentede USD, Libor -0,33 pct. p.a. Provenuet var 1.816 mill.kr. Samtidig hermed blev optaget et Samurai-lån på 10 mia. JPY (nr. 412), 5 års løbetid, som blev swappet til variabelt forrentede USD, Libor -0,19 pct. p.a. Provenuet var 447 mill.kr.

Lån nr. 401: USD plus Nikkei-warrants

Sidst i januar optog Finansministeriet et obligationslån på 100 mill. USD med 5 års løbetid. I forbindelse med obligationslånet er der i to trancher udstedt warrants, dvs. optioner, på det japanske Nikkei aktieindex. De udstedte warrants giver warrant-indehaveren ret til, i en 3-årig periode ved fald i Nikkei-indexet, mod indlevering af en warrant at få udbetalt differencen mellem en på forhånd fastlagt pris pr. warrant, benævnt exerciseprisen og markedsværdien pr. warrant. De udstedte warrants kan udnyttes når som helst inden for den 3-årige periode og er derfor optioner af såkaldt amerikansk type. Exerciseprisen er bestemt ved $1/5$ af Nikkei-indekset på udstedelsesdagen divideret med USD/JPY-kursen på udstedelsesdagen. Markedsværdien er bestemt ved $1/5$ af det aktuelle Nikkei-indeks divideret med USD/JPY-kursen på udstedelsesdagen.

Exerciseprisen er derfor højere end markedsværdien, hvis Nikkei-indekset falder. Det betyder, at indehaveren vil være tilbøjelig til at udnytte sin warrant i dette tilfælde. Det er imidlertid ikke sikkert, han gør det. Der vil altid være en chance for, at Nikkei-indekset falder yderligere, hvorved indehaveren kan få en endnu bedre pris for sin warrant. Når

indehaveren udnytter sin warrant, kan udstederen få et tab, og det forventede tab stiger, jo mere indekset falder.

Finansministeriet finder ikke, at staten kan påtage sig en sådan risiko og købte derfor af den lånearrangerende bank en såkaldt hedge, dvs. en slags forsikring, hvorefter banken overtager samtlige de udgifter, staten måtte få som følge af fald i Nikkei-indekset. Dette indebærer selvfølgelig en kreditrisiko på den lånearrangerende bank. Dersom denne går fallit, er forsikringen ikke noget værd. Der er derfor indgået en aftale, hvorefter der deponeres værdipapirer eller garantier fra banker med højeste kreditvurdering, på 5 mill. USD plus den samlede værdi af forskellen mellem exerciseprisen på de udstedte warrants og markedsværdien. Nettoresultatet af transaktionen er efter omlægning til variable DEM, Libor -0,40 pct. p.a. Provenuet af lånet var 644 mill. kr.

Lån nr. 407: GBP

I januar blev optaget et lån på det britiske kapitalmarked på 100 mill. GBP, løbetid 10 år. Som følge af et gunstigt swapmarked var det muligt at omlægge lånet til variabelt forrentede USD, Libor -0,30 pct. p.a. Lånets provenu var 1.088 mill.kr.

Lån nr. 414 og 428: USD-auktionsemission

I henholdsvis marts og juni lånte Finansministeriet ved auktion i alt USD 1.571 mill. med 5 års løbetid. Den effektive rente af disse lån var henholdsvis 9,38 pct. og 9,326 pct. p.a. og det samlede låneprovenu 10.123 mill. kr. Lånene er nærmere beskrevet i kapitel 5.

Lån nr. 416, 426, 427 og 429: DEM

I marts og juni er der udstedt 4 mindre fast forrentede DEM-lån med løbetider på mellem 3 og 5 år på i alt 350 mill. DEM, såkaldte *Schuldscheindarlehen*. På grund af gunstige markedsf forhold var det muligt at udstede disse gældsbeviser med en effektiv rente, der kun lå 0,13-0,17 procentenheder over det niveau, den tyske stat udsteder papirer til. Den effektive rente af disse lån var henholdsvis 9,25 pct., 9,13 pct., 9,13 pct. og 9,08 pct. p.a. Det samlede provenu var 1.335 mill. kr.

Lån nr. 420, 471 og 474: FRF nul-kupon

En betydelig del af statens udenlandske låntagning fandt sted gennem udstedelse af FRF nulkupon-papirer med 15 års løbetid. Udstedelserne var betinget af en række større franske firmaers udstedelser af uamortisable papirer, hvor der tillige ikke er rentebetalinger efter det 15. år. Dette kan også udtrykkes ved, at disse rentebetalinger betales ved lånets optagelse i form af et nedslag i købsprisen. En investor, der både investerer i de uamortisable papirer og i statens nulkupon-papirer får stort set et stående lån på 15 år med en høj sikkerhed for investorerne. Som det fremgår af opstillingen i tabel 2.4.1 kan rentebetalingerne fra de uamortisable papirer betragtes som renten på det stående lån, medens hovedstolen kommer fra nul-kupon-papiret.

Udstederen af de uamortisable papirer kan i visse tilfælde fratrække hele rentebetalingen i skatten, omend en del af rentebetalingerne er "afdrag". Derved opnås en betydelig lavere efterskatrente, hvilket ligeledes kommer udstederen af nul-kupon-papirerne til gode. Staten udstedte for FRF 1 mia. nul-kupon-papirer i maj måned (nr. 420), mens der i december måned blev udstedt for FRF 10 mia. nul-kupon-papirer i form af 2 lån, hvoraf 1/5 blev genudlånt til A/S Storebæltsforbindelsen (nr. 474). Den effektive rente af det første lån er 10,49 pct. p.a. Provenuet var 253 mill. kr. Statens andel af de to sidstnævnte lån blev swappet til variabel rente. Den effektive rente heraf er Pibor -0,31 pct. p.a. Den effektive rente af Storebæltsforbindelsens andel er 10,50 pct. p.a. Provenuet var 2.539 mill. kr. (inkl. Storebælt).

Tabel 2.4.1.

Betalinger på en kombination af et nul-kupon-lån og et uamortisablet lån med en hovedstol på 100

År	(1) Uamortisablet lån	(2) Nul-kupon-lån	(1) + (2)
0	-76,06	-23,94	-100
1	10,00	0,0	10
2	10,00	0,0	10
.....	.	.	.
.....	.	.	.
15	10,00	100,00	110

Lån nr. 433: Dual currency

I juli blev optaget et lån på 15 mia. JPY, med 7 års løbetid, et såkaldt dual-currency lån, hvor renten er fastsat i AUD, medens hovedstolen tilbagebetales i JPY. Lånet blev swappet til variabelt forrentede USD, Libor -0,28 pct. p.a. og provenuet var 577 mill.kr. Lånet blev videreudlånt til A/S Storebæltsforbindelsen, som på det aktuelle lånetidspunkt ikke havde tilladelse fra det japanske finansministerium til at optage lån på det indenlandske japanske marked, og heller ikke ville kunne opnå en sådan, medens det favorable lånetilbud var åbent.

Lån nr. 434: Matador-lån i Spanien

Markedet for indenlandske spanske ESB-denominerede obligationer udstedt af udlændinge, det såkaldte "matador-marked", har hidtil kun været åbent for supranationale institutioner. I juni 1990 blev det besluttet at åbne markedet også for stater. Som den første og eneste låntager i 1990 har den danske stat udstedt ESB-denominerede obligationer i juli måned på "matador"-markedet. Et vigtigt kendetegn ved "matador"-obligationer er, at udenlandske investorer ikke skal betale kuponskat af rentebetalingerne i modsætning til, hvad der hidtil har været gældende for andre ESB-obligationer mv. og for indenlandske investorer. Den udenlandske efterspørgsel efter matador-obligationer er af begrænset størrelse i forhold til det øvrige obligationsmarked. Rentedannelsen bestemmes derfor i hovedsagen på dette marked, hvor der betales kuponskat. Udenlandske købere der skal vælge mellem disse obligationer og matador-obligationer uden kuponskat vil selvsagt være villige til at købe matador-obligationer til en lavere effektiv rente end de øvrige obligationer.

En yderligere fordel ser ud til at gøre sig gældende – i hvert fald midlertidigt – for låntagere, der er villige til at swappe forpligtelser i ESB med forpligtelser i fx DEM. Dette kan muligvis skyldes, at virksomheder uden for Spanien, der foretager direkte investeringer i Spanien, ønsker disse investeringer afbalanceret af ESB-forpligtelser (i stedet for finansiering i en anden valuta, der måske skønnes at kunne stige i kurs i forhold til ESB).

Det aktuelle lån blev swappet til variabelt forrentede DEM, Libor -0,65 pct. p.a., og provenuet var 620 mill.kr.

Lån nr. 442

I august blev optaget et fast forrentet lån på 50 mill. DEM med 5 års løbetid. Lånet blev swappet til variabel rente, Libor -0,35 pct. p.a. Provenuet var 191 mill. kr. Selve lånekonstruktionen er forholdsvis kompliceret og er beskrevet i box 2.4.1.

Box 2.4.1.

Konstruktionen af lån nr. 442

Tilbagebetalingen sker efter følgende formel:

$$100\% \times \left(2 \times \frac{\text{DEM/GBP-kurs ved udløb}}{\text{DEM/GBP-kurs ved optagelse}} + \frac{\text{DEM/XEU-kurs ved udløb}}{\text{DEM/XEU-kurs ved optagelse}} - 2 \right)$$

Formlen angiver indfrielseskursen på lånet. I tælleren indgår kursen på GBP henholdsvis XEU målt i DEM på indfrielsestidspunktet, medens der i nævneren optræder den tilsvarende valutakurs ved lånets optagelse.

Såfremt alle valutakurser er helt uændret på udløbstidspunktet i forhold til låneoptagelsestidspunktet, vil begge brøker være lig 1, idet tælleren i så tilfælde er lig med nævneren. Indfrielseskursen er da:

$$100\% \times (2 \times 1 + 1 - 2) = 100\%$$

Den effektive rente af lånet svarer da til kuponrenten, som er 13 1/8 pct. p.a., hvilket er betydeligt højere end markedsrenten på låneoptagelsestidspunktet.

Såfremt DEM-kursen i forhold til GBP-kursen er steget ved udløbstidspunktet, vil den første brøk (X) blive mindre end 1, og det samme gælder med den anden brøk (Y), hvis DEM stiger i forhold til XEU. I så tilfælde vil indfrielseskursen være:

$$100\% \times (2 \times (X < 1) + (Y < 1) - 2) < 100\%$$

og den effektive rente af lånet er da lavere end kuponrenten. Modsat gælder hvis DEM-kursen er faldet i forhold til begge valutaer.

Hvis DEM-kursen falder i forhold til den ene valuta og stiger i forhold til den anden, kan det ikke generelt entydigt afgøres, om indfrielseskursen er over eller under 100.

Risikoen vedrørende indfrielseskursen er imidlertid dækket ind ved en swap. Der vil derfor kun kunne opstå et tab for staten, hvis modparten på swappen (der har en meget høj kreditværdighed) går fallit samtidig med, at DEM-kursen ikke stiger tilstrækkeligt. Risikoen skønnes ikke at være større end ved en almindelig valutaswap.

2.5. Lånebehovet for 1991

I februar 1991 kan lånebehovet i 1991 opgøres til knap 10 mia.kr. under bl.a. følgende tekniske forudsætninger: at den private kapitalimport er nul, at der vil være et overskud på betalingsbalancens løbende poster på 6 1/2 mia.kr. i 1991, og at valutareserverne falder med godt 10 mia.kr. Da der er knyttet en betydelig usikkerhed til udviklingen i disse poster, skal opgørelsen af dette lånebehov tages med et meget stort forbehold.

Tabel 2.5.1.

Statens lånebehov i 1990 og 1991. Mia.kr.

	1990		1991
	Skøn ²⁾	Faktisk	Skøn ³⁾
Betalingsbalancens løbende poster	-10	9 1/2	6 1/2 ⁴⁾
Lån til u-lande	-1	0	0
Privat kapitalimport	0	4	0
Øvrig offentlig kapitalimport ¹⁾	1	3 1/2	1
Statslig bruttolåntagning	30	20	8 1/2
- Afdrag	17	15	29
Stigning i valutareserver	3	22	-13 ⁵⁾

¹⁾ Inkl. residual, jf. note 1 til tabel 2.1.2.

²⁾ Ved den afsluttende udarbejdelse af Finansloven for 1990 i december 1989.

³⁾ Februar 1991.

⁴⁾ Tallet er fra Budgetoversigt 1, januar 1991, og ikke revideret efter offentliggørelse af nyt mere gunstigt betalingsbalancetal for 1990.

⁵⁾ Svarende til en valutareserve på 50 mia.kr. ultimo 1991.

Bilag 2.1.

Pressemeddelelse



Finansministeriet
Budgetdepartementet

Statsgældsafdelingen

23.aug.1990

SG 90-204-1



PRESSEMEDDELELSE

I begyndelsen af 1960'erne dannede Handelsbanken, Den Danske Bank og Privatbanken et "konsortium" med henblik på at medvirke i forbindelse med statens låntagning i udlandet. Ordførerskabet er gået på skift.

I en årrække anvendte staten konsortiet på ad hoc basis. Omkring 1970 blev det klart, at låneaktiviteten måtte forøges, men det blev skønnet at være et overgangsfænomen. Det blev derfor fundet naturligt at gå over til ekstern bistand i en fastere struktur (for to år ad gangen).

Udviklingen har sidenhen ganske ændret præmisserne.

Mange års stor international låntagning har ført til opbygning af indsigt og kunnen i Finansministeriet. Endvidere har ministeriet fået opbygget et godt netværk af kontakter til de internationale banker og den teknologiske udvikling har bevirket en større gennemsigtighed på kapitalmarkederne.

Finansministeriet har derfor besluttet, at ordningen med et fast konsortium ændres til, at Finansministeriet - ligesom ved anden konsulentbistand - ad hoc indhenter rådgivning udefra. På baggrund af, at Den Danske Banks ordførerskabsperiode udløber med udgangen af 1990, er det fundet naturligt, at ændringen træder i kraft ved årsskiftet.

Finansministeriet har benyttet lejligheden til at takke konsortiebankerne for deres mangeårige loyale assistance.

Kontaktperson:

Afdelingschef Lars Tybjerg

direkte telefon 33 92 40 06
privat telefon 31 65 38 17

Kapitel 3.

Statsgæld og renteudgifter

3.1. Statsgælden

I det følgende redegøres kort for udviklingen i den samlede statsgæld og i statens renteudgifter. Ved statsgæld forstås summen af indenlandsk og udenlandsk obligationsgæld, bunden opsparing og statens mellemværende med Nationalbanken¹⁾. Gælden opgøres til nominel værdi, dvs. det beløb som ved udløbstidspunktet skal tilbagebetales. Dette beløb afviger sædvanligvis fra det provenu, staten får ind ved optagelsen af et lån. Det skyldes, at obligationer mv. ofte udstedes til en kurs under pari, hvorved der opstår et emissionskurstab.

Ultimo 1989 var den samlede statsgæld 458 mia.kr. Ultimo 1990 var gælden vokset til 484 mia.kr., og den ventes ultimo 1991 at være ca. 520 mia.kr. Målt i forhold til bruttonationalproduktet (BNP) har statsgælden i sidste halvdel af 1980'erne været faldende. Denne udvikling er imidlertid på det seneste afbrudt. Gennem 1990 er andelen vokset, og i 1991 ventes ligeledes en stigning pga. underskuddet på statsfinanserne og den relativt beskedne vækst i økonomien. Gældens andel af BNP er ret følsom over for ændringer i BNP. Skulle andelen have holdt sig konstant på niveauet ultimo 1989 ultimo årene 1990 og 91, ville det have krævet en real vækst i BNP på omkring henholdsvis 3 og 5 pct. i de to år mod de henholdsvis 1 1/2 og 1 1/4 pct., der regnes med i Budgetoversigt 1 fra januar 1991. Alternativt skulle underskuddet på statsfinanserne (DAU-underskuddet) have været henholdsvis knap 10 mia. kr. og knap 20 mia. kr. mindre i begge år. Dette virker umiddelbart som et ret betydeligt krav. Imidlertid har den beskedne vækst i økonomien både betydet højere udgifter for staten pga. en højere arbejdsløshed og lavere indtægter i form af skatter og afgifter, således at DAU-underskuddet samtidig er blevet større.

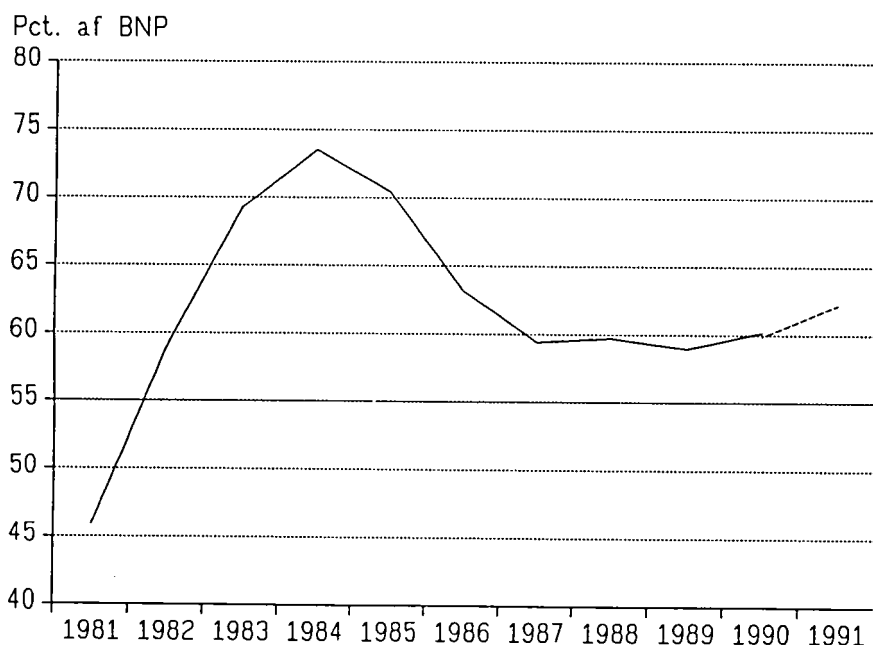
Det er næsten udelukkende den indenlandske gæld, der er vokset. Medens den samlede statsgæld voksede 26 mia.kr. gennem 1990, steg den indenlandske obligationsgæld med 29 mia.kr. Væksten i den indenlandske statsgæld afspejler især underskuddet på DAU i 1990. Der var endvidere emissionskurstab på knap 7 mia.kr., hvilket er noget mere end i de foregående år. Det store emissionskurstab skyldes dels, at udstedelse af skatkammerbeviser begyndte i 1990, dels, at forskellen mellem den

¹⁾ I kapitel 12 er nærmere redegjort for afgrænsningen af statsgælden.

nominelle rente og kuponrenten gennem året var relativt høj. Det store emissionskurstab vil til gengæld give sig udslag i lavere renteudgifter. I samme periode steg den udenlandske statsgæld kun lidt. Dette skyldes bl.a., at der har været en kursgevinst på 3 mia.kr. som følge af det store fald i USD-kursen i 1990.

Gennem 1991 ventes den samlede statsgæld at vokse med omkring 36 mia. kr. Der ventes en vækst i den indenlandske gæld på omkring 37 mia.kr. Dette afspejler et forventet DAU-underskud på omkring 30 mia.kr. Den udenlandske statsgæld ventes at falde med ca. 5 mia.kr. Dette skyldes først og fremmest, at der nu ventes et overskud på betalingsbalancens løbende poster i 1991, hvilket mindsker behovet for statslig låntagning i udlandet, når man regner med, at den private låntagning og øvrige offentlige institutioners låntagning i udlandet samt valutareserverne er uændret. Som følge af disse bevægelser budgetteres der med et fald i statens indestående i Nationalbanken.

Figur 3.1.1.
Statsgælden. Pct. af BNP



Tabel 3.1.1.
Statens låntagning og gæld. Mia.kr.

	1986	1987	1988	1989	1990 ⁴⁾	1991 ⁵⁾
<i>Nettolåntagning¹⁾</i>						
Indenlandsk nettolåntagning ³⁾	-10,3	-7,3	7,9	19,1	22,7	32,7
Udenlandsk nettolåntagning .	33,4	12,9	-10,0	-4,7	5,1	-6,6
Træk på Nationalbanken . . .	-30,7	-6,5	18,1	4,6	-6,4	4,2
Statslig nettolåntagning	-7,6	-0,9	15,9	19,0	21,4	30,4
<i>Kurstab mv.</i>						
Indenlandsk	1,6	1,2	0,7	3,0	6,6	4,6
Udenlandsk	1,4	1,0	0,3	0,5	1,2	1,1
Valutakursregulering	-7,8	-6,2	6,5	-4,0	-3,2	0,0
Kurstab og regulering	-4,8	-4,0	7,5	-0,5	4,6	5,7
<i>Nominel statsgæld²⁾</i>						
Indenlandsk gæld ³⁾	352,6	346,5	355,0	377,1	406,5	443,8
Udenlandsk gæld	119,9	127,6	124,3	116,0	119,1	113,6
Nettogæld til Nationalbanken	-51,4	-58,0	-39,9	-35,2	-41,7	37,4
Samlet statsgæld	421,0	416,2	439,5	457,9	483,9	520,0
Samlet statsgæld i pct. af BNP	63,2	59,5	59,8	59,0	59,9	62,2

¹⁾ Kursværdi.

²⁾ Ultimo.

³⁾ Inkl. bunden opsparing.

⁴⁾ Skøn, tillægsbevillingslov for 1990.

⁵⁾ Finanslov.

3.2. Renteudgifterne

På trods af en stigende gæld er renteudgifterne i 1990 kun vokset en anelse i forhold til 1989, jf. tabel 3.2.1. Renteudgifterne på den indenlandske statsgæld i 1989 udgjorde 43,9 mia.kr. og i 1990 45,0 mia.kr. Renteudgifterne på den udenlandske statsgæld faldt fra 8,9 mia.kr. i 1989 til 8,2 mia.kr. i 1990. Dette skyldes navnlig det kraftige fald i dollarkursen. I 1991 ventes de indenlandske renteudgifter at stige til 48,9 mia.kr. som følge af stigningen

i gælden. Der ventes en vækst i de udenlandske renteudgifter til omkring 9,3 mia.kr.

Renteindtægten af statens konto i Nationalbanken har gennem den viste årrække haft et forholdsvis stabilt forløb, mens overførslen af overskud har svinget kraftigt. Dette skyldes især, at kursregulering på obligations- og valutabeholdningen indgår i opgørelsen af overskuddet på bankens regnskab. Overskudsoverførslen er endvidere påvirket af henlæggelser, især i år med kursgevinster på obligationer eller valuta.

Tabel 3.2.1.

Renter af statsgæld og overførsel fra Nationalbanken. Mia.kr.

	1986	1987	1988	1989	1990	1991
<i>Renter af statsgæld</i>						
Rente af indenlandsk gæld	37,6	37,0	36,1	36,7	39,2	41,1
Fordelte emissionskurstab	9,1	8,1	8,7	7,2	5,8	7,9
I alt	46,7	45,0	44,8	43,9	45,0	48,9
Rente af udenlandsk gæld	7,1	8,0	8,7	8,3	7,8	8,6
Fordelte emissionskurstab	0,5	0,4	0,4	0,6	0,4	0,7
I alt	7,6	8,4	9,1	8,9	8,2	9,3
I alt rente af statsgæld	54,4	53,4	54,0	52,9	53,2	58,2
<i>Overførsel fra Nationalbanken</i>						
Rente af statens konto i Nationalbanken	0,7	2,4	2,3	1,4	2,5	2,3
Overskud fra Nationalbanken	3,0	1,1	3,1	5,0	2,2	0,0
I alt overførsel fra Nationalbanken	3,7	3,5	5,4	6,4	4,7	2,3

Kapitel 4.

De finansielle markeder

4.1. Indledning

Det internationale renteniveau udviste også i 1990 en stigning, omend denne ikke var af samme omfang som i 1989. Medvirkende årsager til den fortsatte stigning i renteniveauet var dels usikkerheden om virkningerne af den tyske genforening, dels den internationale krise, som opstod i forlængelse af Iraks invasion af Kuwait.

Kapitalmarkederne var generelt præget af de underliggende forskelle i konjunkturerne mellem især Tyskland og Japan på den ene side og USA og flere europæiske lande på den anden side. Således blev pengepolitikken ved flere lejligheder strammet i Tyskland og Japan, hvorimod specielt den amerikanske centralbank, Federal Reserve, lempede pengepolitikken i lyset af den begyndende konjunkturaftmatning.

Valutamarkedet udviste som følge af forskellene i pengepolitikken betydelige bevægelser. Således blev USD svækket og JPY udviste en meget kraftig volatilitet. Inden for EMS-samarbejdet mistede DEM noget af sin ubestridte førerposition, da genforeningen mellem Vest- og Østtyskland øgede usikkerheden og inflationsforventningerne betydeligt.

1990 bød også på en stigende grad af nervøsitet med hensyn til bankernes kreditværdighed. Flere store amerikanske, engelske og japanske banker noterede kraftige fald i indtjeningen, som i nogle tilfælde endda blev til tab.

I Danmark faldt de korte renter over året med næsten 2 procentenheder, mens de lange renter stort set forblev uændrede. Rentespændet til Tyskland blev indsnævret til et meget lavt niveau som følge af en gunstig udvikling i den danske inflation og betalingsbalancen. Fra at være faldende i årets begyndelse blev rentestrukturen over sommeren flad, derefter stigende i efteråret, men i december var den igen faldende.

4.2. Rente- og kursudviklingen for USD, DEM og JPY

Efter den gradvise slækkelse af pengepolitikken i USA i slutningen af 1989 forblev pengepolitikken stort set uændret i første halvår af 1990. Dette skyldtes, at tidligere forventninger om et alvorligere tilbageslag i økonomien viste sig at være overdrevne. Således var realvæksten i BNP godt 1 pct. på årsbasis i første halvår primært som følge af en meget

stærk eksportvækst. På den anden side forværredes inflationsudsigterne på grund af stigende importpriser og stigende lønomkostninger.

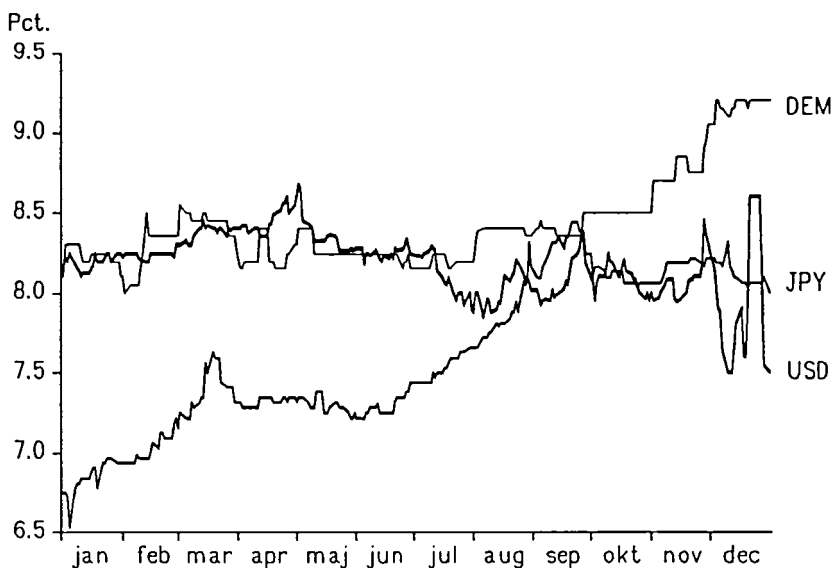
I Vesttyskland steg den økonomiske aktivitet ganske betydeligt allerede i første halvår af 1990 på grund af beslutningen om indgåelse af den monetære union med Østtyskland pr. 1. juli 1990 og udsigten til en snarlig genforening. Investeringsfremgangen var meget betydelig, men også forbruget udviklede sig ekspansivt gennem en nedsættelse af personskatten i januar og frigørelse af købekraft i Østtyskland. På trods af at kapacitetsudnyttelsen – og dermed det underliggende inflationspres – lå på et meget højt niveau, forblev pengepolitikken uændret gennem længere tid. Medvirkende hertil var styrkelsen af DEM, som begrænsede importprisstigningerne.

Også Japan oplevede allerede i årets begyndelse en betydelig vækst i økonomien båret oppe af det private forbrug og erhvervsinvesteringerne. Som reaktion på stigende inflationsforventninger – skabt af den meget høje kapacitetsudnyttelse og et stramt arbejdsmarked – strammedes pengepolitikken derfor i marts måned gennem en forhøjelse af diskontoen fra 4,25 pct. til 5,25 pct. Det var ligeledes tilsigtet med stramningen at dæmme op for de fortsat stigende jord- og ejendomspriser, samt at standse det kursfald på JPY, som startede tilbage i 1988.

Pengemarkedsrenterne i USA og Vesttyskland var stort set stabile i første halvår, da pengepolitikken som nævnt forblev uændret i de to lande, jf. figur 4.2.1. Den pengepolitiske stramning i Japan medførte derimod en stigning i de korte renter på ca. 3/4 procentenhed i samme tidsrum. Det ses endvidere, at rentespændet mellem de korte renter i USD og DEM stort set var nul, mens rentespændet til JPY indsnævredes for såvel USD som DEM.

De lange renter i USD steg derimod i årets første måneder med ca. 3/4 procentenhed, idet inflationsforventningerne som omtalt blev kraftigere, jf. figur 4.2.2. Denne tendens var endnu mere udtalt i Vesttyskland, hvor den lange rente steg med godt 1 procentenhed i løbet af februar på grund af øget inflationsfrygt og usikkerhed om indholdet af aftalen om en tysk monetær union. Også den lange rente i JPY steg med ca. 1 procentenhed i årets begyndelse på grund af det stigende inflationspres.

Figur 4.2.1.
De korte renter i USD, DEM og JPY i 1990

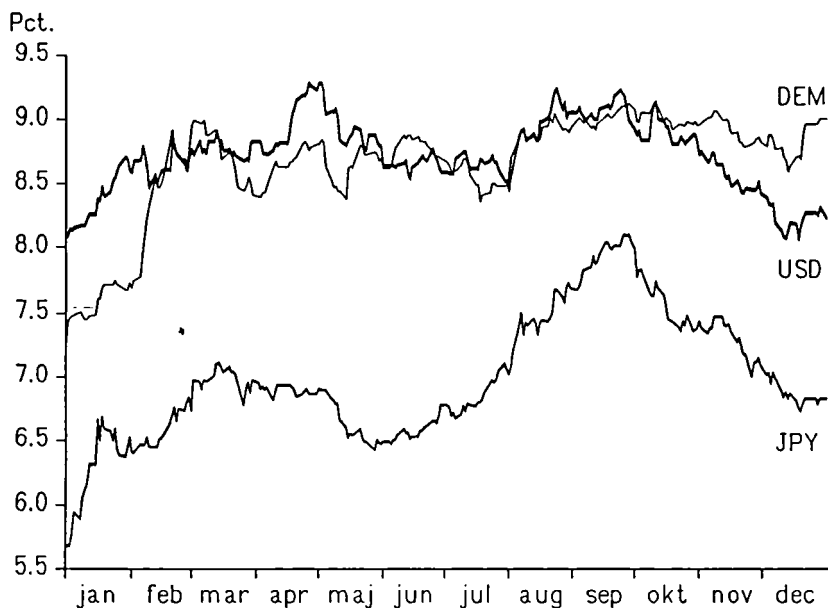


I anden halvår slækkedes pengepolitikken i USA, mens Japan og Tyskland strammede denne. I juli mindskede Federal Reserve således rentesatserne med 1/4 procentenhed. Dette var begrundet i begyndende tegn på afmatning af økonomien samtidig med, at inflationen syntes under kontrol. En væsentlig begrundelse var desuden, at bankerne blev mindre lånevillige i lyset af stigende tab på udlån. Mindre kreditværdige virksomheder fik derved i stigende grad likviditetsproblemer, ligesom udlånene til husholdningerne mindskedes i kølvandet på den omfattende omstrukturering og sanering af sparekassesektoren.

En stramning af kreditgivningen fandt ligeledes sted i Japan fra midten af året, men her var årsagen først og fremmest begrænsninger i bankernes udlån mod sikkerhed i fast ejendom samt pengepolitiske stramninger. Således blev diskontoen sat op med 3/4 procentenhed i slutningen af august på trods af, at inflationspresset fortsat var meget beskedent. Den vigtigste begrundelse herfor var derfor at modvirke højere inflationsforventninger som følge af Iraks invasion af Kuwait, som umiddelbart medførte stigninger i olieprisen. Ikke mindst Japans store afhængighed af energiforsyninger udefra påvirkede inflationsforventningerne.

Figur 4.2.2.

De lange renter i USD, DEM og JPY i 1990



Frygten for stigende priser var ligeledes udtalt i Vesttyskland, men priserne udviste stor stabilitet hen over sommeren godt hjulpet af DEM's styrkelse. Bundesbank undlod derfor at stramme pengepolitikken for ikke at modvirke den nødvendige og ønskede opbygning af Østtyskland. Først i november forhøjede Bundesbank Lombard-renten (udlånsrenten til de tyske pengeinstitutter) med 1/2 procentenhed, hvilket blev begrundet som en teknisk korrektion, idet pengemarkedsrenten gennem længere tid havde ligget over Lombard-renten. Det må formodes, at også et stigende lønomkostningsniveau og højere end ønskede vækstrater for pengemængden påvirkede Bundesbanks beslutning.

Omend inflationspresset har været betydeligt i USA med stigende løninflation og stigende importeret inflation, så slækkede Federal Reserve pengepolitikken yderligere i slutningen af året. Rentesatserne blev således nedsat med 1/4 procentenhed i såvel oktober som november, mens diskontoen i december blev nedsat fra 7 pct. til 6 1/2 pct., ligesom bankernes reservekrav mindskedes i december. Årsagen hertil var stadig flere tegn på en påbegyndende recession.

Som det fremgår af figur 4.2.1. påvirkede likviditetstilførelsen fra Federal Reserve i juli kun pengemarkedsrenten frem til Iraks invasion af

Kuwait. Herefter indtraf en mindre stigning, og de yderligere slækkelser i oktober og november fik alene renten tilbage til et niveau lige under 8 pct. Ved udgangen af året lå renten på 7 1/2 pct.

I modsætning hertil steg den tyske pengemarkedsrente mod slutningen af året, hvilket indikerer begyndende likviditetsproblemer i forbindelse med den betydelige økonomiske aktivitet. For året som helhed steg produktionen i det tidligere Vesttyskland således med 4,2 pct. ifølge OECD's seneste skøn.

Efter stigningen på ca. 1 procentenhed over sommeren forblev den japanske pengemarkedsrente derimod stort set uændret i resten af året, omend også Japan oplevede en meget betydelig økonomisk aktivitet. En medvirkende årsag til at likviditetsbehovet ikke medførte en større stigning i den korte rente var, at japanske investorer nu i højere grad rettede blikket mod det indenlandske kapitalmarked.

Lempelsen af pengepolitikken i USA betød, at forskellen i pengemarkedsrenten mellem USD på den ene side og DEM samt JPY på den anden side ikke alene indsnævredes, men blev negativ. Mere overraskende overgik denne udvikling tildels også de lange renter, jf. figur 4.2.2. Mod slutningen af året blev rentespændet mellem USD og DEM således negativt, og renteforskellen mellem USD og JPY indsnævredes med ca. 1 1/4 procentenhed. Det skal i øvrigt bemærkes, at den stigning i de lange renter, som efterfulgte Iraks invasion, senere blev afløst af et fald. Især den lange japanske rente udviste et betydeligt fald fra slutningen af september til udgangen af året.

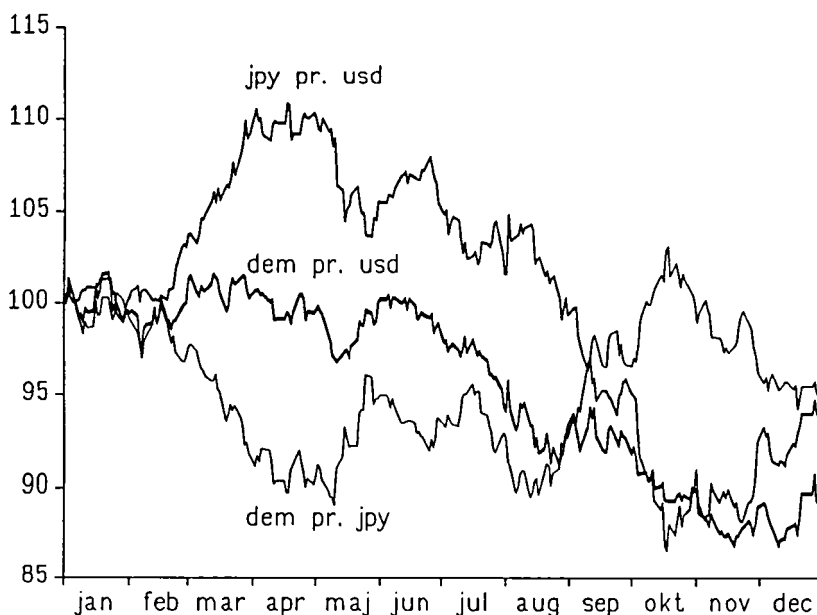
De første måneder af 1990 betød en tilbagevenden til stigende rentekurver i USD og DEM, hvor de lange renter var højere end de korte renter. For JPY forblev rentekurven faldende, omend forskellen mellem de korte og lange renter mindskedes. Den kraftige stigning i den korte DEM-rente i årets slutning bevirkede imidlertid, at rentekurven igen blev faldende. Ligeledes bevirkede faldet i den lange JPY-rente fra september og året ud, at forskellen mellem de korte og lange renter ved årets afslutning var større end ved årets begyndelse.

Kursudviklingen mellem USD, DEM og JPY var præget af pengepolitikken, forventningerne til denne og krisen i golfen. Derimod påvirkede bagvedliggende økonomiske faktorer kun i begrænset omfang kursudviklingen.

På kort sigt domineres kursudviklingen af rentespændet mellem valutaerne, idet investorernes afkast er afhængigt heraf. Den relative styrke af pengepolitikken bliver derved afgørende ikke mindst i en periode, hvor den generelle usikkerhed tilskynder investorerne til at placere fordringerne kort. Naturligvis vil udsigten til den fremtidige politik, og dermed det fremtidige renteniveau, ligeledes have betydning.

Figur 4.2.3.

Værdien af USD i forhold til DEM og JPY og værdien af JPY i forhold til DEM (indeks 2. januar 1990 = 100)



I årets første halvår var kursrelationen mellem USD og DEM stabil som følge af et uændret rentespænd og en ensartet vurdering af styrken af den fremtidige pengepolitik. Derimod styrkedes USD over for JPY primært som følge af politisk usikkerhed i Japan. Som omtalt vendte de japanske investorer i løbet af året i stigende grad blikket mod de indenlandske investeringsmuligheder, hvorfor JPY styrkedes over for USD og tildels DEM, jf. figur 4.2.3.

Efter lempelsen af pengepolitikken i USA i sommeren og udsigten til yderligere lempelser fortsatte det fald i USD over for DEM, som startede i midten af 1989. JPY styrkedes imidlertid endnu mere, hvorved JPY i oktober var stærkere over for DEM end ved årets begyndelse. Det er bemærkelsesværdigt, at udbruddet af golfkrisen ikke i højere grad bidrog til en styrkelse af USD, idet denne valuta normalt betragtes som en flugtvaluta. Forklaringen herpå må tilskrives den fortsatte divergens i pengepolitikken samtidig med, at såvel Bundesbank som Japans centralbank indtog en afventende holdning til svækkelsen af USD, ikke mindst da denne bidrog til at holde inflationen i ave. I november handlede USD på et historisk lavt niveau over for DEM, men i årets

sidste måned rettede kursen sig noget. I lyset af den stigende krigstrussel og forventningen om højere fremtidige energipriser svækkedes JPY over for såvel USD som DEM.

De bagvedliggende økonomiske forhold påvirkede kun i begrænset omfang kursudviklingen i 1990, hvilket kan overraske. Gennem de seneste år er den mængdemæssige eksport nemlig vokset betydeligt kraftigere i USA end i Japan og Tyskland, samtidig med, at den reale import er vokset betydeligt langsommere i USA end i de to andre lande. Siden 1987 er der da også sket en betydelig formindskelse af betalingsbalanceunderskuddet i USA, mens overskuddet i de to øvrige lande er indskrænket. Ligeledes viser de fleste opgørelser over forskelle i de absolutte prisniveauer, at USD er undervurderet i forhold til DEM og JPY.

4.3. Udviklingen inden for EMS-samarbejdet

I begyndelsen af januar måned mindskedes udsvingsgrænserne for ITL til 2 1/4 pct. svarende til de øvrige EMS-valutaer i det snævre bånd. Samtidig ændredes centralkursen for ITL, således at den oprindelige nedre grænse fortsat var gældende. De facto var der derfor tale om en devaluering på ca. 3 3/4 pct. Inden justeringen nærmede markedet frygt for større tilpasninger af samarbejdet pga. DEM's og NLG's stærke placering øverst i båndene, mens de øvrige EMS-valutaer alle lå i bunden. Spændingerne inden for samarbejdet forsvandt endeligt med den ensidige ITL-justering, hvormed også rentespændet mellem DEM og NLG på den ene side og de øvrige EMS-valutaer på den anden side indsnævredes.

Over vinteren svækkedes DEM gradvist som følge af en stigende bekymring over inflationsudsigterne i forbindelse med genforeningen. Da de øvrige EMS-lande i modsætning hertil var på vej ind i en begyndende afmatning, blev rentespændet over for DEM indsnævret. Rentespændet mellem NLG og DEM blev tilsvarende indsnævret på trods af en uændret kursrelation. Herefter var ITL alene i den øverste del af det snævre bånd, jf. figur 4.3.1. Denne udvikling holdt sig over foråret og sommeren på trods af, at den italienske centralbank sænkede diskontoen fra 13 1/2 pct. til 12 1/2 pct. i maj. Samtidig hermed styrkedes ESB uden for det snævre bånd meget kraftigt. Det blev derfor nødvendigt at intervenere over for ITL og ESB.

Det var et brud med tidligere erfaringer, at højinflationsvalutaerne (som samtidig havde store eksterne balanceproblemer) lå i de øvre dele af båndene. Forklaringen herpå kan findes i en stigende tiltro til, at EMS-samarbejdet er forpligtende gennem sjældent forekomne justeringer samtidig med, at renten i ITL og ESB var betydeligt højere. Højrentevalu-

taerne giver derved en forholdsvis sikker gevinst i forhold til lavrentevalutaerne.

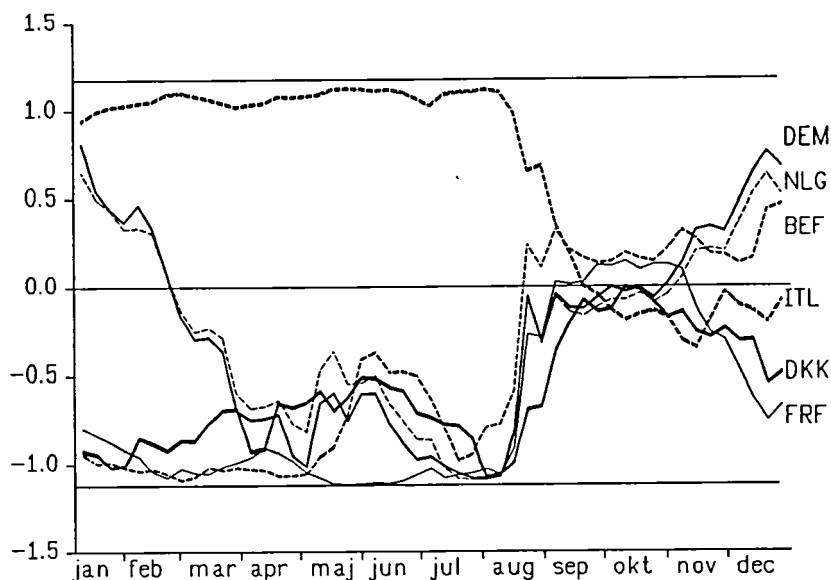
I foråret lod de belgiske myndigheder forstå, at der med virkning fra juni tilstræbtes en udsvingsgrænse over for DEM på 1/2 pct. I praksis har denne politik været fulgt i en årrække for NLG. Meddelelsen medførte en yderligere indsnævring af rentespændet over for DEM i resten året i takt med, at markedets tiltro til den annoncerede politik steg.

Efter udbruddet af golfkrisen var kursrelationerne mellem EMS-valutaerne præget af en betydelig stabilitet. Rentespændet til DEM øgedes ganske vist med varierende styrke som reaktion på den relativt gnidningsløse genforening og DEM's status som flugtvaluta, men valutaerne i det snævre bånd lå tæt på deres middeldkurser, jf. figur 4.3.1. Efter Bundesbanks stramning af pengepolitikken i november opstod der mindre fluktationer, hvor især ITL måtte forsvares gennem en betydelig udvidelse af rentespændet til DEM. Både Holland og Belgien forhøjede diskontoen med 1/4 pct. umiddelbart efter Bundesbanks forhøjelse af Lombardrenten. Derimod undlod de øvrige EMS-lande at stramme pengepolitikken. Frankrigs centralbank mindskede endda i ugen forinden rentesatserne med 1/4 pct.

Mod årets slutning ønskede flere af EMS-landene med Frankrig i spidsen en revurdering af pengepolitikken rolle. Den fortsatte styrkelse af DEM over for især USD bevirkede, at lavinflations- og lavvækstlandene inden for samarbejdet nødvendigvis måtte føre en strammere pengepolitik end ønsket.

Efter længere tids spekulation meddelte England i oktober, at GBP med dags varsel indtrådte i valutakurssamarbejdet. Paritetskurserne, hvortil det skete, var stort set fastlagt ud fra kursen over for DEM på tidspunktet for indtrædelsen. Det blev besluttet indtil videre at fastlægge udsvingsgrænserne til 6 pct. Samtidig med meddelelsen om indtrædelsen nedsatte Bank of England sin udlånsrente fra 15 pct. til 14 pct. Efter den første eufori, hvor GBP handledes op mod de øvre interventionsgrænser, nærmede GBP sig de nedre grænser mod slutningen af året, hvorved GBP sluttende året som den svageste valuta i samarbejdet. Indtrædelsen mindskede imidlertid inflationsforventningerne, hvilket generelt medførte lavere renter og i særdeleshed i den kortere ende af rentekurven.

Figur 4.3.1.
EMS-valutaernes indbyrdes placering i 1990



Note: Kun valutaerne i de snævre bånd er medtaget i beregningerne over de indbyrdes placeringer. Af overskuelighedsgrunde er IEP ikke medtaget i figuren.

Kort efter GBP's optagelse i valutakurssamarbejdet meddelte Norges regering, at den norske krone fremover ville skygge kursen på XEU med tilladte udsving på 2,25 pct. Med NOK's uformelle deltagelse og GBPs optagelse i valutakurssamarbejdet vil den effektive danske kronekurs fremover blive betydelig mere stabil, idet begge valutaer indgår med betydelig vægt i kronekursindekset. Samtidig vil kursudsvingene over for de øvrige nordiske valutaer også blive mindre pga. GBP's og NOK's indflydelse på det svenske og finske valutakursindeks.

4.4. Renteudviklingen i Danmark

I første kvartal af 1990 øgedes Nationalbankens valutareserver betydeligt som følge af, at spændingerne inden for EMS-samarbejdet ophørte. Nettosalget af kroneobligationer til udlandet blev således igen positivt efter et betydeligt negativt nettosalg i 4. kvartal 1989 i forbindelse med

valutauroen i oktober. I marts nedsatte Nationalbanken derfor ind- og udlånsrenten ved træk på folio med 1/2 procentenhed.

Kronen fortsatte sin styrkelse over for især DEM, NLG og BEF, hvorfor Nationalbanken i april kunne nedsætte ind- og udlånsrenterne med yderligere 1/2 procentenhed. Mens DKK i begyndelsen af året lå tæt på interventionsgrænserne, handledes DKK i april nær pariteterne med undtagelse af ITL. Det blev derfor muligt for Nationalbanken igen i juni at sænke ind- og udlånsrenterne med yderligere 1/2 procentenhed. Herved var rentesatserne næsten tilbage på niveauet før valutakrisen i oktober 1989.

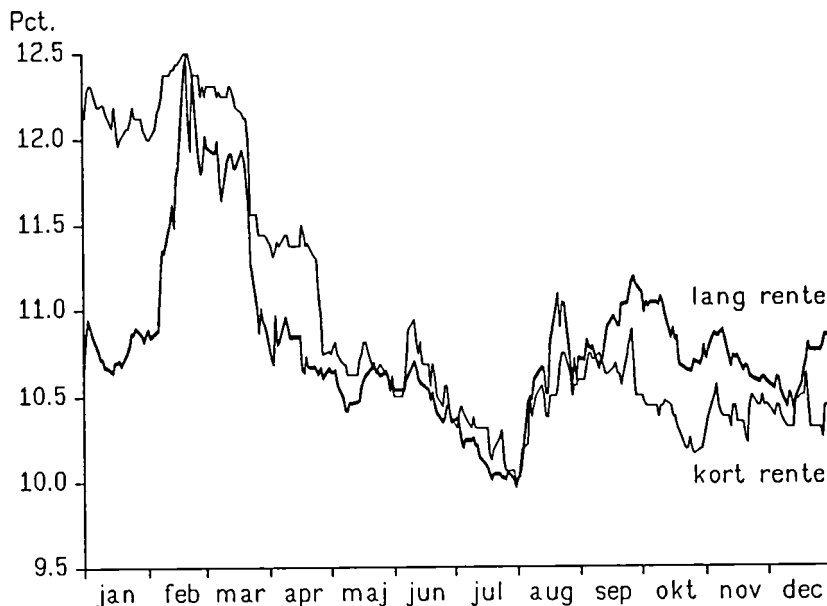
Med DEM's styrkelse i 2. halvår af 1990 og den øgede internationale usikkerhed var det ikke ønskeligt for Nationalbanken at sænke renterne yderligere, selv om valutareserverne fortsatte med at stige omend i et begrænset omfang. Nationalbanken kunne dog undlade at følge Bundesbanks renteforhøjelse i november. Dette førte til, at DKK mod slutningen af året blev svækket noget over for DEM, NLG og BEF uden dog at være i nærheden af de nedre udsvingsgrænser.

Som det fremgår af figur 4.4.1. faldt de korte renter betydeligt fra et niveau omkring 12 1/4 pct. ved årets begyndelse til et niveau omkring 10 1/4 pct. i sommeren. De lange renter steg derimod kraftigt i februar som reaktion på rentestigningen i Vesttyskland. Denne stigning var dog kortvarig, og i juli var den lange danske rente nede på ca. 10 pct. Med den generelle uro på kapitalmarkederne efter Iraks invasion af Kuwait steg også de lange danske renter med ca. 1 procentenhed for derefter at falde svagt mod udgangen af året. De korte renter udviste en nogen mindre stigning og faldt over året som helhed med ca. 2 procentenheder.

Dag-til-dag pengemarkedsrenten herhjemme fulgte naturligvis i høj grad nedsættelserne af Nationalbankens ind- og udlånsrenter, men udsving i pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken påvirkede ligeledes pengemarkedsrenten. Fra at være i nettogæld til Nationalbanken med godt 18 mia.kr. ved årets begyndelse, forbedredes nettostillingen i løbet af foråret som følge af Nationalbankens betydelige valutakøb. I august var pengeinstitutternes nettostilling i gennemsnit positiv, hvilket påvirkede pengemarkedsrenten i nedadgående retning, da indlånsrenten på folio derved blev afgørende. Den positive nettostilling fortsatte i en stor del af efteråret. Ved årets udgang var pengeinstitutterne igen i nettogæld til Nationalbanken med 1,3 mia.kr.

Med faldet i det danske renteniveau, og stigningen i det tyske, blev rentespændet over for Tyskland mindsket betydeligt i løbet af året. Denne indsnævring fandt ikke mindst sted for den korte rente, hvor rentespændet mindskedes fra ca. 4 procentenheder til godt 1 procentenhed, jf. figur 4.4.2. De korte danske renter lå dermed på et meget lavt niveau i forhold

Figur 4.4.1.
De lange og korte renter i Danmark i 1990

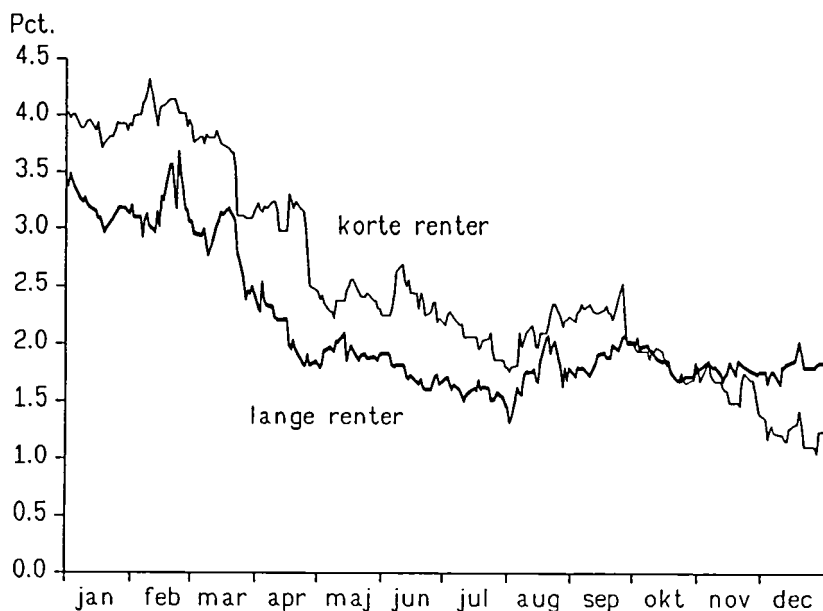


til de tyske renter. De lange renter nærmede sig tilsvarende hinanden for i slutningen af juli kun at afvige med ca. 1,3 procentenheder. Efter golfkrisens udbrud øgedes det lange rentespænd dog med ca. 1/2 procentenhed.

Den betydelige indsnævring mellem renterne herhjemme og i Tyskland kan primært tilskrives usikkerheden omkring inflationsudsigterne ved genforeningen af Tyskland. Hertil kommer, at prisstigningerne i Danmark har været jævnt faldende for nu at høre til blandt de absolut laveste i verden, og at saldoen for betalingsbalancens løbende poster efter en kraftig forbedring siden 1986 er vendt fra underskud til overskud i 1990. Herefter tillægger investorerne ikke længere risikoen for en justering af paritetskurserne i EMS, hvor DKK nedskrives, nogen særlig vægt.

Figur 4.4.2.

Rentespændet mellem Danmark og Tyskland i 1990



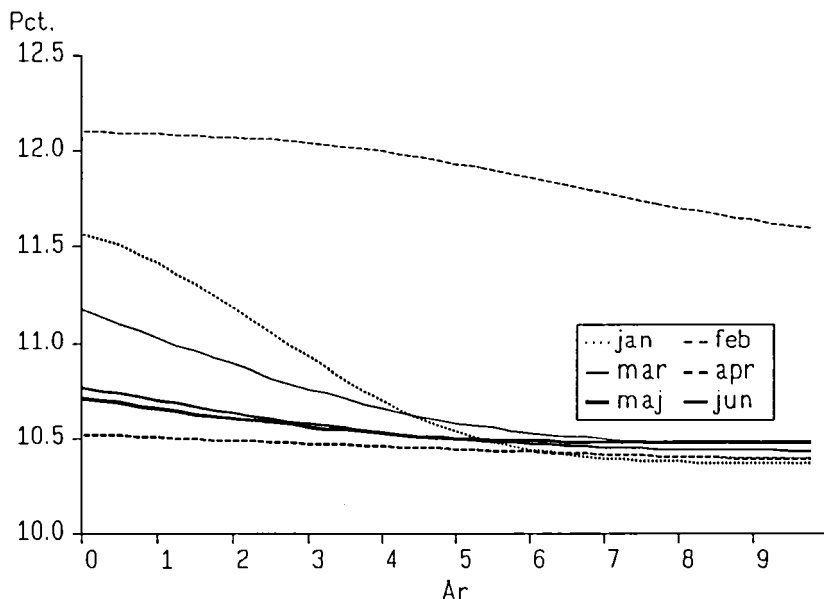
4.5. Nul-kupon-rentestruktur i Danmark

At beskrive rentestrukturen alene ud fra et kort og et langt papir som i figur 4.4.1. er en forsimpning, omend den kan være informativ. For at beregne en mere dækkende rentestruktur må man se på en bred vifte af papirer, der dækker hele løbetidsspektret. En sådan rentestruktur kan blandt andet anvendes ved den detaljerede planlægning af, hvilke obligationer der bør sælges, og til hvilke priser dette bør ske. Problemet her bliver, at man må korrigere for en række faktorer, der ud over løbetiden adskiller de forskellige papirer, for at kunne sammenligne de effektive renter.

Beskatningsreglerne betyder, at sammenligning af effektive renter kun giver mening ved nogenlunde samme pålydende rente. Den effektive rente på to obligationer med samme løbetid vil sædvanligvis være forskellig, hvis afdragsprofilerne er forskellige. Ud over skatteforhold og afdragsprofil vil også debitors kreditværdighed, konverteringsrisiko mv. kunne begrunde forskelle i den effektive rente på ellers identiske fordringer.

Hvis en del af betalingerne falder inden udløb, kan man betragte lånet som sammensat af forskellige del-lån (nul-kupon-lån), der har kortere løbetid end det samlede lån. Hver eneste del-betaling kan opfattes som et nul-kupon-lån, der er selvstændigt prisfastsat i et effektivt marked, og kursen på lånet bliver derfor summen af prisen på de enkelte nul-kupon-lån. En stigende rentekurve betyder, at renten på betalinger, der falder tidligt i afdragsperioden, er mindre end renten på betalinger, der falder senere. For samme løbetid vil fx et serielån – såfremt rentekurven er stigende – have lavere effektiv rente end et stående lån, der igen vil have lavere effektiv rente end et nul-kupon-lån. Det omvendte vil gælde med en faldende rentekurve. En nul-kupon-rentestruktur kan ikke observeres direkte, og ved estimation af nul-kupon-rentestrukturen antages det, at fremtidige betalinger på samme tidspunkt vil have samme pris, uanset hvilken lånetype den hidrører fra. Nul-kupon-rentestrukturen skal fortolkes som rentens afhængighed af løbetiden for fordringer med kun én betaling.

Figur 4.5.1.
Nul-kupon-rentestrukturen i 1. halvår af 1990

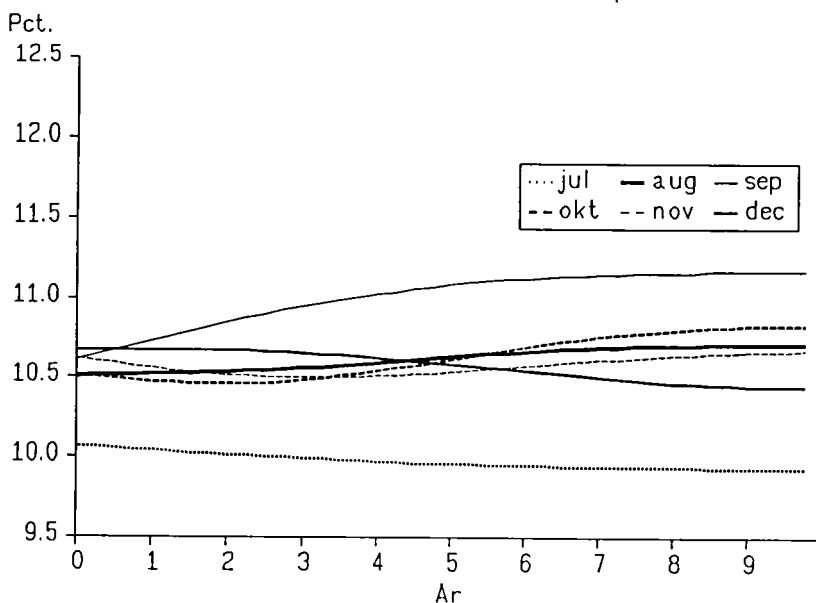


Rentestrukturen for statspapirer er estimeret ved hjælp af edb-programmet RIO på grundlag af et udvalg på 21 obligationsserier. Alle fast forrentede statspapirer med en kuponrente på 9 pct. og 10 pct. er medtaget. Serier med højere kuponrente er ikke medtaget, da skattereglerne som nævnt vanskeliggør sammenligning. Kun papirer med restløbetid på mere end 3 måneder er medtaget.

I januar var rentekurven stærkt faldende, eller som det også benævnes invers, hvilket afspejler den stramme pengepolitik, jf. figur 4.5.1. Med den kraftige stigning i de lange renter i februar fladede rentekurven ud samtidig med, at niveauet generelt steg. I slutningen af marts var de lange renter tilbage på niveauet fra januar samtidig med, at også de korte renter faldt som reaktion på Nationalbankens nedsættelse af ind- og udlånsrenterne. Rentekurven forblev dog invers, men over foråret og sommeren blev rentekurven gradvist fladere i takt med den fortsatte lempelse af pengepolitikken.

Figur 4.5.2.

Nul-kupon-rentestrukturen i 2. halvår af 1990



I august steg renteniveauet generelt som følge af den stigende usikkerhed på de internationale finansielle markeder efter Iraks invasion af Kuwait. Især de lange renter steg, hvorved rentekurven fik et normalt, stigende udseende. Tendensen til en stigende rentekurve fortsatte i september og oktober, men i november var rentekurven faldende i de korte løbetider og derefter stigende i de lange løbetider. I årets sidste måned var rentekurven igen invers, omend forskellen mellem renterne i de korte og lange løbetider var mindre udpræget end ved årets begyndelse.

Kapitel 5.

Salg af obligationer ved auktion

5.1. Indledning

Salg af obligationer fra udsteder til de endelige investorer foregår normalt i to tempi. Først sælger udstederen obligationer til én eller flere fondshandlere. Dernæst er der handel med obligationerne mellem fondshandlere, der formidler til såkaldte "endelige investorer", herunder fondshandlernes egenbeholdninger. Dette kapitel omhandler salgsmetoder for handel med obligationer mellem udsteder og fondshandlere, specielt salg ved auktionsmetode.

Baggrunden for kapitlet er, at den danske stat i 1990 har påbegyndt salg af obligationer ved auktion på to forskellige områder. Det drejer sig om foreløbig to auktioner, hvor der er emitteret obligationer på Euro-markedet, samt salg af skatkammerbeviser (betegnelsen obligationer dækker i dette kapitel også skatkammerbeviser) på det danske obligationsmarked ved kvartalsvise auktioner. I begge tilfælde er der tale om en nyskabelse på de respektive obligationsmarkeder. Der vil i det følgende blive set nærmere på forløbet af de gennemførte auktioner og mulighederne ved fremtidige emissioner.

I afsnit 5.2. beskrives kortfattet de sædvanlige metoder ved udstedelse af obligationer på Euro-markedet og på det indenlandske obligationsmarked, mens auktionsprincippet introduceres i afsnit 5.3. I afsnit 5.4. beskrives forløbet af auktionerne på Euro-markedet, og i afsnit 5.5. redegøres for forløbet af de hidtidige auktioner over skatkammerbeviser. I afsnit 5.6. forsøges det at uddrage en konklusion til brug for fremtidige auktioner.

5.2. Sædvanlige emissionsmetoder

Euro-markedet

I "Statens låntagning og gæld", 1988, kapitel 4, er der en detaljeret beskrivelse af formalia ved et udlandslåns etablering.

Euro-markedet er en betegnelse, der dækker markedet for obligationer, der udstedes og børsnoteres uden for valutaområdet for den valuta, obligationen lyder på. Den sædvanlige emissionsmetode på dette marked

er såkaldt blokemission, hvor en hel obligationsserie sælges på én gang. Det kan gøres på flere måder.

Tidligere var den almindelige praksis ved obligationsemissioner på Euro-markedet, at låntager udvalgte en bank som "lead manager" på lånet. Låntager og lead manager besluttede herefter i fællesskab, hvilke banker der skulle indbydes til at deltage i "management-gruppen" og dermed stå for en del af emissionen. Derefter blev lånet udbudt til tegning over nogle dage på indikerede betingelser. Når efterspørgslen på denne måde var klarlagt, blev de endelige betingelser aftalt, og lånet underskrevet. Låntager kendte således ikke låneomkostningerne præcist før underskrivelsen.

Konkurrencen mellem bankerne førte til, at et stadigt større antal banker var villige til alene at påtage sig risikoen for placering af hele emissionen, hvorved såkaldte "bought deals" blev introduceret: Låntager vælger et mindre antal banker – fx fire eller fem – efter sonderende drøftelser med et større udvalg af banker. De udvalgte banker bliver bedt om at komme med et fast tilbud (i form af en absolut procentsats) på et lån med en angivet størrelse og løbetid – en såkaldt tilbudskonkurrence (competitive bidding). Af de indkomne tilbud vælges normalt det billigste. Låntager behøver ikke nødvendigvis foranstalte en tilbudskonkurrence, men kan blot indhente tilbud fra en udvalgt bank.

Den bank, hvis lånetilbud accepteres, er herefter lead manager på lånet. Lead manager inviterer en række andre banker til at deltage i emissionen, idet disse påtager sig at aftage en vis mængde obligationer (såkaldt underwriting) mod at modtage en del af kommissionen ved lånet. De arrangerende banker videresælger endelig obligationerne til deres kunder – de endelige investorer.

Denne måde at emitte obligationer på var bankerne i en periode nødt til at acceptere. Det var i virkeligheden en konkurrenceparameter, som de store banker benyttede. I en situation med skarp konkurrence mellem bankerne, hvor bankerne underbyder hinanden, er der risiko for, at dele af eller eventuelt mere end kommissionen er spist op, og bankerne pådrager sig tab ved arrangementet. Udover bankernes egne omkostninger ved salg mv. må kommissionen nemlig ses som låntagers betaling for, at bankerne påtager sig risikoen for, at obligationskurserne i almindelighed (markedet) bevæger sig i perioden fra tilbuddet afgives til videresalg af lånet; når en bank skal tage risikoen på et helt lån, er risikoen betydelig. Helst ville bankerne have, at konkurrencen mellem dem ikke var så skarp, at de blev drevet til denne fremgangsmåde.

Løsningen på dette problem for bankerne har været såkaldt "fixed price reoffer issues": Her vælger låntager en lead manager, der sammensætter en (forholdsvis snæver) management-gruppe (som låntager

skal godkende). Sammen med denne, og eventuelt også med diverse investorer, diskuterer lead manager en pris, der kan tilbydes låntager. Tilbuddet er i form af en overrente over en veldefineret toneangivende obligation, såkaldt bench-mark (for USD-lån en overrente i forhold til amerikanske statsobligationer, såkaldte treasury notes) på tidspunktet for offentlig udbud af obligationerne (launching). Bankerne har herved dækket risikoen ved markedsbevægelser i perioden mellem tilbudsafgivelsen og launching.

Låntager kender derimod ikke sin samlede låneomkostning før launching. Finder låntager, at overrenten over den fastsatte toneangivende obligation er uacceptabel, eller at markedet har rykket sig i en for låntager ugunstig retning, kan lånetilbuddet afvises.

Kommissionerne i forbindelse med fixed price reoffer issues udgør mellem 0,25 pct. og 0,375 pct. af hovedstolen og ligger dermed væsentligt under det niveau, der hidtil har været det normale (og stadig bruges i en del tilfælde)¹⁾. De væsentligt lavere kommissioner indebærer næppe et fald i aflønning til underwriting-gruppen, idet de større kommissioner i de andre tilfælde i vidt omfang blev videregivet til investorer. Ved fixed price reoffer issues er alle i management-gruppen forpligtet til i syndikeringsperioden (perioden fra launching til obligationerne er placeret) at opretholde den fastsatte pris (deraf navnet). Først når syndikatet (konsortiet af deltagende banker) brydes (som oftest når alle obligationerne er placeret), kan obligationerne handles frit.

Det danske obligationsmarked

På det danske obligationsmarked er det først og fremmest staten og realkreditinstitutterne, der udsteder obligationer.

Salget af statsobligationer til markedet foregår sædvanligvis løbende, såkaldt tap-emission, i serier, der holdes åbne i længere perioder, og der er således ikke tale om blokemission. Det er Nationalbanken, der sælger statsobligationer til markedet som Finansministeriets agent, og der fastsættes løbende salgspriser for de indenlandske statsobligationer, statsgældsbeviser og skatkammerbeviser. Salget fordeles på de forskellige statspapirtyper efter aftale med Finansministeriet. Nationalbanken afregner dagligt salget over for Finansministeriet.

¹⁾ Kommissionerne ved bought deals på euro-markedet udgjorde normalt med løbetid 3 år: 1,375 pct., 5 år–7 år: 1,875 pct., 10 år: 2,00 pct.

Nationalbankens salg til markedet sker via de sædvanlige obligations-handelskanaler, idet Nationalbanken i denne forbindelse har status af børsmæglerselskab på Københavns Fondsbørs.

Da Nationalbanken har en egenbeholdning af obligationer, som handles, og tillige foretager obligationsinvesteringer for flere statslige fonde, er det ikke altid muligt for markedsdeltagerne at observere, om Nationalbankens salg af obligationer er nyudstedelse eller ej. Det kan give mulighed for at udnytte eventuelle niches i obligationsmarkedet til fordel for staten ved emission i forhold til en blokemission, hvor salgsstørrelsen kendes på forhånd af markedet.

5.3. Auktionsmetoden

Salg af obligationer ved auktion adskiller sig fra de fleste andre auktioner, derved at der bydes på både mængde og pris. Byderne er ikke fysisk til stede ved auktionen, idet bud indleveres skriftligt eller på anden måde inden et bestemt tidspunkt. En sådan "blind auktion" indebærer, at byderne ikke undervejs får oplysning om andres bud. Det betyder, at det ikke er muligt gradvist at byde priserne op som på andre auktioner. Den enkelte byder kan dog afgive flere bud, dvs. forskellige kombinationer af mængde og pris.

Forløbet af en auktion kan typisk være, at en bred kreds af fondshandlere inviteres til at afgive bud på en obligation karakteriseret ved en pålydende rente, pålydende valuta og løbetid (afdragsform). Buddene afgives som et ønske om en bestemt mængde obligationer til en given kurs, rente eller overrente (spread) over markedsrenten for en toneangivende obligation (et benchmark)¹⁾. Hver fondshandler kan (normalt) afgive en vifte af bud, således at det til hvert bud på en kurs (rente) tilkendes, at der ønskes en bestemt mængde obligationer.

Den kurs (rente), der skal afregnes til ved auktionen, fastsættes af udbyder, og den kan fastsættes efter forskellige principper, der giver anledning til forskellig adfærd hos byderne.

Efter den metode, der er valgt indtil videre for auktioner over den danske stats obligationer, fastsættes en skæringskurs (-rente) ud fra de indkomne bud, og alle, der har budt skæringskursen og derover (skæringsrenten og derunder), tilgodeses til skæringskursen (-renten). Såfremt den samlede mængde bud til skæringskursen og derover

¹⁾ Et benchmark er en obligation med en toneangivende placering på det pågældende marked, dvs. at rentedannelsen på andre obligationer kan tage bestik af dens markedsrente.

overstiger den mængde, der af udstederen ønskes solgt, kan der være pro rata tildeling til de bydere, der har bud til selve skæringskursen.

Et alternativt auktionsprincip kunne være det, der anvendes ved auktioner over de amerikanske skatkammerbeviser. Her fastsættes ligeledes en skæringskurs af udbyder ud fra de indkomne bud, og alle, der har budt skæringskursen og derover, tilgodeses, men i dette tilfælde afregnes der til den kurs, den enkelte tilbudsgiver faktisk har budt.

Noget af adfærdspåvirkningen ved valg af auktionsprincip kan illustreres ved et eksempel: En byder, der er lille i forhold til markedet og dermed ikke forventer at kunne påvirke fastsættelsen af skæringskursen, men som ønsker en vis mængde obligationer til den skæringskurs, der fastsættes, kan ved det første auktionsprincip indlægge sit bud til en høj kurs i forhold til den forventede skæringskurs. Byderen er herved sikker på at få den ønskede mængde obligationer, og at denne mængde afregnes til skæringskursen.

Ved det auktionsprincip, som anvendes for amerikanske skatkammerbeviser, vil en sådan adfærd føre til afregning til for høj en kurs (den høje kurs, der er budt), dvs. med tab til følge for den lille byder. Den lille byder vil her kun kunne få en mængde obligationer til en "fair" pris, såfremt der gættes forholdsvis rigtigt på, hvorledes skæringskursen fastsættes. Dette problem er bl.a. ved auktioner over statspapirer i USA løst ved mulighed for såkaldt "non-competitive bidding" (bud uden for konkurrence) for bud op til en fastsat forholdsvis lav beløbsgrænse. Ved non-competitive bids indgives bud på en mængde obligationer, men ikke nogen kurs, idet obligationerne i stedet afregnes til et gennemsnit af afregningskurserne for de bud, der er tilgodeset ved competitive bids. Der kan også være andre måder at fastsætte afregningskursen ved non-competitive bidding.

Valget af auktionsprincip vil endvidere kunne påvirke spredningen af buddene, antallet af bud, der indgives af hver byder etc.

Der er endelig en række parametre, der kan varieres ved auktionerne, og som vil påvirke placeringen af buddene og udfaldet. Der kan fx forud fastsættes og offentliggøres mindstebeløb og/eller størstebeløb, der sælges ved auktionen. Der kan fastsættes og offentliggøres en mindstekurs, som udbyder er villig til at sælge til ved auktionen. Antallet af bydere, der inviteres, kan varieres. Auktionsprincippet kan kombineres med andre salgsformer som fx direkte salg til markedet (tapsalg) efter auktionen etc.

5.4. Auktion på Euro-markedet

Den danske stat er den første og hidtil eneste udbyder af fast forrentede obligationer på Euro-markedet, der har anvendt auktionsprincippet som salgsform.¹⁾

Udover at låne var der et ønske om at forlænge varigheden af USD-andelen af gælden. Ved at optage et fast forrentet USD-lån og gennemføre (isolerede) swaps fra variabelt forrentede USD til lån i andre valutaer, kunne begge disse mål opfyldes uden at give anledning til en uønsket forøgelse af USD-andelen af gælden.

Det var herudover tanken at udstede en obligationsserie med meget stor likviditet²⁾, hvori der på et senere tidspunkt kunne udstedes yderligere obligationer³⁾. En forudsætning for en likvid serie er normalt en forholdsvis stor størrelse af obligationsserien, samtidig med at serien spredes bredt blandt fondshandlere, dvs. ikke udelukkende placeres hos (passive) endelige investorer. Ved at anvende auktionsprincippet, er det ikke kun én bank (eller nogle få), der skal overtage hele mængden, men i stedet er det muligt for en bred kreds af fondshandlere at byde og få, og ingen behøver at byde mere, end de pågældende forventer afsætningsgrundlag for.

Den første auktion over USD-obligationer var den 1. marts 1990. Der blev inviteret 69 banker (medlemmerne af "International Primary Market Association", IPMA) til at byde på auktionen.

Invitationen, der blev udsendt 2 dage før auktionens afholdelse, lød på at indgive bud på en mængde af USD-obligationer med 5 års løbetid og fast rente med helårlige rentebetalinger. Buddene skulle indgives som en halvårlig renteforskel (rentespread) over renten på de 8 1/2 pct. 5-årige amerikanske statsobligationer. Forløbet af auktionen var som følger: Mellem kl. 9 og kl. 11.30 kunne banker telefonisk indgive bud. Finansministeriet skulle derefter inden kl. 13 fastsætte emissionsstørrelse og skæringsrentespread. Samtlige banker, der blev tildelt andele af

¹⁾ En detaljeret gennemgang af USD-auktionerne på Euromarkedet findes i småtryk fra Finansministeriet: Danish USD 1,571 mn Eurobond Auction Issue.

²⁾ Betegnelsen likviditet om en obligationsserie anvendes, når det er muligt at købe og sælge store mængder obligationer i serier på sekundærmarkedet til en noteret kurs, dvs. uden at kursen flyttes. Likvide obligationsserier omsættes sædvanligvis til en lavere rente end tilsvarende illikvide serier. Renteforskellen betegnes en likviditetspræmie. Ved likvide obligationsserier er forskellen mellem købspriser og salgspriser meget lille.

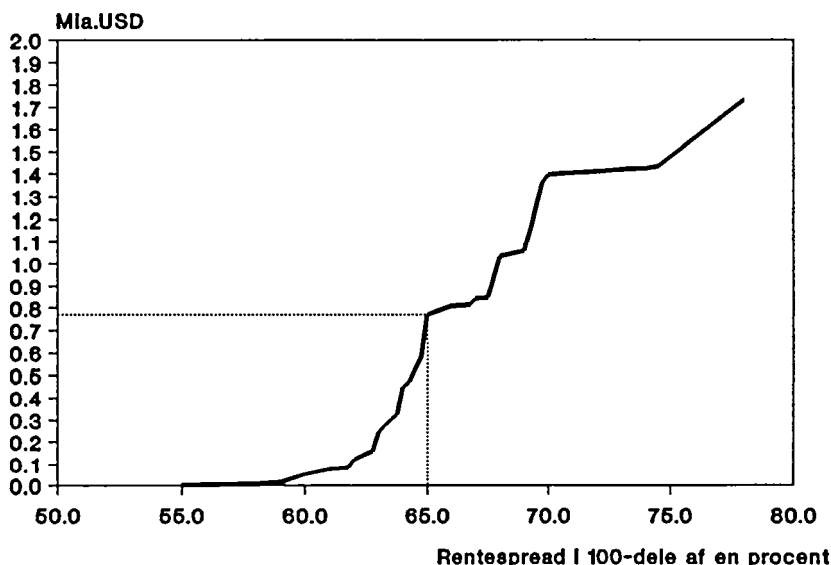
³⁾ En sådan yderligere udstedelse betegnes fungibel, når emissionerne slås sammen til én obligationsserie.

emissionen, fik besked inden kl. 14, hvorefter der kl. 14.30 indhentes tilbuddene på den 5-årige amerikanske statsobligation fra 4 forskellige banker i New York. Gennemsnittet af de fire kvoteringer blev tillagt skærings-spreadet og omregnet til helårlig rente. Kupon og kurs kunne herefter beregnes¹⁾.

Det blev herudover angivet i invitationen, at der mindst ville blive solgt 500 mill. USD på auktionen, dvs. at byderne var sikre på, at der var mængdemæssigt grundlag for en likvid serie. Samtidig blev der angivet et maksimum på 1.000 mill. USD, hvilket var tænkt som en forsikring over for byderne om, at markedet ikke ville blive oversvømmet med danske USD-obligationer. Endelig blev der forbeholdt ret til at opgive emissionen.

I figur 5.4.1. er summen af buddene op til det angivne rentespread på auktionen den 1. marts gengivet.

Figur 5.4.1.
Kumulerede bud på auktionen over USD-obligationer den 1. marts 1990



¹⁾ Den pålydende rente skulle fastsættes i ottendedele.

Der indkom 134 bud – heraf nogle urealistiske – på i alt 1,7 mia. USD. Buddene var placeret lidt højere end forventet i forberedelsesperioden op til auktionen. Årsagen hertil var dels lidt dårligere markedsforhold på auktionsdagen, dels at flere af de største banker, som normalt deltager i store USD-emissioner, boykottede auktionen. Boykotten var formentlig et forsøg på at værne om fixed price reoffer metoden, som forventedes fremover at give bankerne en indtægt, efter at der i nogle år ikke havde været gode muligheder for indtægter ved emissioner på Euro-markedet.

Auktionsresultatet vurderedes dog at være på højde med, hvad der samme dag ville kunne opnås ved andre emissionsformer, og Finansministeriet undlod at udnytte retten til ikke at sælge på auktionen. Ved et skæringsspread på 65 basispoint (100-dele af en procent) blev der solgt for 771 mill. USD. Det blev valgt ikke at beskære mængden for bud på skæringsspreadet, således at der var fuld tildeling.

Af figur 5.4.1. fremgår det, at 65 basispoint var et naturligt skæringspunkt, idet der derudover skulle en stor stigning til i skæringsspreadet for at få en forholdsvis lille stigning i den solgte mængde.

Den pålydende rente blev fastsat til 9,25 pct., og emissionskursen derefter til 99,76. Lånets effektive rente inkl. omkostninger for staten blev på 9,38 pct.

I perioden efter auktionen handledes obligationerne meget tilfredsstillende i sekundærmarkedet, og det blev derfor besluttet at udvide serien ved endnu en auktion, og herved udnytte de gunstige renteforhold på sekundærmarkedet.

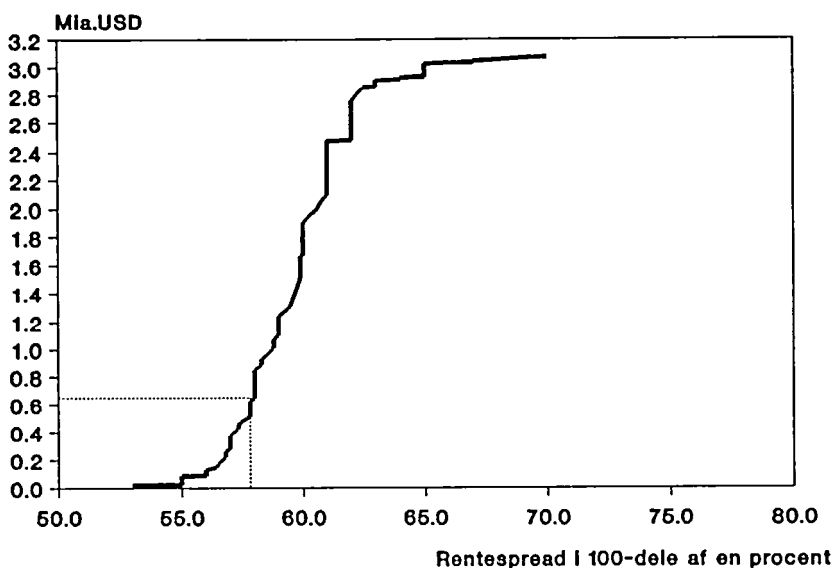
Den anden auktion blev afviklet den 21. juni 1990. I forhold til den første auktion var der to ændringer. For det første blev mindste- og maksimalbeløbet fastsat til henholdsvis 400 mill. og 600 mill. USD. Herudover blev det meddelt, at Danmarks Nationalbank ville indlægge 200 mill. USD som et non-competitive bud, hvilket skulle afregnes til skæringsspreadet. Formålet hermed var, at der efterfølgende løbende kunne sælges denne ekstra mængde, hvis Finansministeriet måtte ønske at låne yderligere i denne serie, eller det blev ønskeligt for at opretholde likviditeten i papiret. Der er endnu ikke blevet solgt af denne beholdning. Buddenes placering på auktionen er gengivet i figur 5.4.2.

Der indkom 179 bud på auktionen, hvilket samlet beløb sig til 3,1 mia. USD. Buddene var overvejende placeret inden for et væsentligt mindre interval af rentespread end ved den første auktion, hvilket kan henføres til, at der i forvejen var rentedannelse på obligationerne på sekundærmarkedet som rettesnor.

Ved et skæringsspread på 57,8 basispoint var der samlede bud på 679 mill. USD, således at det var nødvendigt med pro rata tildeling til bud til skæringsspreadet for at overholde det fastsatte maksimalbeløb.

Figur 5.4.2.

Kumulerede bud på auktionen over USD-obligationer den 21. juni 1990



Da der var tale om en fungibel emission, kunne det mindre spread i forhold til amerikanske statsobligationer ikke give en anden kupon på den anden tranche i forhold til den første, således at kuponen fortsat var 9,25 pct. Emissionskursen blev 99,839. Den effektive rente inklusive omkostninger i forbindelse med lånet blev herefter 9,345 pct. for de 600 mill. USD til markedet og 9,269 pct. for de 200 mill. USD, Nationalbanken overtog; samlet blev den effektive rente på 9,325 pct.

Inklusive Nationalbankens beholdning var der herefter en samlet udestående mængde på 1.571 mill. USD, hvilket på dette tidspunkt var den hidtil største fast forrentede Euro-obligationsserie¹⁾.

5.5. Auktion over skatkammerbeviser

Der er i "Statens låntagning og gæld" 1989, kapitel 5, en beskrivelse af skatkammerbeviserne og intentionerne med at udstede dem.

Skatkammerbeviser er meget korte gældsbeviser med løbetider på indtil videre 3 og 6 måneder. Beviserne bærer ingen nominel rente, idet

¹⁾ Italien har siden overgået denne med en 2 mia. USD serie.

de er såkaldte nul-kupon-papirer, hvor afkastet i stedet fremkommer ved kursopskrivning, idet beviserne sælges under pari og indfries til pari på udløbstidspunktet. Skatkammerbeviser sælges og omsættes i stykstørrelse på 1 mill.kr.

Skatkammerbeviser sælges på auktion, der afholdes den trediesidste bankdag (dage hvor bankerne holder åbent) i hvert kvartal. Tre dage før en auktion udsender Nationalbanken på Finansministeriets vegne meddelelse om auktionens afholdelse. Bud på auktion kan indleveres af pengeinstitutter og børsmæglerselskaber, og afgives som en pris for stykstørrelsen på 1 mill.kr. Priserne omregnes til effektive renter, og skæringsrenten fastsættes. Der afregnes til skæringsrenten, idet der kan være pro rata tildeling for bud til skæringsrenten.

Formålet med at sælge skatkammerbeviser på auktion er bl.a. at fastholde en nogenlunde ensartet udestående mængde. Skatkammerbeviserne indfries i forbindelse med en auktion, og ved en tilsvarende solgt mængde på auktionen er der altid basis for en effektiv rentedannelse på beviserne på trods af den meget korte løbetid.

Nationalbanken har endvidere mulighed for efter auktionerne at købe yderligere skatkammerbeviser af Finansministeriet til videresalg til markedet. Herved kan beviserne indgå i det pengepolitiske instrumentarium.

Ved den første auktion den 28. marts 1990 blev der offentliggjort en beløbsmæssig overgrænse for det samlede salg af 3 og 6 måneders skatkammerbeviser på 10 mia.kr., således at byderne havde en fornemmelse af den ønskede størrelsesorden af auktionssalget. På auktionen indkom der bud på køb af i alt 14,1 mia.kr. skatkammerbeviser. Buddenes placering i forhold til den beregnede effektive rente er gengivet i figur 5.5.1.

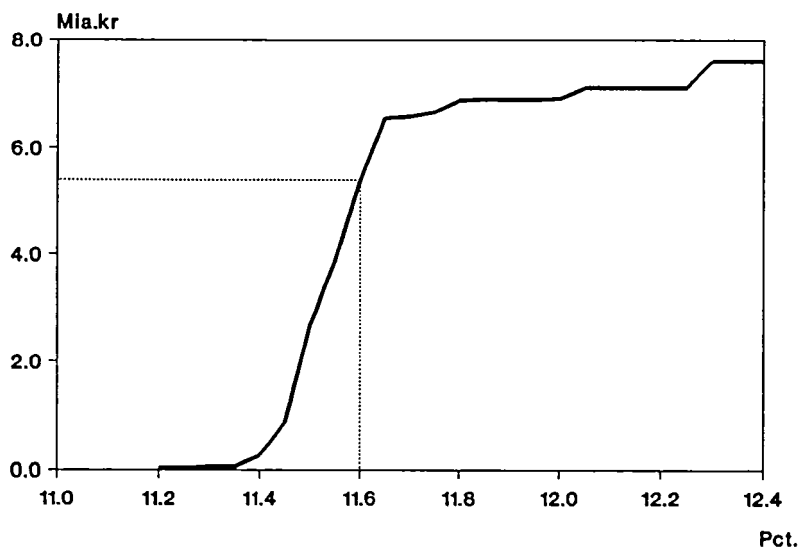
Der blev på auktionen fastsat en skæringsrente for såvel 3 som 6 måneders skatkammerbeviser på 11,60 pct. Herved blev der solgt skatkammerbeviser for i alt 9,7 mia.kr. fordelt på 5,4 mia.kr. 3 måneders beviser og 4,2 mia.kr. 6 måneders beviser. Skatkammerbeviserne blev på auktionen solgt til en rente på ca. 0,1 pct. over renten på pengemarkedet for disse løbetider den 28. marts. Denne merrente var nødvendig for at få solgt den ønskede mængde, og kunne opfattes som en præmie til de investorer, der turde byde på et nyt papir, hvis egenskaber markedet dengang ikke kendte.

Ved den følgende auktion den 27. juni 1990 blev der ikke på forhånd fastsat over- eller undergrænse for det solgte beløb. Buddenes placering på auktionen er gengivet i figur 5.5.2.

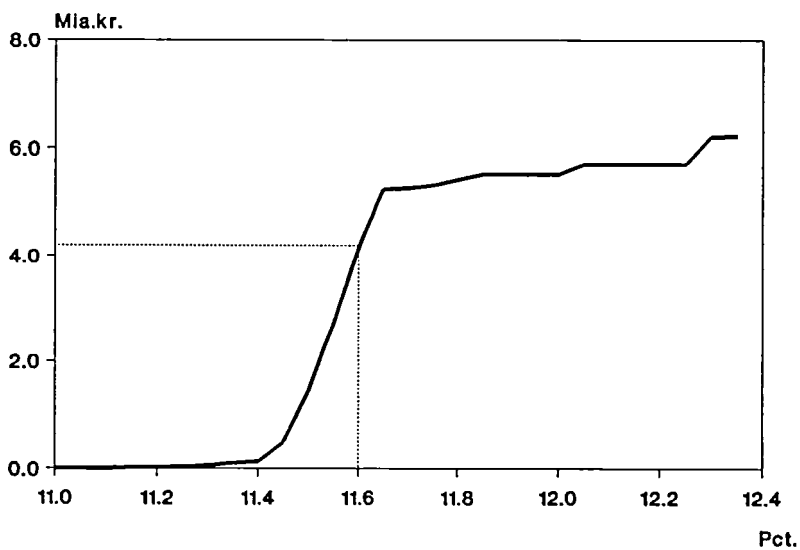
Figur 5.5.1.

Kumulerede bud på auktionen over skatkammerbeviser den 28. marts 1990

3 måneders beviser

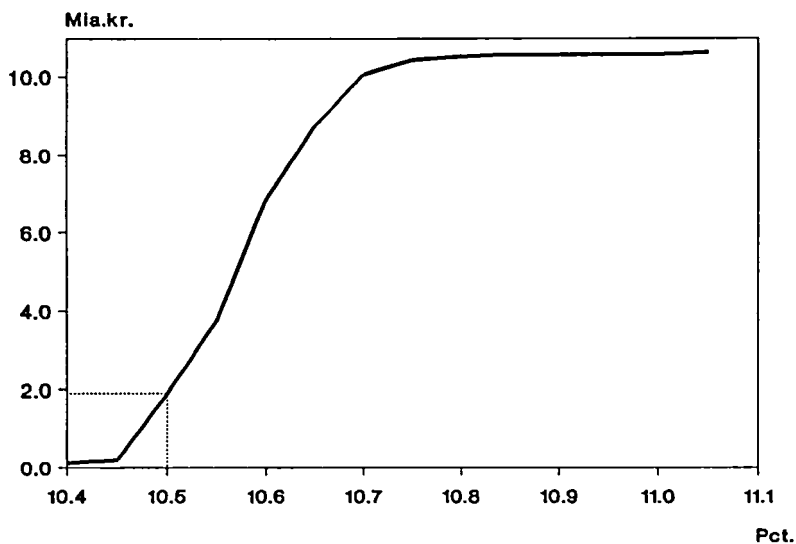


6 måneders beviser

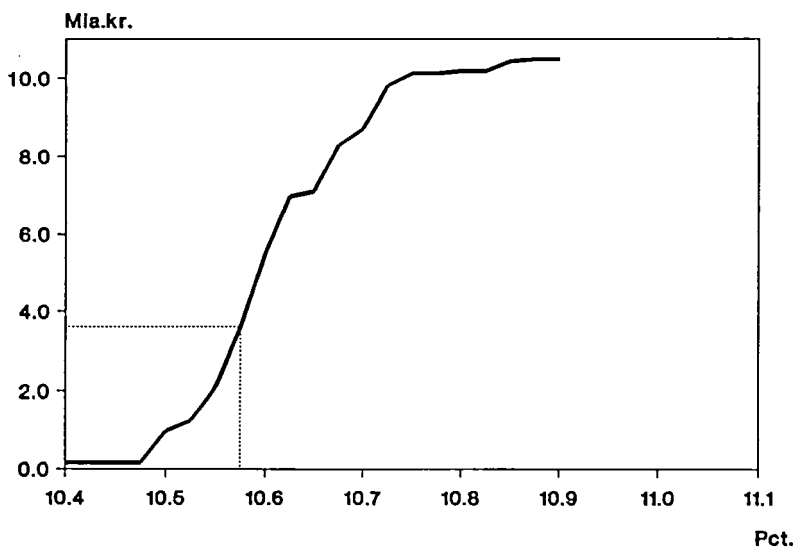


Figur 5.5.2.
Kumulerede bud på auktionen over skatkammerbeviser den 27. juni 1990

3 måneders beviser



6 måneders beviser



Der indkom bud på køb af i alt 21,1 mia.kr. skatkammerbeviser ligeligt fordelt på 3 og 6 måneders beviser.

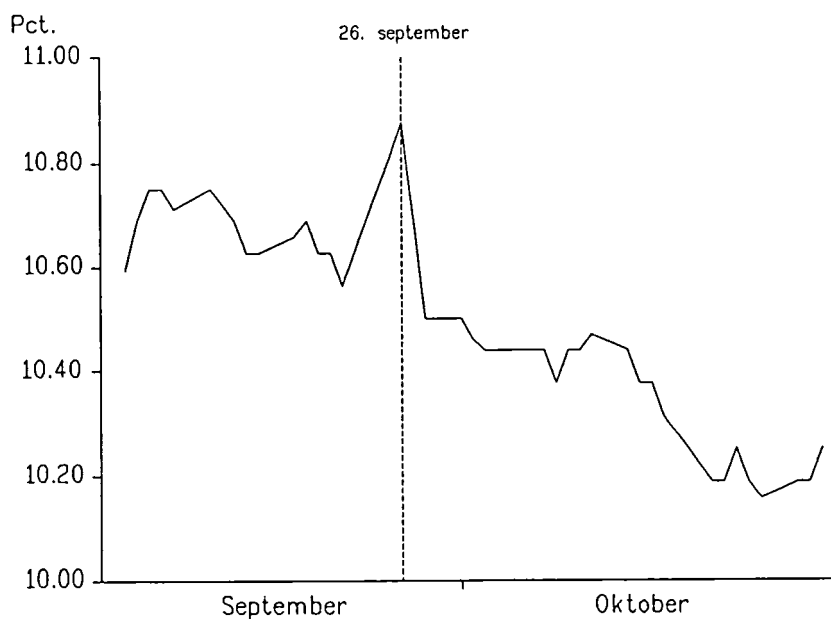
Renten på pengemarkedet var omkring 10,5 pct. på auktionstidspunktet. Som det fremgår af figur 5.5.2., var hovedparten af buddene på auktionen placeret ca. 0,1 procentenhed over dette pengemarkedsniveau. Fastsættelsen af skæringsrenten på den første auktion var således indgået uheldigt i læreprocessen hos byderne, idet buddene på den anden auktion var placeret i forventning om en tilsvarende merrente.

Skæringsrenten på den anden auktion blev fastsat uden en merrente, hvorved der blev solgt skatkammerbeviser for kun 5,5 mia.kr., fordelt på 1,9 mia.kr. 3 måneders beviser til en skæringsrente på 10,5 pct. og og 3,6 mia.kr. 6 måneders beviser til en skæringsrente på 10,575 pct., på trods af 50 pct. flere indkomne bud end på første auktion.

Salget svarede til indfrielsen af skatkammerbeviser i forbindelse med auktionen, og den udestående mængde af skatkammerbeviser var herved uændret efter den anden auktion med 3,6 mia.kr. 6 måneders beviser og 8,5 mia.kr. 3 måneders beviser.

Figur 5.5.3.

3 måneders pengemarkedsrente i september og oktober 1990



Efter auktionen var der stor interesse for yderligere køb af skatkammerbeviser, og i perioden frem til næste auktion den 26. september 1990 blev der solgt skatkammerbeviser, således at den samlede udestående mængde var på 18,5 mia.kr. ultimo september, hvoraf 10,5 mia.kr. ville blive indfriet i forbindelse med den forestående auktion.

I dagene op til den tredje auktion den 26. september steg pengemarkedsrenten fra et niveau for 3 måneders løbetid på 10,56 pct. den 21. september til 10,88 pct. den 26. september. Udviklingen i pengemarkedsrenten omkring auktionen er gengivet i figur 5.5.3. Stigningen i pengemarkedsrenten op til auktionen kunne ikke umiddelbart forklares ved de gældende penge- og valutaforhold. Udviklingen blev på auktionstidspunktet tolket som et forsøg fra markedsdeltagere på at hæve skæringsrenten på auktionen.

Der indkom bud på køb af i alt 12,2 mia.kr. skatkammerbeviser på auktionen, og buddenes placering er gengivet i figur 5.5.4.

Skæringsrenten på auktionen blev fastsat til 10,65 pct. for 3 måneders beviser, hvilket gav et salg på 655 mill.kr., mens skæringsrenten på 6 måneders beviser blev fastsat til 10,74 pct., hvilket gav et salg på 576 mill.kr. Den udestående mængde var herefter 8.605 mill.kr. i 3 måneders beviser og 576 mill.kr. i 6 måneders beviser.

Da der i forbindelse med auktionen blev indfriet for 10,6 mia.kr. skatkammerbeviser, skete der herved en betydelig udvidelse af likviditeten primo oktober. Det er én af årsagerne til den faldende pengemarkedsrente efter auktionen, jf. figur 5.5.3.

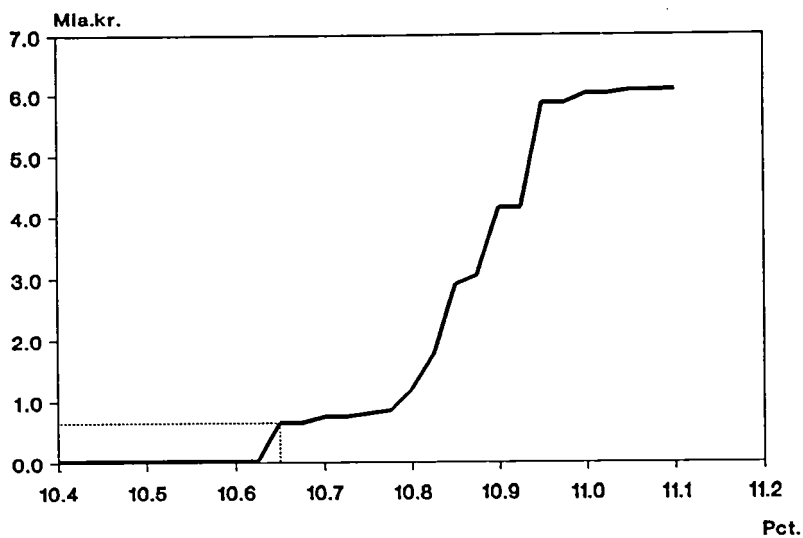
Det fremgår af figur 5.5.4., at en skæringsrente på 10,74 pct. for 6 måneders beviser ikke var et naturligt valg ud fra en auktionsteknisk synsvinkel. Det var muligt at sælge stort set den samme mængde til en lavere rente. Der blev valgt en rente på 10,74 pct. for at holde en tilsvarende renteforskel mellem 3 og 6 måneders løbetid som på pengemarkedet. Ved en rente på fx 10,70 pct. kunne der være risiko for, at små bydere, som indlægger bud til en lav rente for at være sikre på at få beviser til skæringsrenten, ville blive påført tab.

Efter auktionen var det muligt at sælge en betydelig mængde yderligere skatkammerbeviser til markedet til renter væsentligt under renten på auktionen.

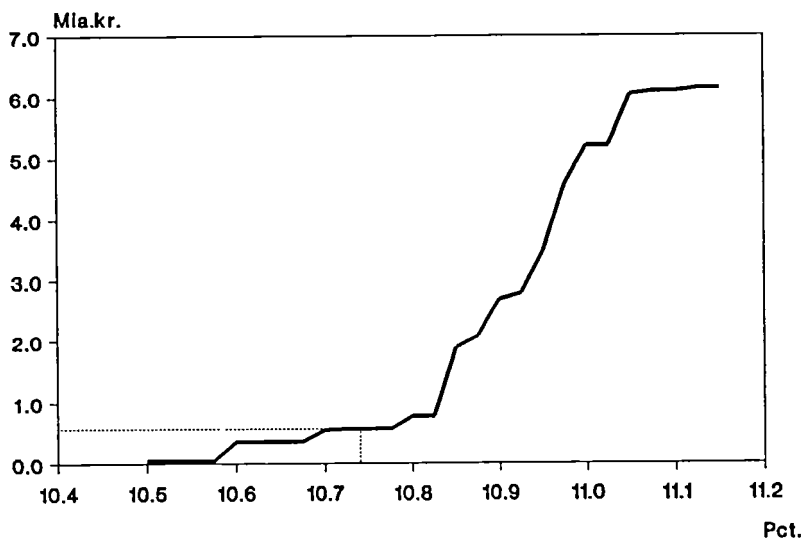
Den udestående mængde skatkammerbeviser ultimo 1990 var herefter 10,4 mia.kr. i de beviser, der blev indfriet den 2. januar 1991, og 11,0 mia.kr. i de beviser, der indfries den 2. april 1991.

Figur 5.5.4.
Kumulerede bud på auktionen over skatkammerbeviser den 26.
september 1990

3 måneders beviser

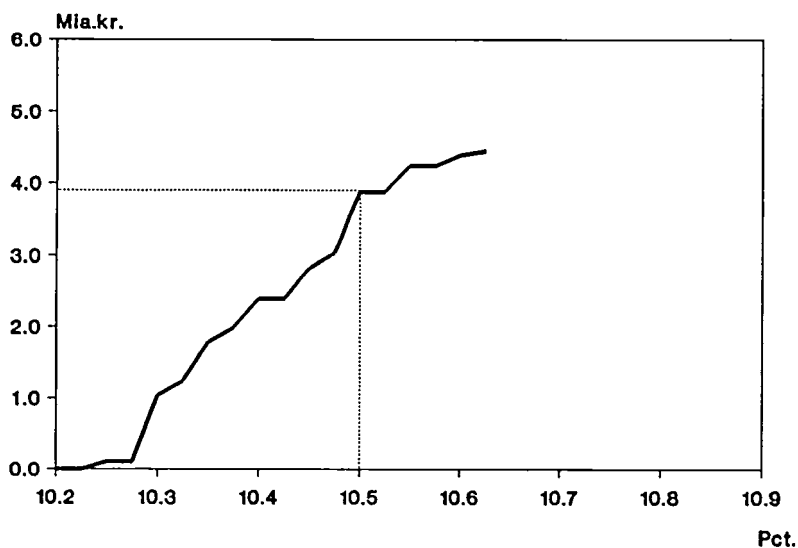


6 måneders beviser

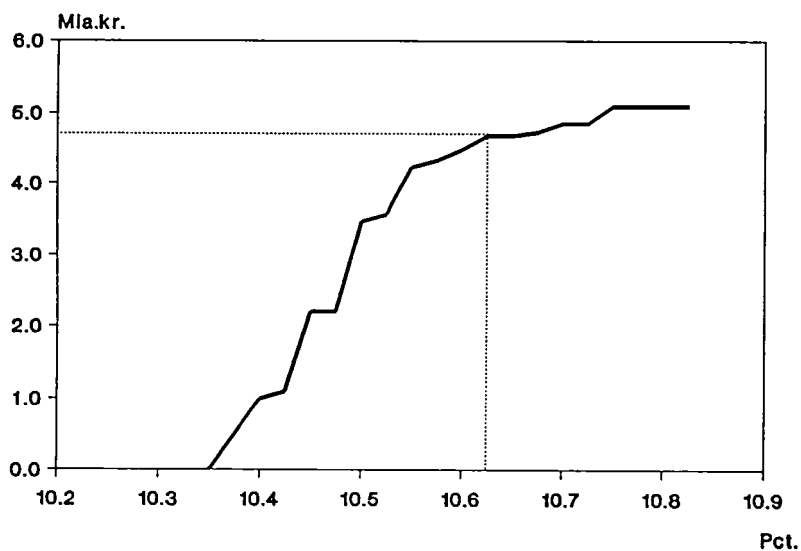


Figur 5.5.5.
Kumulerede bud på auktionen over skatkammerbeviser den 21.
december 1990

3 måneders beviser



6 måneders beviser



Forløbet af den fjerde auktion over skatkammerbeviser den 21. december 1990 var yderst tilfredsstillende. Der indkom bud på færre skatkammerbeviser end ved tidligere auktioner, nemlig 9,6 mia.kr., men buddene var alt overvejende placeret inden for et mindre og mere realistisk renteinterval, end tilfældet havde været på de tidligere auktioner. Der synes således at være opnået større overensstemmelse mellem udsteders og auktionsbydernes holdning til, hvorledes auktionerne bør forløbe.

Der blev på auktionen fastsat en skæringsrente på 10,5 pct. for 3 måneders beviser, hvilket gav et salg på 3,9 mia.kr. nominelt. For 6 måneders beviser blev renten fastsat til 10,625 pct., hvorved der blev solgt for 4,7 mia.kr. nominelt. Der var således salg svarende til størstedelen af de samlede bud på auktionen.

5.6. Konklusion

Det er ikke muligt ud fra det forholdsvis beskedne erfaringsmateriale fra de to auktionsforløb at uddrage en håndfast konklusion om salg af obligationer ved auktion i forhold til andre salgsteknikker. Resultatet afhænger meget af de konkrete omstændigheder, og vurderingen må tage hensyn hertil.

To generelle forhold synes at gøre sig gældende. For det første er det en klar fordel, at der eksisterer et benchmark for den pågældende løbetid for det pågældende marked. For det andet skal de implicerede parter kunne se en fordel – dvs. en økonomisk fordel – ved at spille med.

Betydningen af et benchmark kommer tydeligt til udtryk ved den anden USD-auktion i forhold til den første. På den anden auktion var der i forvejen en effektiv rentedannelse på en helt tilsvarende obligation med samme debitor. Buddene var derfor placeret i et snævert interval omkring denne rente sammenlignet med buddene på den første auktion.

Af den tredje auktion over skatkammerbeviser fremgår det endvidere, at benchmarket skal være velfunderet, således at det ikke er muligt for nogle få markedsdeltagere at påvirke dette. På det korte danske finansielle marked, herunder det danske pengemarked, mangler et sådan benchmark. Der er derfor behov for en meget stor mængde udestående skatkammerbeviser med meget stor omsætning, som kan være benchmark på det korte marked. En velfunderet rentedannelse på de oprindelige 6 måneders beviser, som ved en auktion har 3 måneders restløbetid, vil kunne fungere som benchmark for fastsættelsen af skæringsrenten for 3 måneders skatkammerbeviser ved auktionen. Dette benchmark vil endvidere kunne bruges af andre aktører til at fastsætte renter på andre fordringer med korte løbetider.

At det er nødvendigt med en økonomisk fordel for de implicerede parter fremgår tydeligt af de to USD-auktioner. Ved den første auktion havde fondshandlerne økonomisk interesse i at beskytte de eksisterende emissionsformer, hvorfor auktionen blev boykottet af nogle. Den store efterspørgsel efter obligationerne mellem auktionerne overbeviste imidlertid de pågældende fondshandlere om den økonomiske fordel ved at byde på den følgende auktion.

Hvad angår markedet for skatkammerbeviser, har pengeinstitutterne klart givet udtryk for behovet på det korte danske finansielle marked for korte statspapirer med et velfungerende marked. Det bekræftes også af efterspørgslen efter skatkammerbeviser og den samlede udestående mængde. Meget korte papirer må nødvendigvis sælges på én gang for at sikre en kontinuerlig rentedannelse, og det foregår meget effektivt ved auktion. De lidt varierende erfaringer fra de første tre auktioner tolkes som udviklingen i en læreproces, hvor såvel udbyder som efterspørgere skulle lære auktionsmetoden. Efterhånden som "spillereglerne" tegner sig mere klart for de implicerede parter, vil auktionerne fungere bedre.

Kapitel 6.

Lånebemyndigelseslovgivning

6.1. Lovgrundlaget for låntagningen

Kravet om lovgrundlag for optagelse af statslån fremgår af Grundlovens paragraf 43, som lyder: "Ingen skat kan pålægges, forandres eller ophæves uden ved lov, ej heller kan noget mandskab udskrives eller noget statslån optages uden ifølge lov".

Lånebemyndigelseslovgivningen har i mange år været adskilt for den indenlandske og den udenlandske låneoptagelse. Siden begyndelsen af 1980'erne har lånebemyndigelseslovgivningen været udformet som nettobemyndigelser¹⁾. De to typer låntagning skaber forpligtelser af forskellig art: den indenlandske låneoptagelse kan afvikles med danske kroner, som staten kan skaffe ved beskatning, medens udenlandsk låntagning skaber forpligtelser, som kun kan afvikles i udenlandsk valuta, som enten er skaffet ved indtægter i udenlandsk valuta (eksport) eller ved optagelse af nye udenlandske lån.

Statens indenlandske låntagning foregår ved salg af statspapirer til Danmarks Nationalbank, som videresælger dem på markedet. Statens udenlandske låntagning sker hovedsageligt ved udstedelse af obligationer i udenlandsk valuta, som sælges til den eller de bankvirksomheder, der forestår lånets etablering og obligationernes videresalg.

Lånebemyndigelserne er – som nævnt – nettobemyndigelser. De nedskrives, efterhånden som der optages nye statslån, og forøges med

¹⁾ Der var tidligere tale om bemyndigelser til hvert enkelt lån eller til en nærmere bestemt type lån. Lovgivningen var i mange tilfælde meget præcis, idet den fx angav størrelsen af lånet samt de betingelser, der kunne tilbydes långiverne.

I løbet af 1960'erne og 1970'erne blev det sædvanligt, at lånebemyndigelseslovene blev formuleret som bruttobemyndigelser til optagelse af henholdsvis udenlandske og indenlandske lån. For statsgældsbeviser, som har en løbetid på op til to år, blev det fundet praktisk at udforme lånebemyndigelserne som nettobemyndigelser, dvs. at afdrag uden ny bemyndigelse kunne refinansieres ved udstedelse af nye statsgældsbeviser.

Overgangen til bredere bemyndigelser må ses på baggrund af, at både salget af indenlandske statspapirer og låntagningen i udlandet sker på markedsvilkår og at de finansielle markeder var præget af øget effektivitet. Under sådanne forhold er det ikke relevant på forhånd at fastsætte betingelserne for statens lån. I begyndelsen af 1980'erne blev der både for den indenlandske og den udenlandske låntagning etableret nettobemyndigelser for hele låntagningen.

afdrag, begge dele opgjort med nominelle beløb. For den indenlandske gælds vedkommende indebærer det, at der til enhver tid er et maksimum for den udestående gæld. Afdrag på udenlandsk gæld omregnes til afdragstidspunktets valutakurs, når restbemyndigelsen skal opskrives (selv om denne valutakurs kan afvige fra optagelsestidspunktets), så der eksisterer ikke et bestemt maksimum i DKK for den udenlandske gæld.

Den indenlandske lånebemyndigelse blev udvidet med 50 mia.kr. i november 1990, hvorved den samlede låneramme kom op på 483.952 mill.kr., jf. iøvrigt lovforslaget med bemærkninger, der er genoptrykt som bilag til kapitel 1. Gælden var den 31. december 1990 406,5 mia.kr. og restbemyndigelsen udgjorde 78,3 mia.kr. Bunden opsparing betragtes ikke som låntagning, men medregnes som en del af statsgælden.

Den udenlandske lånebemyndigelse er senest udvidet i oktober 1987 med 30 mia kr. Den udenlandske statsgæld var den 31. december 1990 119,1 mia.kr. og restbemyndigelsen udgjorde 41,6 mia.kr.

6.2. Formålene med statens låntagning

I bemærkninger til lånelovforslagene er anført, at statens indenlandske låntagning har det primære formål at neutralisere den forøgelse af den private sektors likviditet, som direkte følger af et statsligt kasseunderskud, samt at virke som et led i pengepolitikken, bl.a. ved at medvirke til at holde et så højt renteniveau, at private kapitalbevægelser, herunder salget til udlandet af indenlandske kroneobligationer, har kunnet finansiere en eventuelt ønsket del af betalingsbalanceunderskuddet.

I det omfang de private kapitalbevægelser ikke kan finansiere betalingsbalanceunderskud og tilbagebetalinger på den udenlandske gæld, og samtidig sikre, at valutareserverne har en tilstrækkelig størrelse, må staten gennemføre en udenlandsk låntagning. Denne får således en vis residual karakter.

Udover ved den nævnte nettolåntagning kan staten skaffe sig likviditet ved at trække på Nationalbanken (eller placere overskudslikviditet i banken). I nogle år har disse bevægelser været af betydelig størrelse, men set over en årrække har statens nettostilling overfor banken ikke vist stor forskydning.

6.3. Valutarestriktionernes ophævelse

Den 1. oktober 1988 ophævedes de sidste valutarestriktioner. Dette var slutstenen på en afviklingsproces, der startede i 1960'erne, således at der gradvist er skabt en ny situation for statens låntagning, hvor betydnings-

af og mulighederne for at sondre mellem indenlandsk og udenlandsk låntagning er vigende, og denne udvikling vil accelerere i de kommende år på vejen mod ØMU, herunder bevægelsen mod uforanderlige valutakurser/én fælles valuta.

Danske obligationer mv. denomineret i kroner kan efter ophævelsen af valutarestriktionerne købes af valutaudlændinge, og sådanne køb virker valutarisk på samme måde som lån i udlandet i udenlandsk valuta, idet betalingen forøger valutareserven.

Når staten sælger obligationer mv. i udenlandsk valuta, forøges valutareserven. Når valutaindlændinge køber værdipapirer i udenlandsk valuta, herunder statspapirer i udenlandsk valuta, formindskes valutareserven. Virkningen på den indenlandske likviditet er den samme for valutaindlændinges køb af indenlandske statsobligationer mv. som for køb af papirer i udenlandsk valuta.

Hertil kommer lån optaget på euro-markedet i danske kroner. Disse lån er blevet regnet som udlandslån, idet den dominerende effekt skønnedes at være valutarisk. Der er også i 1985 optaget et lån i XEU i Danmark, noteret på Københavns Fondsbørs. Dette lån blev også regnet som et udlandslån, da det overvejende skønnedes aftaget af udenlandske investorer. Ved fremtidige lån i udenlandsk valuta, herunder XEU, med notering på Københavns Fondsbørs, må det – så længe der er adskilte lånebemyndigelser – vurderes, om lånet skal regnes som indenlandsk eller udenlandsk.

Det er åbenbart, at disse ændringer gør afgrænsningen mellem indenlandsk og udenlandsk låntagning uklar, således at det ikke klart fremstår, om en given låntagning skal afskrives mod den ene eller den anden lånebemyndigelsesramme.

6.4. Samspillet mellem inden- og udenlandsk låntagning

I en situation, hvor ikke-statslig, altså især privat, låntagning i udlandet er stor, behøver staten ikke at låne så meget i udlandet for at opretholde en tilstrækkelig valutabeholdning. Til gengæld vil de ikke-statslige udlandslån, som hjemtages og veksles til danske kroner forøge den indenlandske likviditet, hvilket isoleret set skaber behov for at sælge flere indenlandske statspapirer. Det modsatte gør sig gældende, når den ikke-statslige kapitalimport er lille eller endog negativ. Ophævelsen af valutarestriktionerne har kraftigt øget potentialet for sådanne forskydninger mellem indenlandsk og udenlandsk låntagning.

6.5. Fordele og ulemper ved fælles lånebemyndigelse

De nævnte vanskeligheder har gjort det naturligt at overveje, om tiden er løbet fra adskillelsen af lånebemyndigelserne i en indenlandsk og en udenlandsk bemyndigelse. Dette spørgsmål har været overvejet siden foråret 1989, bl.a. i forbindelse med lovforslag om ny indenlandsk lånebemyndigelse i efteråret 1990. I Rigsrevisionens beretning om statens låntagning og gæld, jf. kapitel 13, er dette spørgsmål også rejst.

Den hidtidige rapportering til Folketingets finansudvalg skelner mellem indenlandsk og udenlandsk låntagning. For den udenlandske låntagning gælder, at der – som tidligere nævnt – såvel ved låneoptagelse som ved afdrag og indfrielse må tages hensyn til kursen på den udenlandske valuta – i praksis Nationalbankens kurser på underskrivelsesdagen henholdsvis afregningskursen, dvs. den kurs, hvortil valuta til brug for indfrielsen er indkøbt. Ved en samling af lånebemyndigelserne i én lov må der fortsat for den udenlandske låntagnings vedkommende tages hensyn til valutakursværdien ved optagelse og indfrielse af gælden efter samme principper, som anvendes i dag.

Kapitel 7.

Låneomkostninger på den udenlandske gæld

7.1. Indledning

For låntagning i udenlandsk valuta er de faktiske låneomkostninger, som låntagningen giver anledning til, ikke kendt på forhånd, idet de afhænger af udviklingen i valutakurser, og for variabelt forrentede lån også udviklingen i renter. Det er således ikke tilstrækkeligt at tage hensyn til de på forhånd kendte rentebetalinger, omkostninger og eventuelt underkurs ved et udlandslåns etablering. Virkningerne af forskydninger i valutakurserne, i perioden fra låneoptagelsen til betaling i form af renter og afdrag finder sted, må yderligere inddrages i vurderingen.¹⁾ Visse lavtforrentede valutaer, der umiddelbart kan virke attraktive, er knap så fordelagtige, når risikoen for en valutakursstigning tages i betragtning.

I perioder, hvor en valuta stiger i forhold til den danske krone, udmønter dette sig i valutakurstab for lån optaget i den pågældende valuta, idet det bliver dyrere – målt i danske kroner – at indfri forpligtelserne. Modsat betyder et kursfald for lånevalutaen, at låneomkostningerne reduceres, hvorved låntager realiserer en valutakursgevinst. Evalueres effekterne på den samlede gældsportefølje over en periode på fx 1 år, medfører valutakursforskydningerne realiserede kursgevinster/tab på afdrag og rentebetalinger og urealiserede kursgevinster/tab på restgælden.

I lighed med sidste års udgave af "Statens låntagning og gæld" er der i år foretaget en opgørelse af låneomkostningerne på statens udenlandske gæld, denne gang for 1989. Ud over renteomkostninger og valutakurseffekter inddrages tillige en sammenligning af årets samlede låneomkostninger med låneomkostningerne i en såkaldt referenceportefølje. Sammenligningsgrundlaget i referenceporteføljen er låntagning ude-

¹⁾ Virkningerne af forskydninger i valutakurserne er naturligvis ikke kendte på tidspunktet for lånets indgåelse, hvorfor der må anvendes skøn over den forventede valutakursudvikling.

lukkende i XEU. Der er i beregningerne set bort fra børskurseffekter og emissionskurstab.¹⁾

I afsnit 7.2. redegøres der for den anvendte metode, mens virkninger af forskydningerne i valutakurserne i 1989 gennemgås i afsnit 7.3. I afsnit 7.4. redegøres der for låneomkostningerne i det hypotetiske tilfælde, hvor gælden alene er i XEU. Endelig gøres der i afsnit 7.5. nogle afsluttende bemærkninger.

7.2. Den anvendte metode

Forskellige metoder til beregning af låneomkostningerne på en gældsportefølje er beskrevet i "Statens låntagning og gæld" 1989. Det er valgt at anvende den såkaldte money-weighted rate of return (MWR – et "pengevægtet afkast"). Metoden indebærer, at hver betaling vægtes i forhold til den tid, den har været relateret til porteføljen. MWR anses for et hensigtsmæssigt mål for de samlede låneomkostninger relativt til den kapital, der gennemsnitligt har været lånt i perioden.

Ved en beregning af de samlede låneomkostninger relativt til den kapital, der gennemsnitligt har været lånt i perioden, skal der findes et udtryk for den gennemsnitlige lånte kapital i 1989 (nævneren i formelen i box 7.2.1.) og der skal findes et udtryk for de samlede låneomkostninger

Box 7.2.1.

Definition af MWR

$$MWR = \frac{V_1 + C_t - V_0}{V_0 - \frac{365-t}{365} C_t}$$

hvor

V_0 = porteføljens værdi på tidspunkt 0

V_1 = porteføljens værdi på tidspunkt 1

C_t = en udbetaling fra porteføljen på tidspunkt t.

¹⁾ Emissionskurstab på commercial paper (CP)-programmerne udgjorde i 1989 361,4 mill.kr., på andre lån 104,7 mill.kr. CP er ikke kuponbærende, men udstedes til en underkurs, svarende til renten for den pågældende periode, modregnet i kursen. Der er i beregningerne over de samlede låneomkostninger set bort fra CP-programmerne.

i 1989 (tælleren i formlen i box 7.2.1.). Principielt bør der i opgørelsen anvendes daglige data. I beregningerne er der dog af praktiske årsager anvendt månedsdata, jf. nedenfor.

Den gennemsnitligt lånte kapital over året er bestemt ved først for hver valuta månedligt at opgøre restgæld incl. bevægelser som følge af afdrag, førtidige indfrielse, nyoptagne lån og swaptransaktioner. De fremkomne månedstal for restgælden adderes over året og divideres med 12, hvorved der fås et udtryk for den gennemsnitligt lånte kapital over året.

De samlede låneomkostninger opgøres ved summen af årets periodiserede rentebetalinger og årets valutakursgevinster/tab, opdelt på henholdsvis realiserede og urealiserede kursgevinster/tab. Der foretages en periodisering af rentebetalingerne, idet ikke nødvendigvis det fulde beløb af alle forfaldne rentebetalinger i 1989 vedrører kalenderåret 1989. Er der fx tale om et fast forrentet lån med termin ultimo januar og helårlig rentebetaling, henføres kun omkostningerne for 1 måned til 1989, mens omkostningerne for de resterende 11 måneder henføres til 1988.¹⁾

Periodisering af rentebetalingerne sker ved, at faste rentebetalinger fordeles ud på de foregående 12 måneder, mens variable rentebetalinger fordeles på de foregående 6 måneder, idet statens fast forrentede lån normalt har helårlig rentebetaling, mens de variabelt forrentede lån normalt har halvårlig rentebetaling. Til opgørelse af de periodiserede renteudgifter for 1989 kræves kendskab ikke alene til samtlige rentebetalinger i 1989, men også i 1990 samt til de valutakurser, hvortil rentebetalingerne er afregnet. Det er derfor først muligt at beregne realiserede låneomkostninger for 1990 ultimo 1991, når den sidste rentebetaling, der vedrører 1990, er betalt.

Realiserede kurstab/gevinster er bestemt ved for hver valuta hver måned at sammenholde de samlede betalinger opgjort til månedens gennemsnitskurser²⁾ med de samlede betalinger opgjort til forrige års ultimokurser (30. december 1988-kurser). Adderes kurstab/gevinster over året, fås et udtryk for de samlede realiserede kurstab/gevinster i 1989.

Mens realiserede kurstab/gevinster over året fremkommer som følge af bevægelserne i de pågældende valutaer i perioden ultimo 1988 og til betalingerne rent faktisk finder sted, fremkommer urealiserede kurstab/gevinster ved, at den restgæld, der er holdt over året, opgjort til årets ultimokurser, er forskellig fra restgælden, opgjort til forrige års ultimokurser. På lån optaget i året samt omlægninger ind i en valuta i

¹⁾ I statsregnskabet registreres rentebetalinger pr. betalingsdato, hvorfor renteudgifter et år er summen af samtlige rentebetalinger det pågældende år.

²⁾ Betalingerne antages i gennemsnit at fordele sig jævnt over måneden, hvorfor alle betalinger er opgjort til månedens gennemsnitskurser.

forbindelse med swaptransaktioner er de urealiserede valutakursgevinster/-tab opgjort ved forskellen mellem lånet (henholdsvis omlægningen) opgjort til gennemsnitskursen den måned, lånet er optaget (henholdsvis omlægningen sket), og lånet (henholdsvis omlægningen) opgjort til årets ultimokurser.

7.3. Låneomkostninger i 1989

De samlede periodiserede rentebetalinger udgjorde i 1989 6,54 pct. af den gennemsnitligt lånte kapital. Valutakursforskydninger medførte et realiseret kurstab på afdrag og rentebetalinger på 0,40 pct. og en urealiseret kursgevinst på 2,89 pct. Når de periodiserede rentebetalinger tillægges det realiserede kurstab og fratrækkes den urealiserede kursgevinst, fås samlede låneomkostninger på 4,04 pct.¹⁾

Renterne afhænger blandt andet af, hvornår de forskellige lån er optaget. De betalte renter svarer således ikke til årets renteniveau i de enkelte valutaer.

Det realiserede kurstab kan primært tilskrives kurstab på USD-betalinger i årets løb på i alt 778 mill.kr. Specielt resulterede store USD-betalinger i september, hvor USD-kursen var meget høj i forhold til både ultimo 1988- og ultimo 1989-kursen, i et væsentligt realiseret kurstab. En pæn kursgevinst på JPY-betalinger i slutningen af året mindskede det samlede realiserede kurstab, der derefter udgjorde 460 mill.kr.

For så vidt angår rentebetalingerne, er udsvingene af mindre størrelsesorden, når låneomkostningerne i 1989 sammenholdes med låneomkostningerne i 1988.²⁾ For låntagning i valutaer, der indgår i EMS-samarbejdet, påvirker valutakursfluktuationer kun i mindre omfang de samlede låneomkostninger. For låntagning i øvrige valutaer bidrog

¹⁾ På grund af meget store valutakursfluktuationer i december 1987 er der i "Statens låntagning og gæld" 1989 gennemgået to beregningsversioner. I den første version er udgangspunktet 31. december 1987-kurser, mens udgangspunktet i den anden er gennemsnitlige december 1987-kurser. I dette års beregninger er alene versionen med udgangspunkt 30. december 1988 vist, idet begge versioner resulterer i samlede låneomkostninger på 4,04 pct. For enkeltvalutaer er der dog konstateret mindre forskelle i de to sæt af beregninger.

²⁾ Den teoretisk mest korrekte metode ved sammenligning af låneomkostninger på forskellige porteføljer eller over tid, er den såkaldte time-weighted rate of return (TWR - et tidsvægtet afkast), idet TWR tager højde for volumenforskydninger. MWR er imidlertid praktisk mere håndterbar, og da ydermere volumenforskydninger af statsgælden kun er af mindre størrelsesorden, er det som tidligere nævnt valgt at anvende MWR i beregningerne af de samlede låneomkostninger.

valutakursfluktuationer derimod i væsentligt omfang – både positivt og negativt – til årets samlede omkostninger. Meget store udsving i låneomkostningerne fra 1988 til 1989 kan således konstateres for valutaerne USD, JPY og GBP samt for CAD, SEK og NOK, hvor de 3 sidstnævnte valutaer dog kun udgør ubetydelige andele af den samlede portefølje. Også låntagning i CHIF er behæftet med usikkerhed – i både 1988 og 1989 er der konstateret valutakursgevinster, der har bidraget til en reduktion af låneomkostningerne.

Låntagning i DKK virker umiddelbart meget attraktiv. De lave låneomkostninger skyldes primært den anvendte metode, hvor alene periodiserede rentebetalinger og ikke fordelte emissionskursstab med–

Tabel 7.3.1.

Låneomkostninger 1988 og 1989 fordelt på valuta

	Andel af porteføljen		Renter		Realiserede kursstab		Urealiserede kursstab		Samlede omkostninger	
	1988	1989	1988	1989	1988	1989	1988	1989	1988	1989
	Pct. -----									
BEF .	1,1	1,1	7,46	7,57	-0,04	0,06	0,06	0,33	7,48	7,96
CAD	0,1	0,1	10,96	10,85	1,01	0,60	21,11	1,33	33,08	12,78
CHF .	17,7	15,9	4,63	4,60	-0,45	-0,34	-1,89	-5,33	2,28	-1,07
DEM	21,6	24,4	5,72	5,75	-0,09	0,11	0,18	0,49	5,88	6,32
DKK	0,9	1,6	4,38	4,38	-0,00	0,00	0,00	0,00	4,38	4,38
FRF .	2,4	3,3	7,09	6,87	-0,05	0,06	-0,64	0,18	6,40	7,09
GBP .	2,2	1,6	12,29	12,39	2,78	-0,67	6,11	-11,24	21,19	0,47
JPY .	9,8	10,2	6,92	6,13	0,43	-2,53	9,07	-13,04	16,42	-9,45
LUF .	0,5	0,5	10,45	10,17	-0,06	0,09	0,16	0,32	10,55	10,57
NLG .	3,5	3,2	8,89	9,00	-0,11	0,18	-0,19	0,55	8,59	9,73
NOK	0,2	0,2	9,43	9,48	0,35	0,24	6,41	-3,40	16,19	6,32
SEK .	0,1	0,1	6,57	6,40	1,98	1,31	4,82	-3,16	13,38	4,55
USD .	25,0	24,5	6,39	6,77	6,63	2,69	8,61	-2,02	21,63	7,44
XEU .	12,0	13,5	7,52	8,17	0,00	-0,06	0,41	-1,84	7,95	6,26
I alt .	100,0	100,0	6,46	6,54	1,99	0,40	3,39	-2,89	11,84	4,04

regnes. Med 3 nul-kupon-lån¹⁾, der udgør ca. 46 pct. af den samlede DKK-gæld, fås således meget lave låneomkostninger. Ydermere har staten 3 uamortisable lån, udstedt i henholdsvis 1894, 1901 og 1904, med kuponer på 3 pct. p.a. og 3,5 pct. p.a., der kan trækkes i flere valutaer, men tæller med under DKK-gælden (137,3 mill.kr.).

7.4 Sammenligning med en XEU-portefølje

For at kunne foretage en vurdering af, hvorvidt de samlede låneomkostninger er tilfredsstillende, er der behov for et sammenligningsgrundlag. Man kan videre vælge at se på det enkelte år, eller man kan se på en årrække.

Mulige sammenligningsgrundlag er referenceporteføljer, hvor enten *valutaandelene* i gældsporteføljen eller *valutakurserne* holdes konstante over året – eller ganske enkelt, hvor gældsporteføljen holdes i én valuta, fx DKK eller XEU.

DKK-referenceporteføljen er ikke relevant som sammenligningsgrundlag for den udenlandske statsgæld, idet underskud på betalingsbalancen skal finansieres i udenlandsk valuta. En ren XEU-referenceportefølje må betragtes som et mere hensigtsmæssigt sammenligningsgrundlag, idet låntagning i XEU er en enkel metode til låntagning i samtlige de valutaer, der indgår i XEU.

Sammenligning af låneomkostningerne for den faktiske låneportefølje med beregnede låneomkostninger for en referenceportefølje giver imidlertid ikke det fulde billede. Sandsynligvis var risikoen for, at låneomkostningerne var blevet højere ikke ens i begge tilfælde, hvorfor lave låneomkostninger ikke nødvendigvis viser den bedste politik. I de følgende beregninger er en XEU-portefølje valgt som sammenligningsgrundlag.

Det er antaget, at bruttolåntagningen i hvert af årene 1984 og frem er foretaget i XEU, 5 års stående lån. 75 pct. er lån til fast rente, mens de resterende 25 pct. er forudsat lånt til variabel rente. Det er endvidere antaget, at bruttolåntagningen hvert af årene er fordelt jævnt over året, med lige store beløb hver måned.

Renteudgifterne i forhold til den gennemsnitligt lånte kapital ville i så fald i 1989 have udgjort 8,54 pct. Urealiserede kursgevinster ville på denne portefølje have udgjort 1,49 pct., mens der ville have været

¹⁾ Herudover har staten et 100 mill. CHF 0-kupon-lån og et 100 mill. DEM 0-kupon-lån. Disse lån udgør kun ubetydelige andele af gælden i de pågældende valutaer, og låneomkostningerne påvirkes derfor ikke mærkbart heraf.

realiserede kurstab på afdrag og rentebetalinger på 0,29 pct. De samlede låneomkostninger i tilfældet, hvor al bruttolåntagning var foretaget i XEU, ville således have udgjort 7,34 pct., hvilket er 3,30 pct. dyrere end låneomkostningerne på den faktisk holdte portefølje. De højere låneomkostninger må imidlertid sammenholdes med den yderst beskedne valutakursrisiko, der er forbundet med XEU-låntagning.¹⁾

7.5. Afsluttende bemærkninger

Forskydningerne i valutakurserne fra ultimo 1988 til ultimo 1989 bevirkede samlet en reduktion af låneomkostningerne på den udenlandske statsgæld. Mens valutakursfluktuationer kun i mindre omfang påvirkede låneomkostningerne for EMS-valutaer, havde de væsentlig effekt på låneomkostningerne for ikke-EMS-valutaer. Låntagning i ikke-EMS-valutaer er således behæftet med stor usikkerhed. Hvor valutakursforskydningerne ét år kan bidrage positivt til de samlede låneomkostninger, kan de det efterfølgende år lige så vel bidrage negativt. Dette er et forhold, som er af afgørende betydning i sammen sætningen af gældsporteføljen. Gennem de senere år er gælden derfor i større grad omlagt til valutaer, der indgår i EMS-samarbejdet.

¹⁾ Det skal bemærkes, at markedet for låntagning i XEU ikke har haft en størrelse, der muliggjorde, at det statslige lånebehov kunne dækkes alene herved. Dette gælder for både det primære marked og markedet for swaps.

Kapitel 8.

Styring af bruttogæld eller nettogæld?

8.1. Indledning

Når finansieringen af statens gæld skal tilrettelægges, inddrages forskellige aspekter. Først og fremmest forsøges det at minimere renteudgifterne. Denne minimering sker under behørig hensyntagen til usikkerhed. I forbindelse med finansiering af den indenlandske statsgæld er der først og fremmest usikkerhed om den fremtidige renteutvikling, ligesom der er usikkerhed om muligheden for på fremtidige tidspunkter at refinansiere til rimelige vilkår. Usikkerheden forsøges begrænset ved en passende fordeling af gælden på løbetider og fordeling på obligationer med fast og variabel rente.

Der er også andre hensyn at varetage ved salget af statspapirer, som ikke direkte er afledt af ønsket om lave finansieringsomkostninger. Først og fremmest er salget af statspapirer en vigtig del af det pengepolitiske instrumentarium. Herudover kan nævnes hensynet til et velfungerende obligationsmarked i Danmark.

Tilrettelæggelsen af finansieringen af den indenlandske statsgæld har traditionelt fokuseret på statens finansielle bruttogæld. Staten har imidlertid også finansielle aktiver.

Der vil i dette kapitel blive lagt op til en diskussion af, hvorvidt der kunne opnås en mere hensigtsmæssig gældsstyring ved at betragte statens passiver og aktiver under et. Specielt vil der blive set nærmere på sammensætningen af statens indenlandske gæld netto for en stor statslig finansiell aktivportefølje, nemlig den der hører under Den Sociale Pensionsfond. Det kan tilføjes, at Rigsrevisionen i en beretning om statens låntagning og gæld fra januar 1991 fremkom med en anbefaling om styring af nettogælden, jf. kapitel 13.

Dette kapitel indeholder ikke en håndfast konklusion om styring efter bruttogæld eller nettogæld. I stedet forsøges det at belyse statens brutto- og nettoposition ved en række nøgletal og grafiske illustrationer.

Når der i kapitlet refereres til bruttogæld eller aktiver, er der udelukkende tale om fast forrentede obligationer, medmindre andet er nævnt.

Afsnit 8.2. beskriver udviklingen i den finansielle bruttogæld, og det diskuteres, hvilke statslige finansielle aktiver det kunne være relevant at inddrage i en nettobetragtning. Formueopbygningen i Den Sociale Pensionsfond er beskrevet i afsnit 8.3. I afsnit 8.4. diskuteres begreberne varighed og konveksitet, og disse størrelser anvendes i afsnit 8.5. for statens bruttogæld og -aktiver samt for nettogælden. Det vil endvidere blive forsøgt grafisk at illustrere statens nettoposition ved forskellige renteniveauer. I afsnit 8.6. diskuteres resultaterne og muligheden for styring af nettogæld i stedet for separat styring af bruttopositioner ud fra lovgrundlaget for de forskellige statslige institutioner.

8.2. Gældsbegrebet

Den størrelse, der sædvanligvis henføres til som *statsgælden*, er statens finansielle bruttogæld til nominel værdi. Der er tale om statens udestående indenlandske obligationer og gældsbeviser, samlede ikke-tilbagebetalte lån optaget af staten i udlandet og statens pengemæssige nettoposition i forhold til Nationalbanken. Det er en opgørelse af statens samlede fremtidige afdragsforpligtelser, når gælden holdes til udløb, hvilket tillige udgør det grundlag, hvoraf der fremover skal betales renter.

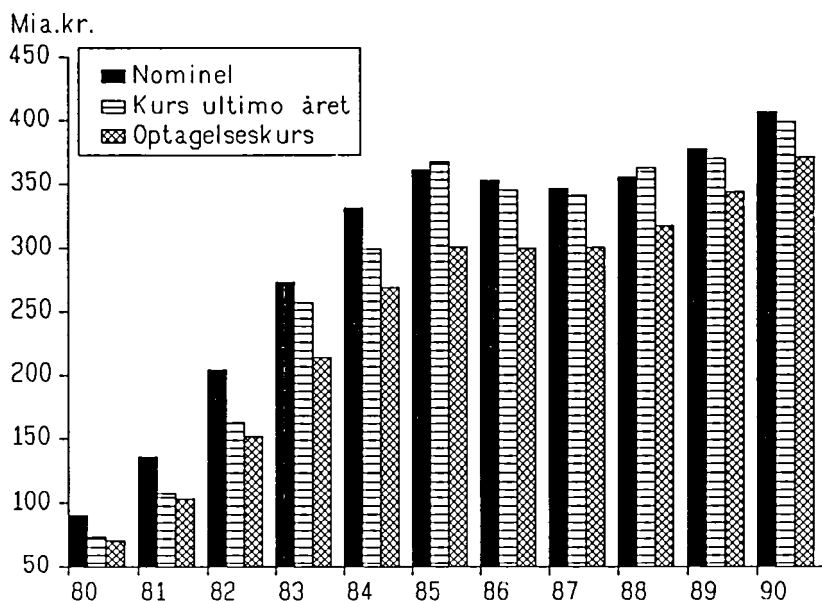
Opgørelsen af statsgælden er derimod ikke nødvendigvis et udtryk for, hvor stort et provenu der over tiden er fremskaffet ved låntagning. Et udtryk herfor fremkommer ved at opgøre gælden til de kurser, der gjaldt på tidspunktet for låntagningen. Der er i Økonomiministeriets publikation "Økonomisk oversigt" oktober 1990, kapitel III, nærmere redegjort for denne størrelse.

En tredje synsvinkel at opgøre statens bruttogæld ud fra er at beregne, hvor meget det vil koste staten at indfri hele gælden på et givet tidspunkt ved at opkøbe de udestående obligationer. Der er her tale om gælden opgjort til dagskursen, forudsat at det er muligt at købe hele gælden til den noterede kurs, altså uden at kursen ændres. Dette svarer til regnskabspraksis i fx pengeinstitutter. Et pengeinstitut, der køber en obligation på 1000 kr. nominelt til kurs 60, skal betale 600 kr. for obligationen. Obligationen vil ikke indgå i pengeinstitutets formue med 1000 kr., men derimod til dagskursen, hvorimod statens gæld (som jo opgøres til nominel værdi) forøges med 1000 kr. ved salg af den tilsvarende obligation.

I figur 8.2.1. er de tre gældsbegreber optegnet i perioden 1980 til 1989 for den indenlandske obligationsgæld.

Figur 8.2.1.

Statens indenlandske obligationsgæld opgjort til nominel værdi, til kurser ultimo året og til optagelseskurser



Forskellen mellem gælden til nominel værdi og gælden til optagelseskurser skyldes den sammenhæng, der er mellem markedsrenten på den ene side og en obligations pålydende rente og kurs. Fastsættes den pålydende rente under markedsrenten, vil obligationen blive solgt til en kurs under 100, og gælden opgjort til optagelseskurs er mindre end den nominelle værdi af gælden. Staten udsteder i dag kun obligationer, der opfylder mindsterenten i følge kursgevinstloven, hvilket begrænser forskellen mellem optagelseskurs og nominel værdi. Herved vil gælden til optagelseskurs efterhånden nærme sig gælden til nominel værdi.

Statens indenlandske gæld opgjort til kurser ultimo året steg kraftigt fra ultimo 1982 til ultimo 1983. Årsagen hertil var det meget markante rentefald fra omkring 20 pct. i 1982 til omkring 12 pct. i løbet af 1983. Herved skiftede gælden opgjort til kursværdi fra overvejende at følge gælden opgjort til optagelseskurs til at følge gælden til nominel værdi. Eller udtrykt på en anden måde, kom den pålydende rente på de udestående obligationer i højere grad til at svare til markedsrenten.

Tilrettelæggelsen af finansieringen af gælden har hidtil overvejende været koncentreret om sammensætningen af bruttogælden til nominel værdi. Det er imidlertid også relevant at tage hensyn til udviklingen i

nettogælden, dvs. bruttogælden netto for statens finansielle aktiver, således at statens samlede finansielle position belyses. Formålet hermed er at tilrettelægge sammensætningen af aktiver og passiver ud fra ensartede forventninger og målsætning og således forsøge at undgå indbyrdes modstrid. Herved kan det forsøges at minimere omkostningerne af statens samlede position under hensyntagen til usikkerhed.

Der er flere statslige enheder, der ejer finansielle aktiver, og som det kunne være relevant at inddrage i en nettobetragtning af gælden. Som eksempel kan nævnes Den Sociale Pensionsfond, Danmarks Erhvervsfond, og Kongeriget Danmarks Hypotekbank. Der vil i dette kapitel blive fokuseret på den største statslige finansielle formue, Den Sociale Pensionsfond. Det er valgt at fokusere på Den Sociale Pensionsfond, fordi den for det første har en betydelig størrelse. Dernæst er den samlede kapital i fonden til en nominel værdi på ca. 120 mia.kr. placeret i obligationer, og Finansministeriet medvirker ved fondens porteføljepleje. Endelig vil inddragelse af i første omgang kun én aktivportefølje lette overskueligheden af resultaterne i kapitlet.

8.3. Den Sociale Pensionsfond

Den Sociale Pensionsfond blev oprettet ved lov nr. 270 af 4. juni 1970. Loven skulle tilvejebringe de økonomiske forudsætninger for ydelse af en tillægspension fra og med 1976 til alle, der oppebar en social pension. Begyndelsestidspunktet for overførsler fra fonden blev ved lov nr. 169 af 26. juni 1975 udskudt i 3 år til 1979.

Fondens kapital er tilvejebragt ved indtægter fra et særligt folkepensionsbidrag, der blev indbetalt sammen med kildeskatten, samt ved fondens egne indtægter i form af renter og kursgevinster fra beholdningen af obligationer. Ved lov nr. 521 af 28. oktober 1981 blev indbetalingerne af det særlige folkepensionsbidrag til Den Sociale Pensionsfond standset med virkning fra 1. januar 1982.

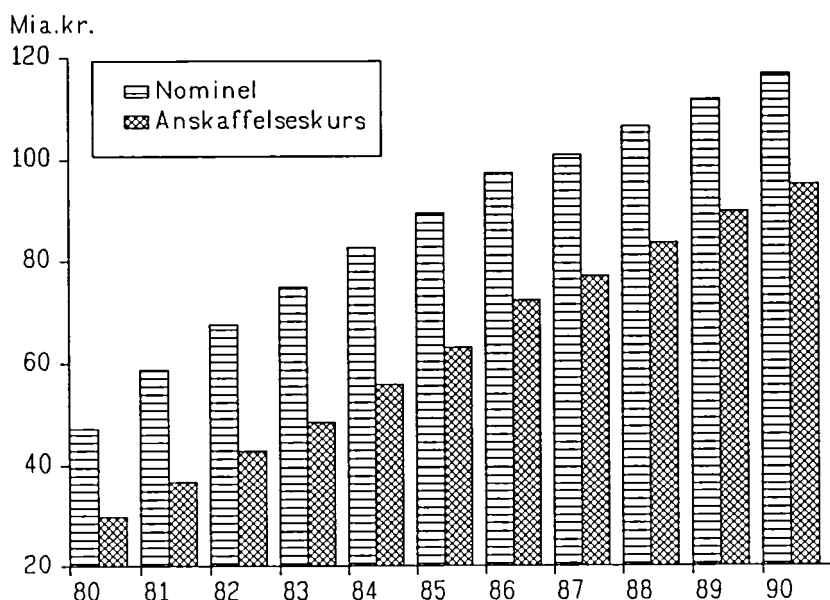
Fonden videreføres nu med de midler, der er tilført den pr. 1. januar 1982 samt afkastet af obligationsbeholdningen, bortset fra overførsler fra fonden.

Overførsler fra fonden er i øjeblikket fastsat til en del af formuen, nemlig 1,5 procent. Pensionsforbedringer ud over de nævnte er i stedet finansieret over statens almindelige driftsbudget.

Den Sociale Pensionsfond tilhører staten, og den henhører under socialministerens ressort, og fonden bestyres af socialministeren og finansministeren. Til varetagelse af de løbende opgaver i forbindelse med fondens administration er der nedsat et udvalg med repræsentanter fra Socialministeriet, Finansministeriet og Nationalbanken. Fondens midler

Figur 8.3.1.

Udvikling i Den Sociale Pensionsfonds formue til nominel værdi og anskaffelseskurs



skal anbringes i obligationer efter udvalgets nærmere bestemmelse, og Nationalbanken formidler som fondens agent indkøbet og varetager forvaltningen af beholdningen.

Udviklingen i Den Sociale Pensionsfonds formue er gengivet i figur 8.3.1.

8.4. Varighed og konveksitet af en portefølje

Varigheden af en fast forrentet obligation fortolkes traditionelt ud fra tre synsvinkler. For det første er varigheden en sammenvejet sum af tidsrummene til obligationens rente- og afdragsbetalinger, hvor vægtene er nutidsværdierne af de enkelte betalinger i forhold til obligationens samlede nutidsværdi.

Dernæst er varigheden af en obligation det tidspunkt i obligationens restløbetid, hvor kapitalværdien af obligationen ikke ændres, uanset om

der sker små ændringer i renteniveauet umiddelbart efter tidspunkt 0¹⁾. Kapitalværdien af en obligation på et givet tidspunkt er værdien af obligationen på dette tidspunkt (kursen) plus værdien af de geninvesterede forfaldne ydelser fra tidspunkt 0 til dette tidspunkt (inkl. renterne af de geninvesterede forfaldne ydelser etc.). Varigheden af en obligation er ud fra denne betragtning interessant for en investor, der på et givet fremtidigt tidspunkt h (investorens horisont) skal bruge et bestemt beløb. Denne investor siges at være immuniseret over for små ændringer i renteniveauet ved på tidspunkt 0 at investere i en obligation med en varighed på h år.

Varigheden kan endelig anskues som følsomheden af obligationens nutidsværdi over for ændringer i renten. Dette svarer til, hvad der i økonomi-jargon benævnes en elasticitet. Varigheden angiver, ud fra denne betragtning, den ændring i obligationens nutidsværdi, der følger af en ændring i renten. Varigheden som udtryk for nutidsværdiens rentefølsomhed er defineret matematisk i box 8.4.1.

I figur 8.4.1. er vist sammenhængen mellem nutidsværdi og renteniveau for en obligation på 100 kr. nominelt med en restløbetid på 20 år, hvorefter obligationen indfries til pari. Obligationen har en pålydende rente på 10 pct. p.a.

Ved en effektiv rente på 10 pct. er nutidsværdien 100, mens den er mindre end 100 ved en højere rente end 10 pct. og større end 100 ved en lavere rente.

Den ændring i nutidsværdien, som følger af en ændring i renten, kan betegnes den absolutte nutidsværdi/rentefølsomhed, og denne er givet ved hældningen af kurven i figur 8.4.1.

Box 8.4.1.

Definition af varighed

Lad K være nutidsværdien af en obligation og r den effektive rente, så er varigheden defineret som:

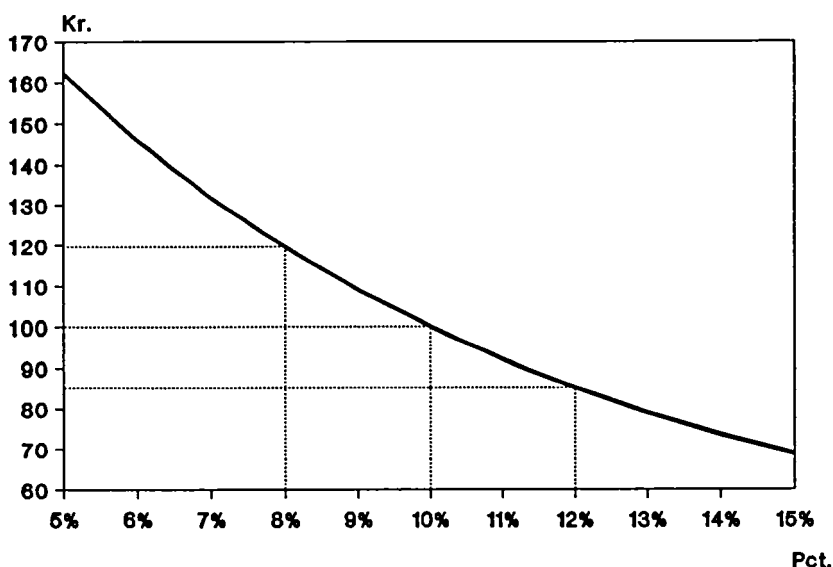
$$V = - \frac{dK}{dr} \frac{(1+r)}{K}$$

Dvs. elasticiteten af K med hensyn til $(1+r)$, idet $d(1+r)=dr$.

¹⁾ Denne synsvinkel på varigheden svarer til den anvendte i "Statens låntagning og gæld" 1989 (SLOG89), kapitel 9.

Figur 8.4.1.

Nutidsværdi af en 20 års stående obligation med kupon på 10 pct. og en nominel værdi på 100 kr. ved forskellige renteniveauer



Varigheden er ud fra rentefølsomhedsbetragtningen et udtryk for den relative hældning af nutidsværdi/rente-kurven i et bestemt punkt (en bestemt diskonteringsrente), dvs. den absolutte nutidsværdi/rentefølsomhed relativt til nutidsværdi-renteforholdet i punktet.

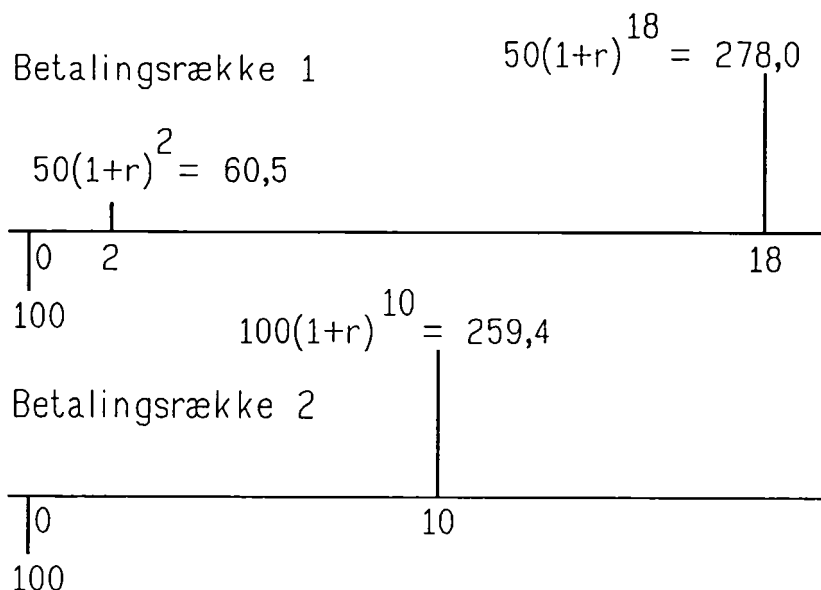
Ved en effektiv rente på 10 pct. kan varigheden af obligationen beregnes til 9,4 år, og obligationens nutidsværdi ændres således med 9,4 pct. ved en ændring i $(1+\text{renten})$ på 1 pct. omkring den effektive rente på 10 pct. Varigheden ved en rente på 11 pct. er 9,0 år og 9,8 år ved en effektiv rente på 9 pct. Det svarer til, at hældningen på kurven er stejlere ved en rente under 10 pct. og fladere ved en rente over 10 pct., hvilket betegnes, at nutidsværdien af obligationens betalinger er konveks.

Konveksitet af en obligations betalinger kan illustreres ved et eksempel med de to betalingsrækker i figur 8.4.2.

De to betalingsrækker har ved en effektiv rente på 10 pct. den samme varighed på 10 år. En investor med en horisont på 10 år vil således være immuniseret overfor små ændringer i renten, hvad enten der vælges investering i betalingsrække 1 eller betalingsrække 2.

Figur 8.4.2.

To betalingsrækker med varighed på 10 år



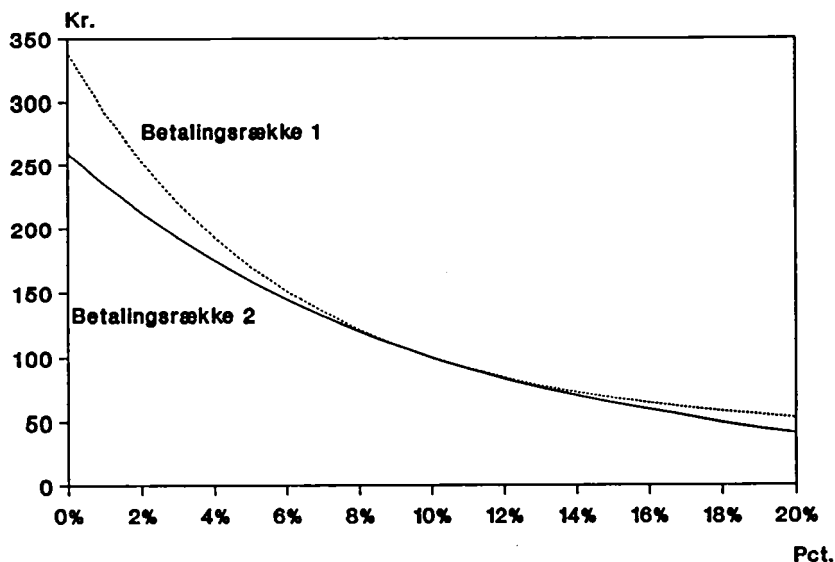
Det kan også tolkes således, at følsomheden af nutidsværdien overfor små ændringer i renten omkring et renteniveau på 10 pct. er ens for de to betalingsrækker. Nutidsværdien vil ændres med ca. 10 enheder ved en ændring i $(1+\text{renten})$ på 1 pct.

Indtegnes de to betalingsrækkers nutidsværdi ved forskellige renteniveauer, ses det af figur 8.4.3., at de to resulterende kurver tangerer ved en rente på 10 pct., hvilket netop svarer til, at betalingsrækkerne har samme varighed ved denne rente. Den relative hældning er ens i dette punkt.

Det ses endvidere, at nutidsværdien af betalingsrække 1 er større end nutidsværdien af betalingsrække 2 ved alle renteniveauer bortset fra punktet ved 10 pct. rente. Betalingsrække 1 siges at være mere konveks end betalingsrække 2. Konveksitet er defineret i box 8.4.2.

Figur 8.4.3.

Nutidsværdi ved forskellige renteniveauer af to betalingsrækker med samme varighed ved 10 pct. rente



Box 8.4.2.

Definition af konveksitet

Konveksitet af en betalingsrække er givet ved:

$$C = \frac{d^2K}{dr^2} \frac{(1+r)^2}{K}$$

Konveksitet af en betalingsrække følger af funktionsudtrykket for beregning af nutidsværdi, hvor renten er i nævneren. Herved er nutidsværdien faldende med aftagende hældning ved voksende rente.

Konveksiteten af en betalingsrække vokser med kvadratet på varigheden af betalingsrækken, og er desuden større des mere spredte betalinger.

Mens varigheden af betalingsrækkerne angiver den relative hældning af kurverne ved en bestemt rente, udtrykker konveksiteten krumningen af nutidsværdi/rente-sammenhængen af betalingsrækkerne. Konveksiteten af betalingsrække 1 er 174, mens den er 110 af betalingsrække 2 ved en effektiv rente på 10 pct.

Det betyder, at uanset om renten stiger eller falder, vil nutidsværdien af betalingsrække 1 være større end nutidsværdien af betalingsrække 2, samtidig med at en investor med en horisont på 10 år er immuniseret over for små ændringer i renten omkring en effektiv rente på 10 pct., hvad enten der investeres i betalingsrække 1 eller 2.

Det skal understreges, at ovenstående kun er gældende for parallelle skift i rentestrukturen, og at der herudover ved denne beregning er antaget en flad rentestruktur (samme rente for alle løbetider).

Hvis det som ovenfor antages, at rentestrukturen kun skifter parallelt (hvilket er meget usandsynligt) og derudover, at skiftene sker hyppigt ved såvel rentestigninger som rentefald (volatil rente), er det en god ide at købe en betalingsrække, der er meget konveks. Kursgevinsten ved rentefald er nemlig større end kurstabet ved en tilsvarende rentestigning, hvilket kan aflæses af figur 8.4.1.

Konveksitetsbegrebet kan også anvendes for en agent med såvel aktiver som passiver, hvilket gøres for statens bruttogæld og aktiverne i Den Sociale Pensionsfond i næste afsnit. Antag at betalingsrække 1 i figur 8.4.3. er aktiver og betalingsrække 2 er passiver. For aktiver og passiver med samme varighed, vil agenten få gevinst, hvad enten renten stiger eller falder, ved at placere aktiverne i en betalingsrække, der er mere konveks end betalingsrækken for passiverne fortsat under (den usandsynlige) antagelse om udelukkende parallelle skift i rentestrukturen.

8.5. Varighed og konveksitet af statens nettogæld

I figur 8.5.1. er de fremtidige betalinger på statens fast forrentede indenlandske bruttogæld og for aktiverne i Den Sociale Pensionsfond frem til år 2005 gengivet.

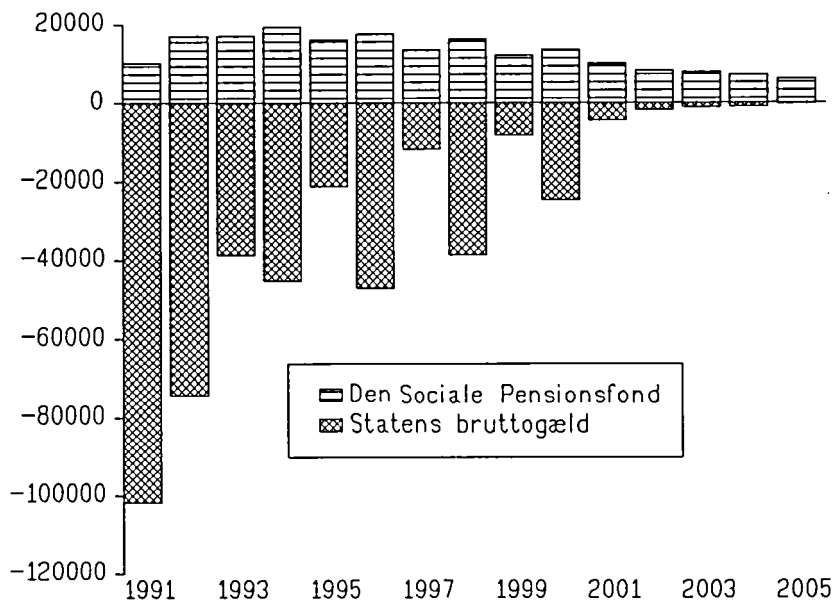
For aktiverne i Den Sociale Pensionsfond er det ikke sikkert, at alle betalinger falder på de tidspunkter, der er vist i figuren. En stor del af obligationsbeholdningen i Den Sociale Pensionsfond er realkreditobligationer, som er konverterbare, dvs. kan førtidigt indfries efter ønske fra låntager til kurs 100. Falder den effektive rente på en obligation til under den pålydende rente, er kursen over 100, og er obligationen konverterbar, kan den med fordel for låntager indfries til kurs 100. (Konvertering koster et administrativt gebyr, og der er skattemæssige forhold omkring kontantlån, hvilket betyder, at der i praksis ikke sker konvertering præcis

ved kurs 100). Der vil herved være én betaling på obligationen på kon-
 verteringstidspunktet svarende til kurs 100, mens de fremtidige betalinger
 efter konverteringstidspunktet borfalder. Der er herudover førtidsindfrielse
 af realkreditobligationer, i det omfang ejendomme omprioriteres, fx i
 forbindelse med ejerskifte.

Muligheden for konvertering betyder, at billedet af de fremtidige
 rente- og afdragsbetalinger for Den Sociale Pensionsfond ændres, såfremt
 renteniveauet i Danmark falder. Det præcise resultat af et rentefald på et
 givet fremtidigt tidspunkt kan ikke afgøres, idet debitorerne bag fondens
 (og andre) realkreditobligationer er en meget blandet samling af små
 husejere og større virksomheder. For de forskellige låntagertyper vil det
 ikke kunne betale sig at konvertere ved samme rente, og de kan også have
 forskellige opfattelser af, hvornår det er hensigtsmæssigt at konvertere,
 hvorfor et fald i renteniveauet til under fx 9 pct. ikke umiddelbart vil give
 anledning til konvertering af alle 9 pct. konverterbare obligationer.

Figur 8.5.1.

**Rente- og afdragsbetalinger for statens bruttogæld og for Den Sociale
 Pensionsfond. Mia.kr.**

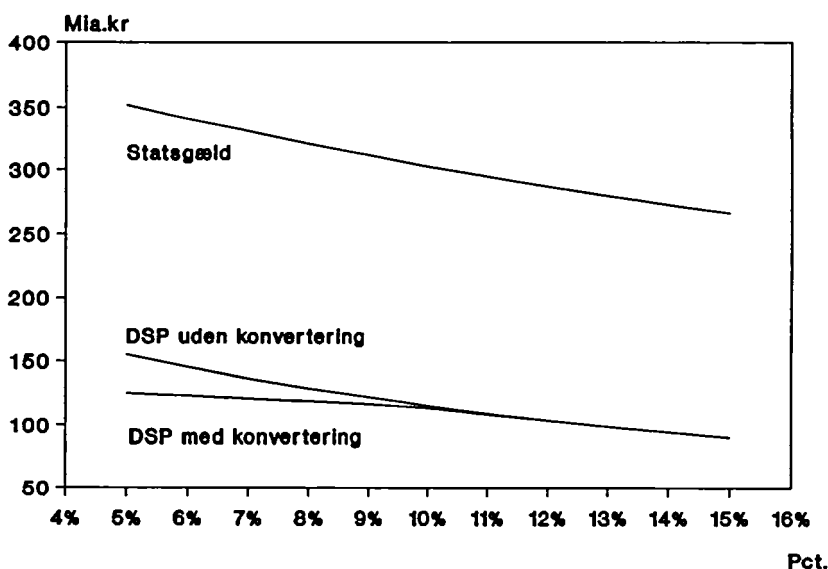


I figur 8.5.2. er nutidsværdierne af de to betalingsrækker i figur 8.5.1. indtegnet ved forskellige renteniveauer. For Den Sociale Pensionsfond er der indtegnet to kurver. Ved den ene kurve ses der bort fra konverteringsmuligheden for realkreditobligationerne i fonden, dvs. at nutidsværdien er beregnet på basis af betalingsrækken i figur 8.5.1. Den anden kurve er indtegnet under antagelse af den værst tænkelige situation for Den Sociale Pensionsfond, nemlig at alle konverterbare obligationer konverteres umiddelbart, når renten kommer under den pålydende rente.¹⁾ Det realistiske billede ligger et sted mellem disse yderpunkter.

Den størrelsesmæssige forskel på statens bruttogæld og Den Sociale Pensionsfond gør det vanskeligt ud fra figuren at bedømme varighed og konveksitet af de to betalingsrækker ved forskellige renteniveauer.

Figur 8.5.2.

Nutidsværdi af statens bruttogæld og Den Sociale Pensionsfond ved forskellige renteniveauer



¹⁾ Der er set bort fra omkostninger i forbindelse med konverteringer og skattemæssige forhold, der betyder, at det ikke økonomisk kan betale sig at konvertere umiddelbart når renten kommer under den pålydende rente.

For at give et bedre billede af den relative placering, viser figur 8.5.3. nutidsværdierne af de to betalingsrækker i figur 8.5.1. normeret med de respektive hovedstole (summen af de fremtidige afdragsbetalinger), hvorved det er kursen af aktiverne/passiverne, der fremgår.

Af figur 8.5.3. fremgår det, at varigheden af Den Sociale Pensionsfond er længere end varigheden af statens bruttogæld ved en rente på 10 pct. når der ses bort fra muligheden for konvertering, idet hældningen af kurven for Den Sociale Pensionsfond er stejlere end for statsgælden.

Matematisk kan varigheden beregnes ud fra de samlede fremtidige rente- og afdragsbetalinger. Varigheden af statens fast forrentede indenlandske bruttogæld kan beregnes til 3,2 år ultimo 1990 ved en effektiv rente på 10 pct., jf. også kapitel 1. Tilsvarende kan varigheden af den fast forrentede del af Den Sociale Pensionsfonds obligationsbeholdning beregnes til 5,9 år, når der ses bort fra konverteringsrisikoen. Varigheden af nettogælden kan simpelt beregnes herudfra ved at vægte varighederne af bruttostørrelserne med nutidsværdierne af de to porteføljer ved en rente på 10 pct. Regnestykket bliver:

$$V = \frac{303 \times 3,2 - 115 \times 5,9}{(303 - 115)} = 1,5$$

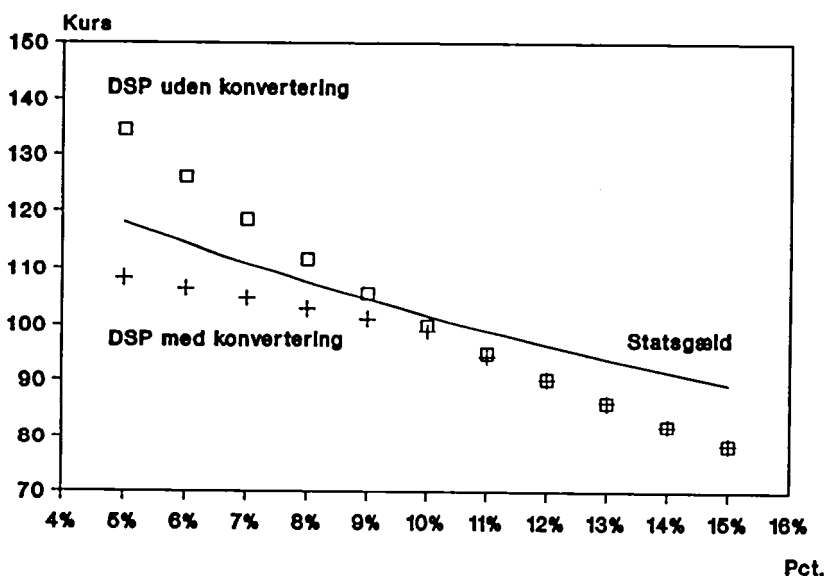
Da varigheden af aktiverne er større end varigheden af passiverne reduceres varigheden af den fast forrentede nettogæld i forhold til varigheden af statens fast forrentede bruttogæld, og i dette tilfælde ikke ubetydeligt. Inddrages de variabelt forrentede obligationer, bliver varigheden af nettogælden godt 1,0 år.

Konveksiteten af den fast forrentede statsgæld kan beregnes til 17,7, mens konveksiteten af Den Sociale Pensionsfond er 56,2, ligeledes ved en rente på 10 pct., når der igen ses bort fra konvertering. Det bekræfter indtrykket af figur 8.5.3., at aktiver og passier er placeret således, at der relativt vil være en gevinst ved rentefald, når der ses bort fra konverteringsrisikoen.

Tages der hensyn til konverteringsrisikoen fremgår det videre af figur 8.5.3. at kursfølsomheden – og dermed varigheden – af aktiverne i Den Sociale Pensionsfond reduceres ved faldende renteniveau i forhold til situationen helt uden konvertering. Dvs. en længere varighed af statens nettoposition, når der medtages konverteringsrisiko. Ved visse renteniveauer er nutidsværdi/rente-sammenhængen, herunder i den værste situation for Den Sociale Pensionsfond med fuld konvertering, konkav.

Figur 8.5.3.

Kursen på statens bruttogæld og Den Sociale Pensionsfond ved forskellige renteniveauer

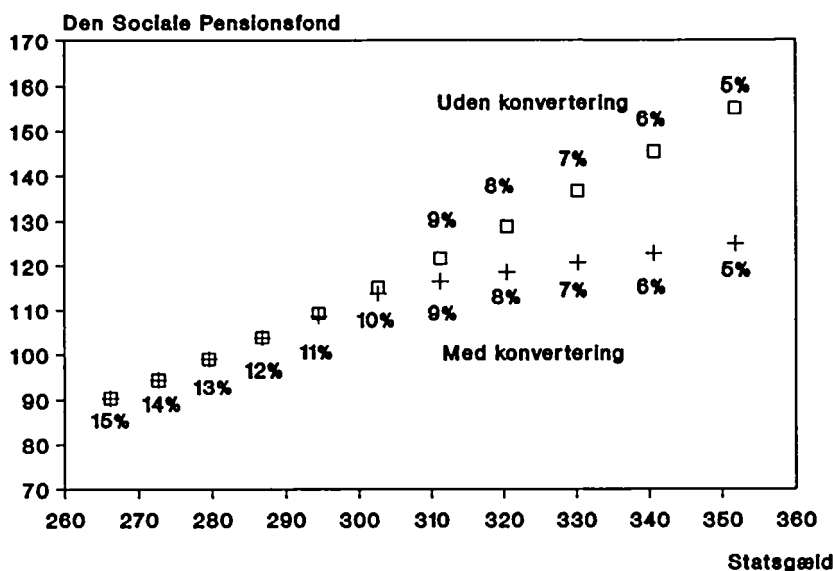


En anden måde at illustrere nettogældens placering på, er at plotte nutidsværdien af aktiverne i Den Sociale Pensionsfond mod nutidsværdien af statens gæld ved forskellige renteniveauer, hvilket er gjort i figur 8.5.4.

Kurven med konvertering for Den Sociale Pensionsfond er fladere end kurven uden konvertering, hvilket betyder, at der er en forøget risiko ved at have såvel en aktiv- som en passivportefølje, når der for en stor del af aktiverne er konverteringsmulighed for debitor, mens staten som debitor ikke har konverteringsmulighed.

Figur 8.5.4.

Nutidsværdi af statens bruttogæld og Den Sociale Pensionsfond ved forskellige renteniveauer



8.6. Konklusion

Spørgsmålet om styring af bruttogæld eller nettogæld er i dette kapitel udelukkende blevet belyst ud fra en finansieringssynsvinkel. Det fremgår, at der utvivlsomt ville kunne opnås fordele ved en øget grad af nettostyring.

En anden tilgang til det samme spørgsmål er, at lovgrundlaget for statens låntagning og for aktivforvaltningen i de forskellige statslige enheder er forskelligt, idet der er truffet beslutning om dem ud fra forskellige hensyn. Det er et åbent spørgsmål om disse forskellige hensyn giver mulighed for styring ud fra en nettobetragtning.

Styring af statens nettogæld i stedet for separat styring af bruttopositionerne kan føre til dispositioner, der for nettogælden vurderes at minimere omkostningerne under hensyntagen til usikkerhed, men som for den enkelte bruttoposition ikke er optimal. Såfremt der herved opstår afledede virkninger for brugere eller modtagere af ydelser, er nettostyring ikke acceptabel. (Dette er imidlertid ikke tilfældet for Den Sociale Pensionsfond). På denne baggrund må det stå klart, at såfremt porteføljeforvaltningen i en statslig enhed skal ske ud fra hensynet til, hvad der er hensigtsmæssigt for statens nettoposition, i stedet for hvad der er

hensigtsmæssigt for den statslige enhed isoleret set, så kræves der en politisk beslutning.

Den foregående analyse af statens gæld netto for aktiverne i Den Sociale Pensionsfond viste, at der er basis for at gå videre, end det gøres i dag.

Det første, der kunne tages stilling til, er den ønskede varighed af statens nettoposition, og om den ønskede varighed skal fremkomme udelukkende ved obligationer med varighed tæt på den ønskede varighed eller ved såvel meget korte som meget lange obligationer, dvs. spørgsmålet om porteføljens konveksitet.

Dernæst kunne risikoen ved konverteringsmuligheden for realkreditobligationerne i Den Sociale Pensionsfond overvejes. Denne risiko kunne afdækkes ved, at staten i tilsvarende omfang udstedte obligationer med konverteringsmulighed. Det ville imidlertid forøge låneomkostningerne for staten, idet der sædvanligvis skal betales en præmie i form af højere rente på obligationer med konverteringsmulighed. Konverteringspræmien ville formentlig være noget større for statsobligationer end for realkreditobligationer, idet statsobligationerne kun har én debitor, som kan konvertere, når det er økonomisk fordelagtigt, mens der for realkreditobligationer er mange debitorer, som evt. ikke er opmærksomme på muligheden eller vurderer, at de administrative udgifter er for store i forhold til den økonomiske fordel ved konvertering.

En anden mulighed kunne være at reducere andelen af konverterbare realkreditobligationer i Den Sociale Pensionsfond, fx i forbindelse med fremtidige indfrielse. Herved opnås samme virkning som ved konsolidering. Konsolidering vil altid formindske usikkerheden, og i tilfældet med Den Sociale Pensionsfond vil specielt konverteringsrisikoen blive elimineret herved. Den mindskede risiko skal afvejes i forhold til det ekstra afkast, der normalt opnås på konverterbare obligationer.

Kapitel 9.

Statens betalinger – påvirkningen af den private sektors likviditet

9.1. Indledning

Statens betalinger har de sidste årtier nået et omfang, der markant påvirker den private sektors likviditet. Betalingernes sæsonudsving samt fordelingen på enkelte dage vil, med mindre likviditetspåvirkningen udlignes ved køb/salg af statspapirer, bevirke kraftige fluktuationer i den private sektors likviditet, såvel fra måned til måned som fra dag til dag. Dette nødvendiggør brug af likviditetsvarslingssystemer, der giver en række forudsætninger kan forudsige likviditetsændringerne over måneder og dage. I dette kapitel beskrives Finansministeriets likviditetsvarslingssystem, der anvendes i forbindelse med planlægningen af den indenlandske låntagning.

Den private sektors likviditet påvirkes af staten, Nationalbanken og transaktioner mellem den private sektor og udlandet, jf. afsnit 1.6. i kapitel 1. I afsnit 9.2. redegøres der for statens påvirkning. Dernæst betragtes statens betalinger fordelt på måneder, afsnit 9.3., og på dage, afsnit 9.4. I afsnittet om månedsfordelinger indgår dels materiale om 1990, dels en ny månedsfordeling baseret på finansloven for 1991, der blev vedtaget den 1. februar 1991. I bilag til kapitlet er de enkelte ind- og udbetalingsposters indhold specificeret og betalingsmønsteret beskrevet.

9.2. Statens påvirkning af den private sektors likviditet

Når den private sektors likviditet i det følgende betragtes, er der tale om den primære likviditet, som husholdninger, virksomheder, pengeinstitutter og kommuner holder. Med likviditet menes her sektorens beholdning af sedler, mønter, postgiroindskud samt indskud i eller træk på Nationalbanken. Kommunerne indgår i det, der i denne sammenhæng betegnes "den private sektor", fordi de har indskud i private pengeinstitutter og ikke som staten i Nationalbanken. Den private sektors likviditet påvirkes af betalinger imellem sektoren og Nationalbanken, udlandet samt staten. Her skal alene statens påvirkning af den private sektors likviditet omtales.

Der kan tages udgangspunkt i DAU-budgettet, hvor saldoen angiver forskellen imellem drifts-, anlægs- og udlånsindtægter og -udgifter. Lægges hertil en række kapitaludgifter samt Den Sociale Pensionsfonds

nettoobligationskøb fås nettokassesaldoen. Der skal tillige finansieres tilbagebetalinger af statsgæld. Summen af nettokasseunderskuddet og tilbagebetalinger på indenlandsk og udenlandsk gæld giver bruttokasseunderskuddet – også kaldet bruttofinansieringsbehovet. Det er muligt, at staten samtidig har et nettokasseoverskud og et bruttofinansieringsbehov, som det var tilfældet i 1986 og 1987.

Bruttokassesaldoen indeholder imidlertid ikke alene statens transaktioner med den private sektor, men også transaktioner mellem staten og henholdsvis udlandet og Nationalbanken. Eftersom disse ikke direkte har indenlandsk likviditetsvirkning, korrigeres bruttokassesaldoen for statens nettobetalinger til disse to sektorer for at få et bedre udtryk for statsbetalingernes påvirkning af den private sektors likviditet. Dette kaldes den korrigerede bruttokassesaldo.

Box 9.2.1.

Sammenhængen mellem netto- og bruttokasseunderskud

Underskud på DAU-budgettet

- + Den Sociale Pensionsfonds nettoobligationskøb
- Beholdningsbevægelser og kursreguleringer
- Andre kapitalposter

= Nettokasseunderskud

- + Tilbagebetalinger på udenlandske lån¹⁾
- + Tilbagebetalinger på indenlandske lån¹⁾

= Bruttokasseunderskud

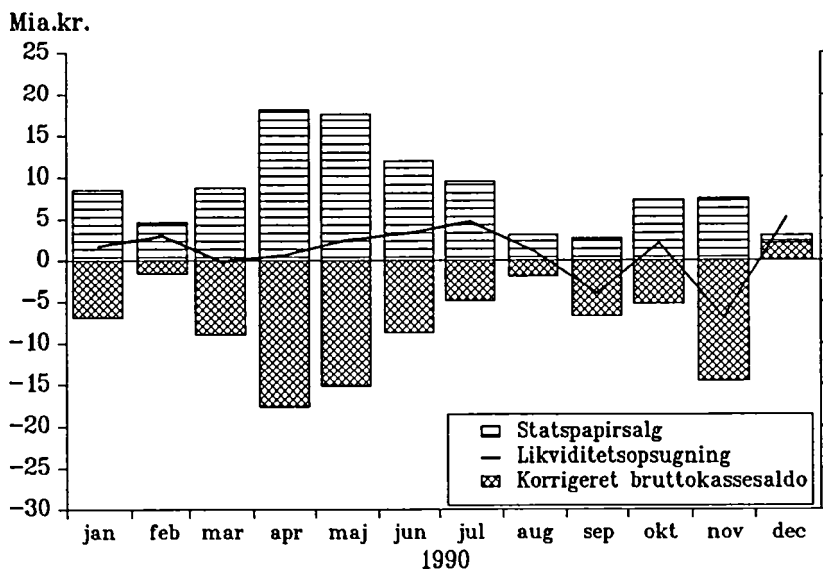
Finansieret ved:

- Udenlandsk låntagning, brutto²⁾
- Indenlandsk låntagning, brutto²⁾
- Træk på Nationalbanken

¹⁾ Kun tilbagebetalinger på lån med oprindelig løbetid over 1 år.

²⁾ Skatkammerbeviser og statens commercial paper-programmer er ikke indeholdt i bruttolåntagningen, men regnes med netto, idet indfrielseerne ikke indgår i bruttokasseunderskuddet.

Figur 9.2.1.
Statens indenlandske likviditetspåvirkning i 1990



Den måde, bruttokasseunderskuddet finansieres på, er afgørende for, hvor stor en del af underskuddet der får likviditetsvirkning. I den udstrækning, bruttokasseunderskuddet finansieres ved salg af indenlandske statspapirer, påvirkes den private sektors likviditet ikke. Figur 9.2.1. viser statens månedlige korrigerede bruttokasseunderskud og salget af statspapirer i 1990.

9.3. Månedsfordeling af statens betalinger

Månedsfordelingssystemet

"Månedsfordelingerne" er først og fremmest en udspecificering på måneder af skøn over statens forventede ind- og udbetalinger før optagelse af nye lån. Formålet er at give et overblik over statens indenlandske likviditetspåvirkning over året, og systemet anvendes som udgangspunkt for statspapirsalget. Ved tilrettelæggelsen af den indenlandske låntagning tages dog også andre hensyn, jf. kapitel 1.

Månedsfordelingerne offentliggøres i forbindelse med udsendelsen af budgetoversigterne, der indeholder reviderede skøn over statsfinanserne. Formålet med offentliggørelsen er at give pengeinstitutter og andre finansielle institutioner det bedst mulige grundlag for planlægningen af deres dispositioner og derved sikre bedre gennemsigthed og effektivitet

på de finansielle markeder. Første skøn for de enkelte betalingsposters årstotal og månedlige størrelse for det kommende finansår foreligger normalt i forbindelse med fremlæggelsen af finanslovsforslaget i august måned. På grund af omlægningerne af finanslovens opbygning forelå den første månedsfordeling for 1991 dog først i oktober 1990.

Månedsfordelingerne udarbejdes i et edb-regnearksprogram, og der anvendes så vidt muligt fordelingsnøgler for fordelingen mellem de enkelte måneder ved udarbejdelsen af skønnene, idet en nøje vurdering af alle poster ville være for arbejdskrævende. Det kan derfor godt forekomme, at det skøn, der for en bestemt betaling i en given måned indgår i månedsfordelingerne, ikke svarer til "det bedste" skøn i det ministerium eller den styrelse, der forestår betalingen. I vurderingen af den samlede likviditetspåvirkning betyder mindre afvigelser på enkelte poster imidlertid ikke så meget.

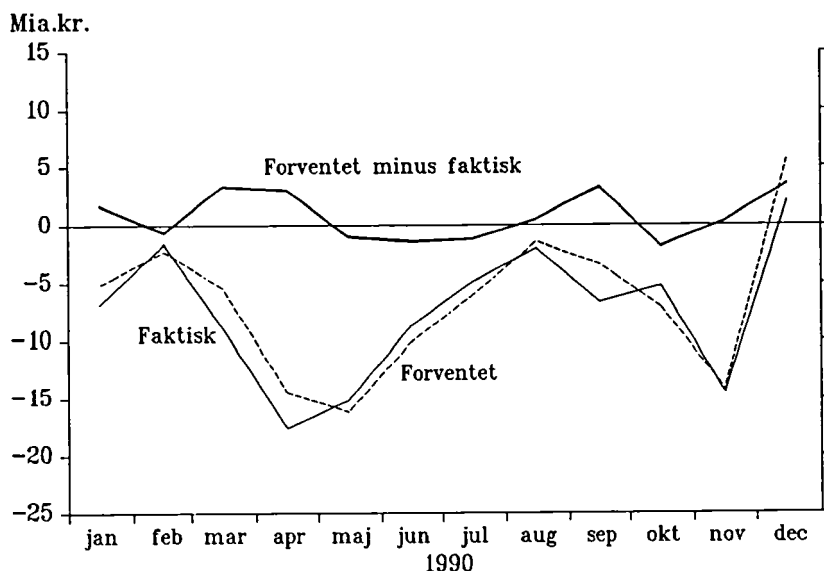
I figur 9.3.1. ses for 1990 afvigelsen mellem statsfinansernes faktiske likviditetspåvirkning og de offentliggjorte skøn. Der er tale om afvigelser på op til plus/minus 3 mia.kr. Det er ambitionsniveauet, at den månedlige bruttokassesaldo – givet rigtige skøn over årstotalerne – skal vurderes inden for en usikkerhed på 1–2 mia.kr., hvilket er tilstrækkelig præcist til styring af salget af statspapirer.

Ud over de offentliggjorte revisioner foretages internt en løbende opdatering af de månedlige ind- og udbetalingers faktiske størrelser. Denne beskrives nærmere nedenfor.

Statens ind- og udbetalinger er i månedsfordelingerne opdelt på ca. 80 hovedposter, jf. tabel 9.3.2. og 9.3.3. De specificerede betalinger er udvalgt efter to kriterier: For det første skal betalingerne være forholdsvis store, dvs. i størrelsesordenen 50–100 mill.kr. pr. måned, og for det andet skal der være rimelig basis for at skønne over betalingsmønsteret over året. Små betalinger, der ikke er medtaget under en af ovennævnte specifikationer, opsamles i posten "Andre ind- og udbetalinger" (tabel 9.3.3.).

Ved udarbejdelse af nye månedsskøn for et finansår fastlægges størrelsen af de enkelte betalingsposter for året som helhed primært ud fra bevillingerne på finanslovsforslaget. Posternes årstotaler fordeles herefter ud på måneder på grundlag af et skønnet betalingsmønster for den pågældende post. Dette skøn udarbejdes dels på grundlag af betalingsprofiler fra tidligere år, dels ud fra oplysninger om eventuelle lovændringer eller lignende, der måtte påvirke betalingens fordeling over året.

Figur 9.3.1.
Den korrigerede bruttokassesaldo 1990



Note: Skøn for månederne januar-maj er fra Budgetoversigt 4, december 1989, for juni-oktober fra Budgetoversigt 1, maj 1990 og for november-december fra Budgetoversigt 2, oktober 1990.

Imidlertid budgetteres nogle vigtige poster på finansloven som indtægter og udgifter, ikke som ind- og udbetalinger. I de fleste tilfælde vil de to størrelser være sammenfaldende, men for poster, hvor debitor/kreditorbevægelser mm. er betydelige, vil det være nødvendigt at indhente skøn over såvel årstotalen som de månedlige betalingsstrømme for at give en korrekt beskrivelse af posternes likviditetsvirkning. Det vægtigste område er told- og forbrugsafgifterne, der bogføres efter det såkaldte tilsværprinc¹⁾, og der ydes for de fleste afgifter en vis kredit. Indbetalingerne vil derfor ofte være mindre end de bogførte indtægter. Selvstændige årsskøn over betalingerne er især relevant for posterne "Merværdiafgift", "Importmoms" og "Arbejdsmarkedsbidrag, netto", alle på indbetalingssiden. Disse posters årstotal kan i månedsfordelingerne derfor afvige fra de budgetterede indtægter på finansloven.

¹⁾ Betalingen bogføres som indtægt på angivelsestidspunkt.

Ny månedsfordeling for 1991

Der er i tabel 9.3.1.-9.3.4. gengivet en ny månedsfordeling for 1991 baseret på den vedtagne finanslov for 1991. I forhold til den i Budgetoversigt 1, januar 1991, offentliggjorte månedsfordeling er der foretaget ændringer som følge af vedtagne ændringsforslag til det den 27. december 1990 fremsatte finanslovsforslag, som følge af opgørelsen af netto- og bruttokassesaldoen for januar 1991, og som følge af en yderligere gennemgang af visse udbetalings- og indbetalingsposter.

Tabel 9.3.1.
Oversigt. Mill.kr.

	Jan-91	Feb-91	Mar-91	Apr-91	May-91	Jun-91	Jul-91	Aug-91	Sep-91	Oct-91	Nov-91	Dec-91	1991
Indbetalinger (tabel 9.3.2.)	23261	33691	14986	13361	28813	15880	20225	29940	14804	16050	48773	25657	285442
Udbetalinger (tabel 9.3.3.)	28181	30117	22106	26120	25749	23040	26820	26401	21343	26193	38731	21014	315816
Nettokasseoverskud excl. giro	-4920	3574	-7120	-12759	3064	-7160	-6595	3539	-6539	-10144	10042	4643	-30374
Afdrag på gæld (tabel 9.3.4.)	5955	16833	1016	5286	24418	1503	4609	11849	1849	5469	11441	3246	93473
Bruttokasseoverskud excl. giro	-10875	-13260	-8136	-18044	-21355	-8663	-11203	-8310	-8388	-15613	-1399	1397	-123847
Løbende overførsler til udland	1827	2230	2411	1728	1511	1600	1909	2078	1845	1658	1859	1916	22574
Udlån til ulande, netto	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	611
Statens udenlandske afdrag	4475	5102	1015	542	1009	1042	3009	1849	1842	4525	1339	3246	28994
Overførsler fra Nationalbanken	0	0	575	0	0	575	0	0	575	0	0	575	2300
Korrigeret bruttokasseoverskud	-4522	-5877	-5234	-15723	-18784	-6545	-6234	-4332	-5225	-9379	1850	6035	-73968
Indfrielse af skatkammerbeviser	10400	0	0	14827	0	0	14186	0	0	14186	0	0	53599
Likviditetsvirkning, for salg af statspapirer	-14922	-5877	-5234	-30550	-18784	-6545	-20420	-4332	-5225	-23565	1850	6035	-127567

Note: Posten "Løbende overførsler til udland" indeholder ind- og udbetalingsposterne: "Rente af udenlandsk statsgæld" (udb.), "Ulandsbistand" (udb.), "Internationale organisationer" (udb.), "Moms- og BNI-bidrag til EF" (udb.), "Afregning til EF af told m.v." (udb.) samt "EF-betaling vedr. intervention" (indb.). Posten "Udlån til ulande, netto" indeholder "Udlån til ulande" (udb.) modregnet "Afdrag på udlån til ulande" (udb.). Posten "Statens udenlandske afdrag" genfindes i tabel 9.3.4. Endelig er Nationalbankens nettobetaling til staten (renter og overskud) samlet i "Overførsler fra Nationalbanken".

Tabel 9.3.2.
Indbetalinger. Mill.kr.

FL 91

	Jan-91	Feb-91	Mar-91	Apr-91	May-91	Jun-91	Jul-91	Aug-91	Sep-91	Oct-91	Nov-91	Dec-91	1991
A-skat. i alt	21700	14300	15000	16100	17000	16100	16700	15500	15500	16000	16300	16500	196700
B-skat	1250	1250	1250	1250	1250	200	1250	1250	1250	1250	1250	500	13200
Frivillige indbetaling	250	1840	10	100	150	3250	150	-15	5	5	5	50	5800
Overaktydende skat	-400	-300	-500	-3900	-3600	-3000	-2600	-1300	-700	-600	-350	-150	-17400
Restskat	550	500	500	300	300	300	400	400	850	850	850	300	6100
Særlig indkomstskat	130	100	100	50	20	10	20	20	750	750	750	200	2900
\$ 55-tilbagebetaling	-180	-50	-30	-10	-20	-20	-40	-30	-40	-60	-80	-90	-650
Udbytteskat	80	20	20	380	220	150	90	15	5	70	-150	-450	450
Afregning til kommuner	-9840	-9840	-9840	-9840	-9840	-9840	-9840	-9840	-9840	-9840	-10160	-9840	-118400
Selskabsskat	72	72	72	72	72	72	72	72	72	72	13092	-1412	12400
Kulbrinteskst	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1200	0	1200
Realrentesfg excl. DSP	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	11700	11700
Børnefamilieydelse	-1593	-100	0	-1593	-100	0	-1593	-100	0	-1593	-100	0	-6770
Fonde og foreninger	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	450	0	450
Andre skatter	374	374	374	374	374	374	374	374	374	374	374	374	4491
Stempelafgift m.v.	375	348	328	303	329	346	293	302	473	522	478	483	4600
Herværdiafgift:													
-byrhverv	-775	19150	700	-750	18000	600	-1000	19400	600	-1250	19400	600	74675
-eksporterh.v. md.afregning	-1904	-1700	-1900	-2000	-1900	-1800	-1900	-1700	-2200	-2100	-2500	-2400	-24004
-eksporterh.v. uge afregning	-2449	-2000	-2200	-2000	-2500	-2100	-2000	-2200	-2200	-2500	-2400	-2100	-26649
-landbrug	50	0	1400	0	0	800	0	0	800	0	0	1400	4450
Importmoms	4003	3100	3800	3800	3600	3900	4000	3200	3400	3500	4200	4200	44703
Registreringsafgift	750	700	600	500	800	900	1100	1000	900	900	750	600	9500
Vegtafgift	417	417	417	417	417	417	417	417	417	417	417	417	5000
Spiritus og øl	417	417	417	417	417	417	417	417	417	417	417	417	5000
Vin	119	119	119	119	119	119	119	119	119	119	119	119	1425
Tobak	600	600	600	600	600	600	600	600	600	600	600	600	7200
Benzin	433	433	433	433	433	433	433	433	433	433	433	433	5200
Kul	120	160	120	110	110	75	50	20	10	50	50	75	950
Olie og gas	800	150	550	850	190	650	550	-350	10	50	70	120	3640
El	360	360	360	360	360	360	360	360	360	360	360	360	4325
Told og landbrugsafgift (EF)	190	190	190	190	190	190	190	190	190	190	190	190	2275
Forskellige forbrugsafgifter	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	475
Andre afgifter	259	259	259	259	259	259	259	259	259	259	259	259	3110
Miljøafgift	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120	1444
Arbejdsmarkedsbidrag, netto	1755	-49	104	2070	33	332	1935	-67	247	1900	43	183	8486
Rente fra Nationalbanken	0	0	575	0	0	575	0	0	575	0	0	575	2300
Nationalbankens overskud	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Hypotekbankens overskud	0	0	0	0	0	0	1800	0	0	0	0	0	1800
DSPs renteindtægter	2707	1722	10	1759	381	63	3094	46	0	2264	1308	296	13650
Elembidrag fra kommuner	0	0	0	0	0	0	1287	0	0	0	0	0	1287
Medlemsbidrag AL-forsikring	1493	0	0	1493	0	0	1493	0	0	1493	0	0	5970
Koncessions- og oliersørafgift	28	28	28	28	28	28	625	28	28	28	28	28	936
Refusion fra EFs landbrugsfond	796	796	796	796	796	796	796	796	796	796	796	796	9554
EF-betaling vedr. intervention	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	476
Rigshosp. betalingsordning	124	124	124	124	124	124	124	124	124	124	124	124	1493
Ekstraordinære indbetalinger	0	0	0	0	733	0	0	0	0	0	0	0	733
INDBETALINGER IALT	23261	33691	14986	13361	28813	15880	20225	29940	14804	16050	48773	25657	285442

Tabel 9.3.3.
Udbetalinger. Mill.kr.

FL 91

	Jan-91	Feb-91	Mar-91	Apr-91	May-91	Jun-91	Jul-91	Aug-91	Sep-91	Oct-91	Nov-91	Dec-91	1991
Rente af indenlandsk statsgæld	1005	6900	207	2141	4456	945	1835	4739	-171	1897	17119	3	41076
Rente af udenlandsk statsgæld	667	1070	1251	568	351	440	749	918	685	498	699	756	8652
DSPs obligationaløb, netto	2150	1400	0	1550	100	45	2400	0	0	1400	-108	-2000	6937
Tilskud til Grønland	132	132	132	132	132	132	132	132	132	132	132	132	1589
Udlån til ulande	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64	773
Afdrag på udlån til ulande	-14	-14	-14	-14	-14	-14	-14	-14	-14	-14	-14	-14	-162
Udlandsbistand	477	477	477	477	477	477	477	477	477	477	477	477	5721
Internatl. organisationer	42	42	42	42	42	42	42	42	42	42	42	42	505
EF landbrugsordninger	789	789	789	789	789	789	789	789	789	789	789	789	9466
Moms- og BMT-bidrag til EF	510	510	510	510	510	510	510	510	510	510	510	510	6125
Afregning til EF af told mv.	171	171	171	171	171	171	171	171	171	171	171	171	2047
Generelle tilskud og momsref.	3156	3156	3156	3156	3156	3156	3156	3156	3156	3156	3156	3156	37869
Boligsikring & boligydelse	1033	0	0	1033	0	0	1033	0	0	1033	0	0	4130
Rentesikring til boliger	0	0	327	0	0	327	0	0	327	0	0	327	1307
Rentebidrag til boliger	0	0	0	0	0	1276	0	0	0	0	0	1276	2551
Børnetilskud	420	0	0	420	0	0	420	0	0	420	0	0	1680
Refusion sociale udg., mdl.	5551	5551	5551	5551	5551	5551	5551	5551	5551	5551	5551	5551	66612
Refusion sociale udg., kvartal	0	340	0	0	340	0	0	340	0	0	340	0	1358
Dagpenge sygdom & fødsel	592	592	592	590	590	590	558	558	558	587	587	587	6984
Statens uddannelsæsstøtte	488	488	488	488	488	326	326	488	488	488	488	375	5419
Driftstilskud til skoler	252	252	252	252	252	252	252	252	252	252	252	252	3029
Indekstillskud	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	935
Dagpenge m.m.	1744	2379	2277	2305	2461	2141	2148	2020	2130	2557	2306	2394	26864
Efterløn	798	798	798	798	798	798	798	798	798	798	798	798	9580
Genoptræningsydelse	156	156	156	156	156	156	161	161	161	161	161	161	1900
Interventionskøb, netto	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37	445
Udbetalt løn	1834	1827	1833	1867	1830	1824	1816	1808	1801	1794	1786	1783	21804
Skat vedr. løn	1260	1254	1259	1282	1258	1253	1248	1242	1237	1232	1226	1225	14977
Udbetalt pension	308	308	310	312	312	312	312	312	312	312	312	312	3737
Skat vedr. pension	164	164	166	167	167	167	167	167	167	167	167	167	1997
Anlægsudgifter	699	699	699	699	699	699	713	713	713	713	713	713	8471
Andre ind- og udbetalinger	3617	497	497	497	497	497	890	890	890	890	890	890	11438
UDBETALINGER I ALT	28181	30117	22106	26120	25749	23040	26820	26401	21343	26193	38731	21014	315816

Tabel 9.3.4.
Afdrag på statsgæld. Mill.kr.

FL 91

	Jan-91	Feb-91	Mar-91	Apr-91	May-91	Jun-91	Jul-91	Aug-91	Sep-91	Oct-91	Nov-91	Dec-91	1991
Afdrag indl. statsobligationer	1480	2631	1	4744	14309	5	1600	0	7	944	2	0	25723
Indløsning statsgældsbeviser	0	9100	0	0	9100	0	0	10000	0	0	10100	0	38300
Opkøb af værdipapir	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Bunden opsparing	0	0	0	0	0	456	0	0	0	0	0	0	456
Afdrag udenlandsk gæld	4475	5102	1015	542	1009	1042	3009	1849	1842	4525	1339	3246	28994
AFDRAG I ALT	5955	16833	1016	5286	24418	1503	4609	11849	1849	5469	11441	3246	93473

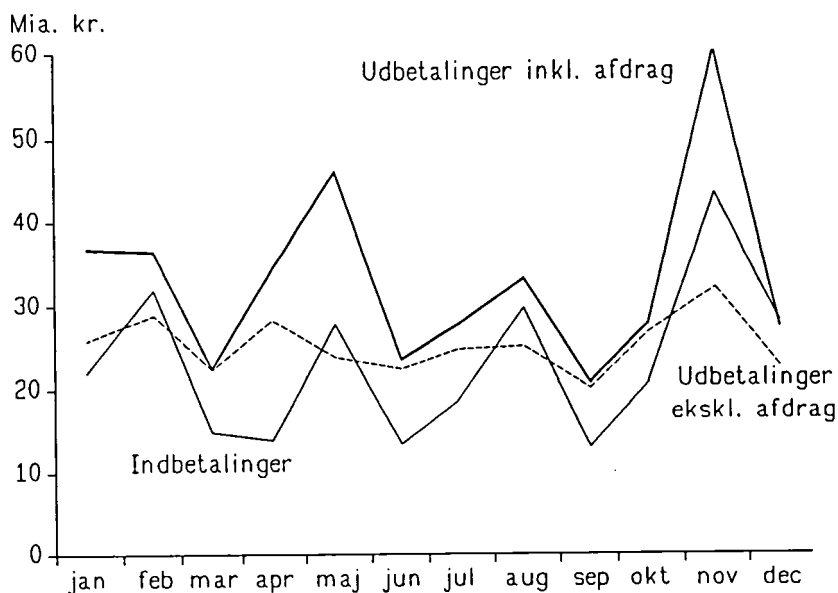
Månedsfordelingernes ind- og udbetalinger

De enkelte posters betalingsmønstre over året findes beskrevet i bilag 9.1. I det følgende skal kort redegøres for det overordnede betalingsmønster, dvs. hvorledes ind- og udbetalinger i alt fordeler sig på måneder. Variationen fra måned til måned i betalingernes samlede størrelse illustreres af figur 9.3.2.

Langt de største poster blandt indbetalingerne er A-skat, merværdi-afgifter og afregning til kommunerne. Betragtes størrelsen af de enkelte måneders samlede indbetalinger med det formål at klarlægge fluktuationer over året, er det klart, at poster, hvor store betalinger falder i en enkelt måned, spiller en afgørende rolle. Selv om indbetalingerne af A-skat er betydelige, er størrelsen af betalingerne stort set konstant over året og virker derfor stabiliserende på månedernes indbyrdes størrelse.

Figur 9.3.2.

Statens ind- og udbetalinger i 1990 fordelt på måneder



Grundet byerhvervenes indbetaling af merværdiafgift er de samlede indbetalinger mærkbart større i kvartalernes anden måned. I årets sidste kvartal falder merværdiafgiften sammen med indbetalingen af selskabsskat, og indbetalingerne i november måned er således årets største. Sammenlignes med månederne, hvori der ikke betales merværdiafgift, er niveauet i december højere, og dette skyldes, at en anden stor "engangsbetaling", realrenteafgiften, indbetales her. Posten "Ekstraordinære indbetalinger" dækkede i 1990 over indbetalingerne fra salget af Statsanstalten for Livsforsikring og etableringen af Københavns Lufthavne A/S. Indbetalingen i maj 1991 skyldes salg af DSB-færger.

Usikkerheden på de enkelte posters skønnede betalingsmønstre varierer meget fra post til post. Især poster, hvor betalingerne svinger meget mellem måneder, kan være svære at fordele over året, hvilket bl.a. gælder for indbetalingen af arbejdsmarkedsbidrag. Andre poster kan "drille" ved, at betalingerne forskydes over månedsskift, fx i forbindelse med placering af månedsskift ved lørdag eller helligdage. Dette var tilfældet for frivillige indbetalinger af skat i 1990, hvor årets største indbetaling allerede faldt i juni måned i stedet for, som påregnet, i juli. Også betalingerne af merværdiafgift kan forskyde sig over månedsskifte, således at en – i forhold til det skønnede – for stor betaling i en måned bevirker en for lille betaling i næste.

De store poster på udbetalingssiden er først og fremmest månedlig refusion af sociale udgifter, generelle tilskud og momsrefusion til kommunerne samt rentebetalingerne på den indenlandske statsgæld. Andre store poster er dagpenge og lønninger. De fleste store udbetalinger er fordelt nogenlunde jævnt over året, hvorfor de månedlige udbetalinger i alt ekskl. afdrag på statsgæld ikke præges af de store sæsonudsving. En vigtig undtagelse er dog rentebetalingerne. Disse varierer stærkt over året, og langt den største udbetaling falder i november måned. Ved at placere størstedelen af terminsudbetalingerne netop i måneden med årets største samlede indbetalinger reduceres en stor del af den likviditetsopsugende effekt, statsfinanserne ellers ville have haft. Den månedlige størrelse af afdragene på statsgælden bestemmes af gældens fordeling på serier og disses terminstidspunkt.

Månedsfordelingernes oversigtstabel

Statsbetalingerne månedlige likviditetsvirkning beregnes ud fra skønnene over finansårets månedlige ind- og udbetalinger. Et overblik fås af tabel 9.3.1. Tabellen viser de forventede månedlige betalinger for året 1991 baseret på den vedtagne finanslov. Nettokassesaldoen i en måned udgøres af forskellen mellem månedens samlede ind- og udbetalinger, der overføres fra tabel 9.3.2. og 9.3.3.

Som beskrevet i afsnit 9.2. justeres bruttokassesaldoen for statens transaktioner med Nationalbanken og udlandet (herunder EF), dvs. samleposterne: "Løbende overførsler til udland", "Udlån til u-lande, netto", "Statens udenlandske afdrag" samt "Overførsler fra Nationalbanken". Samleposterne er beregnet som summen af relevante ind- og udbetalingsposter i tabel 9.3.2. og 9.3.3.

Opgørelsen af betalingerne til udlandet er ikke udtømmende, men afhænger af månedsfordelingssystemets detaljeringsgrad. Små betalinger mellem staten og udlandet som fx udenrigsministeriets transaktioner med ambassader o.lign. optræder følgelig som havende indenlandsk likviditetsvirkning. Enkelte større betalinger som forsvarrets indkøb af materiel, der hovedsagelig indkøbes i udlandet, er dog heller ikke specificeret.

Statens bruttokassesaldo påvirkes af bevægelserne i postgiromidler (dvs. ændringer i privates postgiroindskud fratrukket P&T's køb af obligationer), og bevægelserne opgøres på finansloven som en del af bruttokasseoverskuddet, men er i månedsfordelingerne valgt udeladt. Bevægelserne er karakteriseret ved at være yderst uforudsigelige, og ville ved indregning forstyrre det reelle billede af statsfinansernes likviditetsvirkning.

Tilsvarende overvejelser ligger til grund for at udelade indfrielse af statens commercial paper-programmer og skatkammerbeviser af bruttokasseunderskuddet. Da sidstnævnte sædvanligvis betragtes som et udtryk for finansieringsbehovet på længere sigt, opfattes indfrielse ikke som "Afdrag på gæld". Lånene refinansieres normalt ved udløb, og opgjort inklusive indfrielse ville bruttokasseunderskuddet være misvisende stort i månederne for refinansiering, uden at der ville være tale om en forøgelse af det egentlige lånebehov. Indfrielse af CP-programmerne påvirker ikke den indenlandske likviditet, og følgelig er kun indfrielse af skatkammerbeviser specificeret i månedsfordelingerne. Indfrielse er indsat særskilt, men størrelsen af det udestående beløb på indfrielsestidspunktet kendes normalt ikke ved udarbejdelsen af skønnet. Det samlede udestående i skatkammerbeviser opdateres dagligt i kurslisten fra Københavns Fondsbørs, og brugere af månedsfordelingerne må hente ajourførte beløb i kurslisten.

Den løbende registrering af ind- og udbetalinger

Den 2. bankdag i hver måned offentliggøres i Nationalbankens månedsbalance en opgørelse af statens netto- og bruttofinansieringsbehov for den foregående måned.

Den løbende registrering af de faktiske månedlige betalinger foregår den 20. i hver måned. Ved denne tid er det muligt at opdatere de fleste

og største af den foregående måneds betalinger. Visse poster opdateres dog med en forsinkelse på to måneder. Med hensyn til indbetalingerne gælder dette posterne: "B-skat", "Restskat", "Særlig indkomstskat", "Andre skatter", "Stempelafgift" og "Vægtafgift". På udbetalingssiden posterne: "Moms- og BNI-bidrag til EF", "Afregning til EF af told mv.", "Dagpenge mm." samt "Efterløn". Denne senere indberetning bevirker dog ikke en væsentlig forøgelse af usikkerheden på den pågældende måneds samlede ind- eller udbetaling, idet der primært er tale om størrelsesmæssigt mindre poster, der ikke er behæftet med den store usikkerhed. Det er dog beklageligt, at forsinkelsen også rammer posten "Dagpenge mm.", eftersom denne er en af de tunge udbetalingsposter.

De løbende oplysninger om betalingerne kommer fra en lang række kilder, hvoraf kan nævnes Statens Regnskabsdirektorat, Direktoratet for Arbejdsløshedsforsikringen, Hypotekbanken samt diverse ministerier. I nogle kilder anvendes bogføringsmåned som registreringsmåned. Eftersom registreringen af en betaling er et stykke tid undervejs i betalingsformidlingssystemet, falder bogføringsdatoen typisk senere end datoen for det faktiske transaktionstidspunkt. Følgelig må det vurderes, hvorvidt bogføringsmånedens afviger fra den måned, hvori der er likviditetsvirkning, hvilket særlig er relevant ved betalinger ultimo måneden.

Skønnene for de enkelte posters årstotal ændres normalt kun i forbindelse med budgetoversigternes samlede revisioner af statsfinansernes forventede udvikling. Mellem revisionerne af årstotalerne påvirkes de løbende interne skøn for betalingerne størrelse i endnu ikke opdaterede måneder løbende af størrelsen af de efterhånden kendte (opdaterede) betalinger i de foregående måneder. Henimod slutningen af året kan poster, for hvilke udviklingen i de faktiske betalinger er i kraftig uoverensstemmelse med den skønnede årstotal, således indeholde betalinger for årets endnu ikke opdaterede måneder, der er urealistisk store eller små. Ved anvendelsen af skønnene er der taget hensyn til sådanne forhold ved at foretage en summarisk justering af skønnet over finansieringsbehovet.

Residualposten "Andre ind- og udbetalinger"

Posten "Andre ind- og udbetalinger" i tabel 9.3.3. er en residual. På tidspunktet for den løbende opdatering af en måned kendes nemlig statens samlede nettofinansieringsbehov i den pågældende måned i henhold til Nationalbankens opgørelse. Derved lægger den kendte nettokassesaldo et "bånd" på forskellen mellem ind- og udbetalinger. Dette kan, i forbindelse med den månedlige opdatering, få betydning for de poster, der opdateres med mere end én måneds forsinkelse. I fald det i forvejen

indlagte månedsskøn for disse viser sig urealistisk, vil afvigelsen mellem den skønnede og faktiske betalingsstørrelse opfanges af residualposten og først afsløre sig ved den efterfølgende opdatering. Posten bør derfor tolkes med varsomhed, omend de sent opdaterede poster som nævnt er af størrelsesmæssigt mindre betydning. Eventuelle differencer mellem faktiske og skønnede betalinger vil således være små i forhold til månedens samlede nettokassesaldo.

Udviklingen i "Andre ind- og udbetalinger" over året influeres af, hvorvidt statsfinansernes faktiske udvikling harmonerer med skønnet for årets nettokassesaldo. De enkelte måneders nettokassesaldi må nødvendigvis summe til skønnet for årets nettokassesaldo, og skønnet for nettokassesaldiene i endnu ikke opdaterede måneder tilpasser sig årsskønnet ved bevægelser i residualposten. Er årets nettokasseunderskud eksempelvis skønnet for lavt pga. for store forventede indbetalinger, vil nettokasseskønnene for årets sidste måneder tvinges ned og de forventede månedlige indbetalinger op, for at overholde årstotalerne. Forvridningen udjævnes af ændringer i residualposten. Det indbyrdes størrelsesforhold mellem de skønnede årstotaler for ind- og udbetalingerne vil være afgørende for, hvor store ændringer der påkræves i residualen. De samtidige bevægelser i størrelsen af de forventede residualposter og nettokassesaldi for endnu ikke opdaterede måneder kan således give et fingerpeg om udviklingen i statens betalinger i forhold til den budgetterede nettokassesaldo.

9.4. Dagsfordeling af statens betalinger

Dagsfordelingssystemet

Dagsfordelingssystemet er en udbygning af månedsfordelingssystemet, hvor de månedlige betalinger fordeles på de enkelte dage. Det er en teknisk analyse med henblik på at følge statsfinansernes udvikling, for herigennem at være forberedt på en eventuel afvigelse imellem skønnet over statsfinanserne og den faktiske udvikling. Tillige følges pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken for at få et indtryk af udviklingen i pengeinstitutternes nettolikviditet. Dagsfordelingssystemet er endnu ikke færdigudviklet, og er foreløbig kun anvendt internt.

Likviditetsprognoserne

Der bliver hver måned omkring den 22. udarbejdet prognoser for den følgende måned. Disse prognoser bygger på en række forudsætninger om

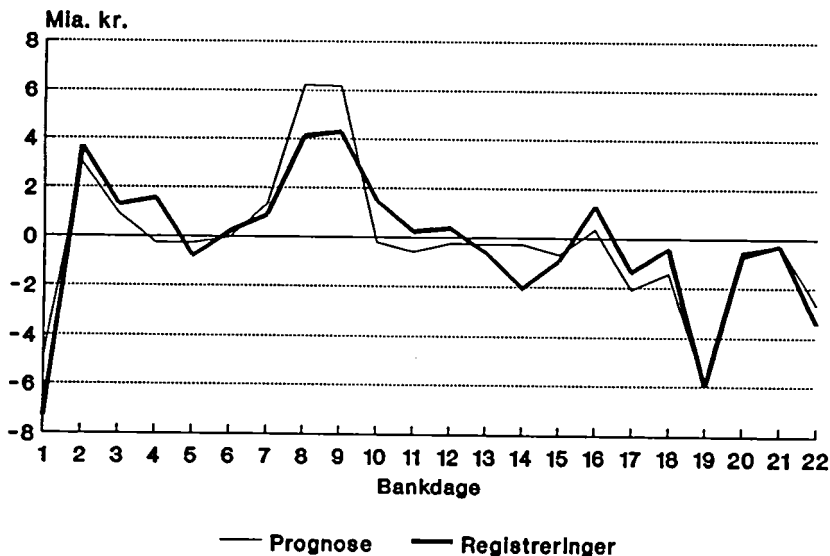
størrelsen af de enkelte statslige betalingsposter i den pågældende måned samt seddel- og møntomløbet, postgiromidlerne, udlandets likviditetspåvirkning mm. Statens månedlige betalinger tages fra den sidste opdaterede månedsfordeling. Der udarbejdes to prognoser; en for udviklingen over måneden i statens nettotilgodehavende i Nationalbanken (ekskl. Statsgældsafdelingens Nationalbankkonto) og en for udviklingen over måneden i pengeinstitutternes nettostilling i Nationalbanken.

Prognosen for statens nettotilgodehavende i Nationalbanken ekskl. statsgældsbevægelser er udarbejdet ved, at ind- og udbetalingerne fordelt på dage korrigeres for statsgældsbevægelser – både renter, afdrag og låntagning – samt ændringer i postgiromidlerne. Når prognosen udarbejdes ekskl. statsgældsbevægelser, skyldes det, at renter og afdrag er kendt på forhånd, og udeladelse af disse poster ændrer ikke prognosens kvalitet.

Til illustration af prognoserne udfærdiges diagrammer, som viser henholdsvis daglige ændringer og de akkumulerede ændringer over måneden. Figur 9.4.1. og figur 9.4.2. viser den skønnede og faktiske udvikling i statens nettotilgodehavende i en typisk måned.

Figur 9.4.1.

Ændringer i statens indestående i DN (ekskl. statsgældsbevægelser), juli 1990



Prognosen for pengeinstitutternes nettostilling udarbejdes på tilsvarende vis, idet den dagsfordelte bruttokassesaldo korrigeres for betalinger til og fra udlandet samt nationalbankmellemværender. Dertil lægges den forventede likviditetspåvirkning af statspapirsalget, likviditetspåvirkningen fra transaktioner mellem den private sektor og udlandet, ændringen i postgiromidlerne, ændringerne i seddel- og møntomløbet samt Nationalbankens nettoobligationskøb og nettoindtjening.

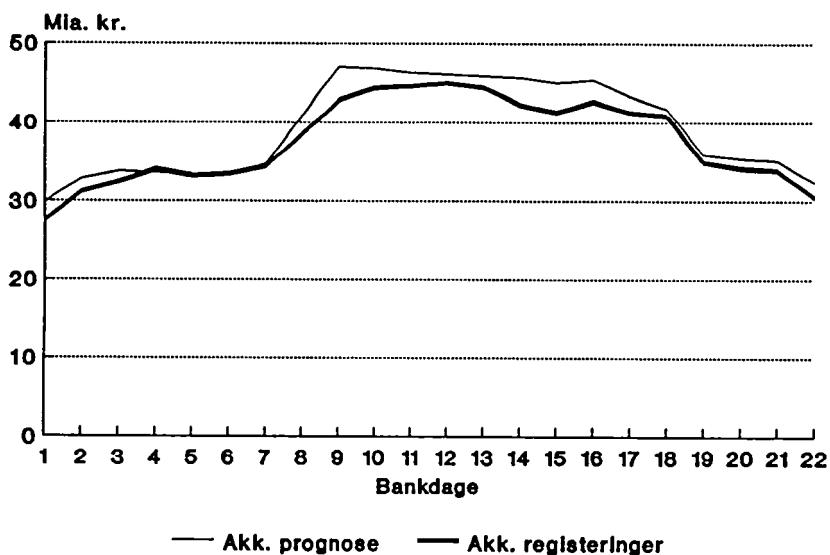
Den daglige opgørelse af indskuddet på statens løbende konto (dvs. alle statens konti) i Nationalbanken indeholder ikke oplysninger, der giver overblik over, hvilke betalinger der er gået ud og ind, men ved at vurdere saldoen på et bestemt tidspunkt i forhold til det forventede kan det undertiden ses, om en bestemt betalingspost har været over- eller undervurderet. Derigennem fås på et tidligt tidspunkt (dvs. før der foreligger regnskabsmæssige registreringer) et indtryk af, dels hvilke poster der har udvist en anden udvikling end forventet, dels hvor store ændringerne i bruttokassesaldoen er i forhold til skønnet.

Dagsfordelingssystemets fordelingsnøgler

Fordelingen af statens ind- og udbetalinger foregår ved hjælp af fordelingsnøgler, der dannes ud fra oplysninger om betalingsfrister, likviditetsvirkninger og fordelingsmønstre over dage. I fordelingsnøglerne indgår weekend- samt helligdagsforskydninger, således at fordelingen alene foregår over bankdage. Der er betydelige variationer i fordelingsmønstret på de enkelte betalinger, idet nogle fordeles over flere dage, mens andre falder på én dag. Nogle af indbetalingsposterne spredes ud over 2-3 dage som følge af forsinkelser i betalingssystemet eller for sene indbetalinger. En række betalinger dagsfordeles ikke. Det skyldes enten den betydelige usikkerhed, som er forbundet med betalingerne, eller at en dagsfordeling af posterne vil være ressourcekrævende i forhold til den forbedring af systemet, dagsfordelingen måtte medføre. Der er i dagsfordelingssystemet sat en snæver grænse for, hvor mange oplysninger der bliver indhentet om de konkrete betalinger og betalingsmønstre, idet det ønskes, at systemet er mekaniseret mest muligt. Som eksempel på poster, der ikke dagsfordeles men spredes jævnt ud over måneden, kan nævnes "Frivillige indbetalinger", "\$55 tilbagebetalinger", "Udlån til ulande", "Ulandsbistand" m.fl. De jævntfordelte poster synes naturligt nok ikke at påvirke figuren, der viser ændringer, men er der tale om en undervurdering af månedens nettokasseunderskud, vil figuren, der viser niveauet (de akkumulerede ændringer), afsløre dette, da denne akkumulerer forskellene imellem skønnede og faktiske tal og derfor illustrerer nettoændringen til dato. I løbet af måneden kan det således ofte vurderes, om udviklingen på statsfinanserne svarer til det forventede.

De enkelte poster i dagsfordelingssystemet skal ikke kommenteres, men der henvises til bilag 9.1., hvor dagsfordelingen af samtlige poster er beskrevet.

Figur 9.4.2.
Statens indestående i DN (ekskl. statsgældsbevægelser), juli 1990



Bilag 9.1.

Datagrundlag for måneds- og dagsfordeling for 1991

Dokumentationen af de enkelte betalinger er opdelt i:

1. Indbetalinger
2. Udbetalinger
3. Afdrag på statsgæld

kilde: Refererer til de konti på finansloven, der er indeholdt i pågældende betalingspost.

beskrivelse: Betalingspostens indhold med henblik på postens betalingsmønster.

betalingstidspunkt: Betalingsfrist el. lign.

betalingsmønster: Refererer til månedsfordelingen. Betalingspostens skønnede fordeling på måneder foretages med baggrund i punkterne "beskrivelse" og "betalingstidspunkt".

dagsfordeling: Refererer til dagsfordelingen. Er en post beskrevet som "dagsfordeles ikke", spredes betalingen jævnt ud over måneden.

1. Indbetalinger

1.1 A-skat, i alt:

kilde: § 38.11.01.10.61, indkomst- og formueskat af personer.

beskrivelse: Kildeskatteprovenuet opdeles i finansloven for 1991 på følgende poster: A-skat, Udbytteskat, § 55-beløb, B-skat, Frivillige indbetalinger, Restskat, Overskydende skat, Særlig indkomstskat, Sømandsskat, Andre skatter mv. og Restanceforskydninger. Samme opdeling benyttes i månedsfordelingerne. Budgetteringen af kildeskatteprovenuet er behæftet med stor usikkerhed.

betalingstidspunkt: Den 10. i hver måned. I januar dog den 17.

betalingsmønster: Sæsonfordeles med samme profil som tidligere år.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning over 3 dage fra den 10. med fordelingsnøglen 10/45/45. I januar fra den 17.

1.2 B-skat:

kilde: § 38.11.01.10.61.

beskrivelse: Jf. 1.1.

betalingstidspunkt: Den 20. i månederne januar-maj og juli-november.

betalingsmønster: Sæsonfordeles med sidste års profil.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning over 3 dage fra den 20. med fordelingsnøglen 10/45/45.

1.3 Frivillige indbetaling:

kilde: § 38.11.01.10.61. Jf. 1.1.

beskrivelse: Reglerne vedr. tidspunkt, procenttillæg/godtgørelse for henholdsvis Frivillig indbetaling, Restskat og Overskydende skat omtales i anmærkninger til finanslovsforslaget. Disse regler øver indflydelse på såvel niveauet som den tidsmæssige placering af de pågældende poster.

betalingstidspunkt: Fristen for frivillig indbetaling af foreløbig skat er 1. juli i det år, hvor ligningen foretages, dog er fristen for indbetalinger større end 25.000 kr. 15. februar. Forskydninger i bankdagens placering omkring den 1. juli kan flytte flere mia.kr. hen over månedsskiftet.

betalingsmønster: Fordeles på måneder med ovenstående in mente.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning 1. bankdag i juli og 15. bankdag i februar.

1.4 Overskydende skat:

kilde: § 38.11.01.10.61. Jf. 1.1.

beskrivelse: Jf. 1.3.

betalingstidspunkt: Jf. 1.3.

betalingsmønster: Udbetalingen vil normalt finde sted i løbet af foråret eller sommeren i året efter indkomståret, afhængigt af om skatteyderen har anvendt oplysningskort i forbindelse med selvangivelsen af årets indkomst.

dagsfordeling: Ikke dagsfordelt.

1.5 Restskat:

kilde: § 38.11.01.10.61. Jf. 1.1.

beskrivelse: Jf. 1.3

I henhold til anm. til finanslovsforslaget bevirker en lovændring, at en del af indbetalingerne af restskat vedrørende indkomståret 1989 udskydes til 1991. Samtidigt skønnes de frivillige indbetalinger af restskat at blive reduceret.

betalingstidspunkt: Restskat indbetales i tre rater. Sidste rettidige indbetalingsfrist er henholdsvis 20. september, 20. oktober og 20. november.

betalingsmønster: Største betalinger i sep.– nov.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning i september, oktober og november fra den 20. fordelt over 3 dage med fordelingsnøgle 10/45/45.

1.6 Særlig indkomstskat:

kilde: § 38.11.01.10.61. Jf. 1.1.

beskrivelse: Der betales særlig indkomstskat af engangs–kapitalgevinster, gratialer o.lign.

betalingstidspunkt: Jf. 1.5.

betalingsmønster: Jf. 1.5.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning i september, oktober og november fra den 20. over 3 dage med fordelingsnøgle 10/30/60.

1.7 § 55–tilbagebetaling:

kilde: § 38.11.01.10.61. Jf. 1.1.

beskrivelse: Udbetaling af overskydende skat i henhold til kildeskattelovens § 55.

betalingstidspunkt: Udbetaling sker på anfordring.

betalingsmønster: Sæsonfordeles med sidste års profil.

dagsfordeling: Dagsfordeles ikke.

1.8 Udbytteskat:

kilde: § 38.11.01.10.61. Jf. 1.1.

betalingstidspunkt: Rettidig betaling senest 1 måned efter vedtagelse om udbyttebetaling.

betalingsmønster: Sæsonfordeles med sidste års profil.

dagsfordeling: Dagsfordeles ikke.

1.9 Afregning til kommuner af indkomstskat af personer:

kilde: § 38.11.01.20.

beskrivelse: Afregning til kommunerne omfatter primært månedlige a conto udbetalinger (de såkaldte 12-dels rater) samt efterregulering af større beløb i november. A conto udbetalingerne finder sted på grundlag af kommunernes skøn over slutskatter, der foreligger først i oktober, året før finansåret. Skønnet over afregningsbeløbet er derfor behæftet med en vis usikkerhed. A conto-beløbene indholder også efterreguleringer af små beløb vedr. de tre seneste indkomstskatteår (36-dels rater). Disse udbetales, vedr. indkomståret 1989 og følgende år, ikke længere, hvorfor kommunalafregningen for 1991 kun indeholder 36-dels rater vedr. 1987 og 1988 og så fremdeles.

betalingstidspunkt: Anvises hver den 1. i måneden. Efterregulering anvises den 1. november.

betalingsmønster: De månedlige a conto beløb er lige store. Hertil kommer efterreguleringen i november måned.

dagsfordeling: Den 1. i måneden.

1.10 Selskabsskat:

kilde: § 38.13.01.10.

beskrivelse: Indkomstskat af selskaber mv. for et givent finansår opkræves af selskabsindkomst, der normalt er indtjent i det nærmest foregående regnskabsår. Fra og med regnskabsåret 1991 er selskabsskattesatsen nedsat fra 40 til 38 pct.

betalingstidspunkt: Rettidig indbetalingsfrist er 20. november. Kommunernes andel (12 pct.) overføres 1. december sammen med 12-dels raterne. Forsinkede indbetalinger forekommer løbende over året.

betalingsmønster: Provenuet fra pengeinstitutterne påvirkes af svingninger i renteniveauet og dermed kursgevinsterne på pengeinstitutternes beholdninger. Sæsonfordeles derudover med sidste års profil.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning i november med "tilbagebetalingen" til kommunerne den 1. december, og der ses bort fra evt. modgående bevægelser i denne måned.

1.11 Kulbrinteskat:

kilde: § 38.13.11.10.

beskrivelse: Skatter i henhold til kulbrinteskatteloven omfatter kulbrinteskat, selskabsskat af indvindingsvirksomhed og skatter af tilknyttet virksomhed.

betalingstidspunkt: Egentlig kulbrinteskat betales som forskudsskat den 1. oktober i indkomståret og den 1. juni året efter på grundlag af den selvangivne indkomst. Selskabsskat af indvindingsvirksomhed (som kommunerne ikke får del i) betales sammen med selskabsskatten den 20. november. Skatter af indkomst af tilknyttet virksomhed forudsættes betalt løbende over året.

betalingsmønster: De sidste år har provenuet udelukkende vedrørt selskabsskat af indvindingsvirksomhed, idet de lave oliepriser har bevirket, at der ikke fremkommer noget kulbrinteskatteprovenu. Derfor hele indbetalingen i november måned, jf. dagsfordeling.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning over 3 dage fra den 20. november med fordelingsnøgle 10/30/60.

1.12 Realrenteafgift excl. DSP (Den Sociale Pensionsfond):

kilde: § 38.14.01.10. excl. § 37.51.01.30.

beskrivelse: Den af Den Sociale Pensionsfond indbetalte realrenteafgift har ingen likviditetsvirkning.

betalingstidspunkt: Indbetaling på grundlag af en foreløbig opgørelse a conto 15. december. Endelig opgørelse skal indgives 15. juli i det efterfølgende år. Langt størstedelen af provenuet (ca. 99 pct.) indbetales i december. Ganske små beløb kommer jævnt over året.

betalingsmønster: Hele indbetalingen placeres i december måned.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning 2. bankdag efter den 15. december.

1.13 Børnefamilieydelse:

kilde: § 38.12.01.10.

beskrivelse: Ydelsen er skattefri og uafhængig af familiernes indkomstgrundlag. Kan derfor forudsiges med stor præcision.

betalingstidspunkt: Ydelsen udbetales med en fjerdedel i hvert kvartal til disposition den 20. i kvartalets første måned.

betalingsmønster: Der forekommer typisk et mindre efterslæb i kvartalets anden måned. Betalingerne fordeles på de to første måneder i kvartalet med udgangspunkt i sidste års profil.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning den 20. januar, april, juli og oktober.

1.14 Fonde og foreninger, kommunalandel:

kilde: § 38.13.03.10.

beskrivelse: Beskatningen bygger i princippet på de regler, der gælder for beskatning af aktieselskaber. Den nye realkreditlov fra 1989 åbner mulighed for, at realkreditinstitutterne kan overgå til aktieselskabsform. Ved en evt. overgang overflyttes provenuet til § 38.13.01 (indkomstskat af selskaber).

betalingstidspunkt: Sidste rettidige indbetalingsfrist er 20. november

betalingsmønster: Hele indbetalingen placeres i november måned.
dagsfordeling: Likviditetsvirkning over 3 dage fra den 20. november med fordelingsnøgle 10/30/60.

1.15 Andre skatter:

kilde: Samlepost. Herunder hører de ikke ovenfor specificerede skatter på § 38.11.01.10.61 samt Arve- og gaveafgift: § 38.11.11.10. Derudover posterne Frigørelsesafgift mv.: § 38.19.01. og Bøder: § 38.19.71.

beskrivelse: Fra og med 1991 er indføjet posten "Bøder (tekstanm. 2)" samt "Konfiskationer".

betalingstidspunkt: Løbende over året.

betalingsmønster: Fordeles ligeligt på måneder.

dagsfordeling: Dagsfordeles ikke.

1.16 Stempelafgift mv.:

kilde: Stempelafgifter: § 38.16.01. Overdragelse af aktier: § 38.16.03. Kapitaltilførselsafgift: § 38.16.05. Afgifter på spil: § 38.27.01.

beskrivelse: "Afgifter på spil" indeholder fra og med 1991 kasinoafgift.

betalingstidspunkt: Afgifterne betales løbende i forbindelse med ejendoms-handel, værdipapirhandel etc.

betalingsmønster: Stempelafgiften udgør ca. 75 pct. af provenuet på § 38.16: "Stempelafgifter mv.". Der er et vist sæsonmønster bestemt af ejendomshandlen.

dagsfordeling: Dagsfordeles ikke.

1.17 Merværdiafgift, byerhverv:

kilde: Merværdiafgift: § 38.21.01.10. Opsplittes i indenlandsk moms på byerhverv, eksporterhverv og på landbrug samt importmoms, da der gælder forskellige regler om afgiftsperioder og betalingsfrister.

beskrivelse: Der skelnes mellem indgående og udgående moms. Førstnævnte stammer fra fradragsretten for momsen på virksomhedernes indkøb. Ved udløbet af afgiftsperioden som er et kvartal, skal virksomhederne angive afgiftskravet for perioden. Indtægterne er i hovedsagen periodiseret og derfor indtægtsført efter, hvornår toldvæsenet modtager angivelsen. Hvis der ikke sker betaling ved angivelse forøges debitorbeholdningen. Ved flere af afgifterne gives der en vis frist for betaling. Ved betaling inden sidste rettidige betalingsdato reduceres debitorbeholdningen. Overholdes fristen ikke overføres debitorerne til restancekonti, der reduceres ved betaling eller afskrivning som uerholdelig. For at forudsige betalingerne i en given periode skal der skønnes over debitorbeholdningen primo og ultimo perioden foruden indtægterne. Bevægelserne på restancekontoen er typisk uden de store udsving. Restanceandelen har historisk udvist en konjunkturmodgående tendens (større restancer i konjunkturedgang).

betalingstidspunkt: Sidste rettidige indbetaling er den 20. i månederne februar, maj, august og november (altså den 20. i anden måned i det efterfølgende kvartal). Alle virksomheder kan afregne så hurtigt de ønsker efter afgiftsperio-

dens udløb, inden betalingsfristen. Dette betyder, at virksomheder, der i et kvartal har større indgående end udgående moms, har incitament til at afregne hurtigst muligt efter afgiftsperiodens udløb. Som følge heraf er statens udbetalinger i månederne januar, april, juli og oktober typisk større end i de øvrige måneder.

betalingsmønster: Profilen fra sidste år anvendes som udgangspunkt. Bemærk sammenhængen mellem måneder med netto tilbagebetaling og netto indbetaling af moms. Store indbetalinger af importmoms fører senere til mindre indbetaling af moms fra byerhverv, idet indgående moms modregnes i de efterfølgende afregninger.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning 3. og 4. bankdag efter den 20., dvs. den 23. og 24. i månederne februar, maj, august og november. Fordelt 25/75.

1.18 Merværdiafgift, eksporterhverv, uge- og månedsafregning:

kilde: § 38.21.01.

beskrivelse: Jf. 1.17.

betalingstidspunkt: Større eksportvirksomheder, dvs. virksomheder der regelmæssigt modtager tilbagebetaling af moms, kan anvende en kalendermåned som afgiftsperiode. Månedsvirksomheder modtager typisk betaling omkring den 15. i følgende måned. Betalingstidspunktet varierer dels med, hvornår virksomheden indleverer momsregnskab dels med Toldvæsenets ekspeditionstid. Derudover kan virksomheder, for hvilke den tilbagebetalte moms udgør over halvdelen af virksomhedens indbetalte moms, anvende en kalenderuge som afgiftsperiode.

betalingsmønster: Jf. 1.17.

dagsfordeling: Månedsafregningen fordeles over 3 dage fra den 15. med fordelingsnøglen 20/40/40. Ugeafregningen dagsfordeles ikke.

1.19 Merværdiafgift, landbrug:

kilde: § 38.21.01.

beskrivelse: Jf. 1.17.

betalingstidspunkt: Afgiftsperioden er et kalenderhalvår. Sidste rettidige betalingsfrist er 20. marts og 20. september.

betalingsmønster: De største betalinger falder typisk i månederne marts, juni, september og december.

dagsfordeling: Fordeles med nøglen 50/50 fra 2. og 3. bankdag efter den 20. i månederne marts, juni, september og december.

1.20 Importmoms:

kilde: § 38.21.01.

beskrivelse: Ved indførsel af varer svares der moms, der senere kan fratrækkes som indgående afgift.

betalingstidspunkt: Afgiftsperioden er en kalendermåned. Sidste rettidige betalingsfrist er ultimo følgende måned.

betalingsmønster: Sæson fra tidligere år anvendes med varsomhed.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning 2. bankdag hvis denne er en mandag–onsdag, ellers 3. bankdag.

1.21 Registreringsafgift:

kilde: § 38.23.03.10.

beskrivelse: Opkræves i forbindelse med registrering af alle personbiler, vare- og lastvogne samt motorcykler.

betalingstidspunkt: Afgiftsperioden er en kalendermåned. Betalingsfristen kan mod sikkerhedsstillelse forlænges helt op til 3 måneder og 20 dage. Det antages at muligheden herfor udnyttes fuldt ud.

betalingsmønster: Sæsonmønster vurderes på basis af bilsalgets profil.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning den 20.

1.22 Vægtafgift:

kilde: § 38.23.01.10.

beskrivelse: Periodisk afgift af samtlige registreringspligtige køretøjer.

betalingstidspunkt: Afgiftsperioden kan være 12, 6, eller 3 måneder. Placeringen af afgiftsperioden er individuel.

betalingsmønster: Fordeles jævnt over året, evt. med sidste års profil.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning 2. og 3. dag efter den 6. hver måned med fordelingsnøgle 50/50.

1.23 Afgift af spiritus og øl:

kilde: § 38.28.01.10 (spiritusafg.) + 38.28.01.30 (ølafg.).

beskrivelse: Jf. 1.17.

betalingstidspunkt: Afgiftsperioden er en måned. Sidste rettidige betalingsdato er ultimo følgende måned.

betalingsmønster: Jævn sæsonfordeling, evt. sidste års profil.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning de 3 første bankdage i måneden. Fordelt 10/30/60.

1.24 Afgift af vin:

kilde: § 38.28.01.20.

beskrivelse: Jf. 1.17.

betalingstidspunkt: Afgiftsperioden er en måned. Sidste rettidige betalingsfrist er 1 måned og 20 dage.

betalingsmønster: Jf. 1.23.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning 2. og 3. bankdag efter den 20. med fordelingsnøgle 50/50.

1.25 Tobaksafgift:

kilde: § 38.28.03.10.

beskrivelse: Jf. 1.17.

betalingstidspunkt: Tobaksafgiften forfalder løbende ved køb af banderoler. Afgiftsperioden er en måned. Mod sikkerhedsstillelse kan betalingsfristen

forlænges med yderligere 2 måneder og 5 dage for cigaretter og 2 måneder for cigarvarer mm.

betalingsmønster: Sidste års profil, evt. jævn profil.

dagsfordeling: Ikke dagsfordelt.

1.26 Afgift af benzin:

kilde: § 38.22.05.10.

beskrivelse: Jf. 1.17.

betalingstidspunkt: Afgiftsperioden er en måned. Sidste rettidige betalingsdato er ultimo følgende måned. En stor afvigelse i en enkelt måned kan skyldes, at betalingen, der forfalder ultimo måneden, mod sædvane er registreret betalt i samme måned. En uventet stor indbetaling vil derfor ofte medføre en modgående bevægelse i næste måned.

betalingsmønster: Sidste års profil.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning over 3 dage fra 1. bankdag med fordelingsnøgle 10/30/60.

1.27 Afgift af kul:

kilde: § 38.22.01.10.

beskrivelse: Virksomheder, der er registreret efter momsloven, får tilbagebetalt afgiften af det forbrugte kul/olie/gas/el i samme omfang som virksomheden har fradragsret for moms på disse energiprodukter. Virksomheder med et stort energiforbrug har adgang til at få tilbagebetalt energiafgiften i forbindelse med momsindbetalingen. Endelig ydes godtgørelse for afgiften af kul og olie, der i varmegærker benyttes til opvarmning af momsregistrerede virksomheder. Som følge af disse tilbagebetalingsregler udgør nettoprovenuet af kulafgiften ca. 80 pct. af den samlede opkrævede kulafgift.

betalingstidspunkt: Afgiftsperioden er en måned. Sidste rettidige betalingsdato er ultimo følgende måned.

betalingsmønster: Sidste års profil.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning 1.- 3. bankdag med fordelingsnøgle 10/30/60.

1.28 Afgift af olie og gas:

kilde: § 38.22.03.10 (olie) + 38.22.01.30 (gas).

beskrivelse: Jf. 1.27. Som følge af tilbagebetalingsreglerne udgør provenuet af hhv. olieafgiften og gasafgiften ca. 40 resp. 20 pct. af den samlede opkrævede afgift.

betalingstidspunkt: Jf. 1.27.

betalingsmønster: Jf. 1.27.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning 1.- 3. bankdag med fordelingsnøgle 10/30/60.

1.29 Afgift af el:

kilde: § 38.22.01.20.

beskrivelse: Jf. 1.27. Som følge af tilbagebetalingsreglerne udgør provenuet af elafgiften ca. 50 pct. af den samlede opkrævede elafgift.

betalingstidspunkt: Jf. 1.27.

betalingsmønster: Jf. 1.27.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning 1.- 3. bankdag med fordelingsnøgle 10/30/60.

1.30 Told og landbrugsafgift til EF:

kilde: § 38.51.01.10 (told) + § 38.51.03.10 (landbrugsordninger).

beskrivelse: Afgifterne i medfør af EF's landbrugsordninger mv. omfatter landbrugsafgifter (import- og eksportafgifter) samt afgifter af sukker. Disse afgifter samt toldindtægten overføres til EF korrigeret for opkrævningsomkostninger, og posten genfindes som udbetaling (2.11).

betalingstidspunkt: Afgiftsperioden er 1 måned. Sidste rettidige betalingsfrist er 20 dage efter udløb.

betalingsmønster: Fordeles jævnt.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning 1. og 2. bankdag efter den 20. med fordelingsnøgle 50/50.

1.31 Forskellige forbrugsafgifter:

kilde: § 38.28.21.10 (grammonplader) + § 38.28.11.10 (forsk. forbrugsafg.).

beskrivelse: Jf. 1.17.

betalingstidspunkt: Afgiftsperioden er en måned. Betalingsfristen er 2 måneder og 15 dage.

betalingsmønster: Fordeles jævnt.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning 2. og 3. bankdag efter den 15. med fordelingsnøgle 50/50.

1.32 Andre afgifter:

kilde: Samlepost: § 38.23.05.10 (ansvarsforsikring, motorkøretøjer) + § 38.28.05 (afgift på chokolade, sukker mm.) + § 38.28.07.10 (parfumeafgift) + § 38.28.13.10 (charterafgift) + § 38.28.21.20 (lystfartøjsforsikring) + § 38.28.71.10 (diverse afgifter, afskrivninger).

beskrivelse: Samlepost for 8 konti og endnu flere afgifter (flere afgifter har fælles konto).

betalingstidspunkt: Afgiftsperioden er typisk en måned med betalingsfrist ultimo følgende måned.

betalingsmønster: Profil som tidligere år.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning 1.-3. bankdag med fordelingsnøglen 10/30/60.

1.33 Miljøafgifter:

kilde: § 23.11.71.

beskrivelse: Kontoen omfatter en række miljø- og ressourceafgifter. (Posten er fra 1991 udvidet en anelse i forhold til 1990).

betalingstidspunkt: Betalingsfrist for jagttegn og bekæmpelsesmidler 1. april, dog sandsynligt at fristen ikke overholdes. Afgifterne CFC, Affald og råstof opkræves i kvartalets første måned.

betalingsmønster: CFC, Affald og råstof placeres med lige store beløb i kvartalets første måned. Bekæmpelsesmidler fordeles i april-okt. Resten af afgifterne fordeles jævnt over året.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning over 3 dage fra 1. bankdag med fordelingsnøgle 10/30/60.

1.34 Arbejdsmarkedsbidrag, netto:

kilde: § 38.41.01.10 (arbejdsmarkedsbidrag) – § 15.53.01 (kompensation for arbejdsgiveres bidrag til ASF) – § 17.19.33 (kompensation for arbejdsgiveres bidrag til ATP) + § 17.41.41.10+20 (lønmodtagerbidrag til AUD).

beskrivelse: Arbejdsmarkedsbidraget beregnes som 2,5 pct. af momsgrundlaget el. lignende grundlag. Momsgrundlaget er det samlede salg fratrukket det samlede køb, eksklusive udgifter og indtægter vedr. eksport og import. Bidraget omfatter også arbejdsmarkedsbidragsregistrerede offentlige virksomheder.

betalingstidspunkt: Virksomhederne indbetaler arbejdsmarkedsbidrag fire gange om året, senest den 20. i fjerde måned efter opgørelsesperiodens udløb. Ved samme lejlighed modregnes virksomhedernes ASF- og ATP-kompensation, der igen modregnes med virksomhedernes AUD-bidrag. Der foretages altså en dobbelt-modregning.

betalingsmønster: Af indbetalingsmånedernes ATP/ASF/AUD-beløb påregnes 15 pct. at have likviditetsvirkning måneden forinden, 85 pct. i pågældende måned.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning 2. og 3. bankdag efter den 20. i de måneder hvor der er indbetalinger med fordelingsnøgle 50/50.

1.35 Rente fra Nationalbanken:

kilde: § 37.21.01.10.

beskrivelse: Den del af statens nettotilgodehavender i Nationalbanken, der overstiger 3 mia.kr., forrentes med Nationalbankens rente for indskud på folio minus 2 pct.

betalingstidspunkt: Renten beregnes og afregnes kvartalsvis.

betalingsmønster: De kvartalsvise betalinger fordeles ligeligt i kvartalets sidste måned.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning den sidste dag i kvartalet.

1.36 Nationalbankens overskud:

kilde: § 37.21.02.10.

beskrivelse: Nationalbankens overskud tilfalder staten, for så vidt det ikke henlægges til reservefonden eller særlige sikringsfonde. Indbetalingerne et år vedrører driftsresultat året tidligere.

betalingstidspunkt: Overføres omkring den 20. marts.

betalingsmønster: Overskuddet overføres i marts måned. I april overføres en del af overskuddet til henholdsvis Færøerne og Grønland.
dagsfordeling: Likviditetsvirkning den 20. marts.

1.37 Hypotekbankens overskud:

kilde: § 37.22.01.10.

beskrivelse: Jf. 1.36.

betalingstidspunkt: Overskuddet overføres i juli måned.

betalingsmønster: Hele betalingen i juli.

dagsfordeling: Ultimo juli.

1.38 DSP's renteindtægter:

kilde: § 37.51.01.50.

beskrivelse: Månedsfordelingerne registrerer rentebetalingerne på fondens obligationsbeholdning samt kursgevinster vedr. amortisation.

betalingstidspunkt: Betalingsterminer på obligationsporteføljen. Likviditetsvirkning på terminsdato.

betalingsmønster: I henhold til DSP's portefølje

dagsfordeling: På terminsdagene den 1., den 15. og den 20. – i henhold til DSP's portefølje.

1.39 Elevbidrag fra kommuner:

kilde: § 20.22.18.10 + § 20.33.19.10.

beskrivelse: Kommunale bidrag til staten for elever i frie grundskoler hhv. amtskomm. bidrag vedr. gymnasier og HF.

betalingstidspunkt: Refusion i form af engangsbeløb, der betales 1. juli.

betalingsmønster: Hele betalingen placeres i juli.

dagsfordeling: Primo måneden.

1.40 Medlemsbidrag AL-forsikring:

kilde: § 17.31.23.

beskrivelse: Indbetalte medlemsbidrag fra statsanerkendte arbejdsløshedskasser indbetales kvartalsvis bagud.

betalingstidspunkt: Sidste rettidige indbetalingsfrist er den 10. i kvartalets første måned.

betalingsmønster: Fordeles ligeligt på første måned i kvartalet.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning 2. og 3. bankdag efter den 10. i kvartalets 1. måned med fordelingsnøgle 50/50.

1.41 Koncessions- og olierørsafgift:

kilde: § 29.32.11+13.

beskrivelse: Olierørsafgiften indbetales til staten af Dansk Olierør A/S.

Koncessionsafgiften udgør 8,5 pct. af den virkelige værdi på produktionsstedet af den salgbare råolie mm., samt royalty af værdien af gasproduktionen. Begge indbetales til Energiministeriet.

betalingstidspunkt: For olierørsafgiften er sidste rettidige betalingsfrist sidste bankdag i måneden. For koncessionsafgift er fristen første bankdag i juli.

betalingsmønster: Olierørsafgiften i 12 lige store månedlige rater. Koncessionsafgiften vedr. forrige år samt efterregulering vedr. to tidligere år indbetales i juli.

dagsfordeling: Olierørsafgift har likviditetsvirkning sidste bankdag hver måned. Koncessionsafgift har likviditetsvirkning 1. bankdag i juli.

1.42 Refusioner fra EF's landbrugsfond:

kilde: § 24.42.11.20.63 (eksportstøtte) + § 24.42.13.10.63–50.63 (hjemmemarkedsordninger og medansvarsafgift).

beskrivelse: EF finansierer statens udgifter til eksportstøtte og hjemmemarkedsordninger, modregnet medansvarsafgift samt statens udgifter til intervention, (1.43). Refusionerne modsvares således af tilsvarende udbetalinger fra staten, registreret i posten "EF's landbrugsordninger", jf. 2.9.

betalingstidspunkt: Udgifterne refunderes med 1 måned og 20 dages forsinkelse. I den løbende opdatering vil de registrerede udbetalinger under "EF's landbrugsordninger" således genfindes under 1.42 med to måneders forskydning. EF-direktoratet udsender 3-måneders fremskrivninger af de forventede udgifter; disse indlægges eventuelt.

betalingsmønster: Fordeles jævnt over året.

dagsfordeling: Dagsfordeles ikke.

1.43 EF-betaling vedr. intervention:

kilde: § 24.42.15.10 (nettotab) + § 24.42.17.10+20 (tekniske refusioner).

beskrivelse: Køb og salg af interventionsprodukter, "netto-interventionskøb" (jf. 2.26) finansieres af nationale midler. EF refunderer udgifterne hertil to måneder senere, beregnet som "nettotab på intervention". Nettotabet i en periode svarer dog ikke til størrelsen af nettointerventionskøbet, idet nettotabet opgøres som forskellen mellem gennemsnitlige købs- og salgssum, inklusive lagervolumen og lagerværdi overført fra sidste regnskabsår. Desuden refunderes omkostninger til lagerhold og finansiering (tekniske refusioner).

betalingstidspunkt: Jf. 1.42.

betalingsmønster: Svært forudsigeligt. Fordeles følgerigt jævnt.

dagsfordeling: Dagsfordeles ikke.

1.44 Rigshospitalets betalingsordning mv.:

kilde: § 16.51.01.10.21.

beskrivelse: Kontoen omfatter primært indtægter fra sygehuskommunerne via betalingsordning.

betalingstidspunkt: Kommunerne indbetaler månedsvis efter regning fra Rigshospitalet.

betalingsmønster: Fordeles jævnt.

dagsfordeling: Dagsfordeles ikke.

2. Udbetalinger

2.1 Rente af indenlandsk statsgæld:

kilde: § 37.11.01 (rente af obligationer og statsgældsbeviser)
+ § 37.11.03 (andre renteudgifter).

beskrivelse: Renteudgifter omfatter kuponrenter af udestående gæld pr. ultimo seneste måned plus kuponrenter af forventet låntagning i resten af perioden netto for indtægter ved vedhængende rentekupon. Renteindtægterne vedrører opkøbte værdipapirer og er meget små. Andre renteudgifter er udgifter til notering af statspapirer o.lign.

betalingstidspunkt: Datering på basis af obligationsgældens fordeling på serier.

betalingsmønster: Renteudgifter er budgetteret på grundlag af renteskøn udarbejdet til finanslov mv.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning i henhold til obligationsgælden.

2.2 Rente af udenlandsk statsgæld:

kilde: § 37.12.01.

beskrivelse: Omfatter kuponrenter, løbende provision, indløsningsprovision, løbende børsafgift.

betalingstidspunkt: Jf. 2.1.

betalingsmønster: Jf. 2.1

dagsfordeling: Dagsfordeles ikke.

2.3 DSP's obligationskøb, netto:

kilde: § 40.11.15.10

beskrivelse: Nettoobligationskøbet opgøres som køb af obligationer til bogført værdi (kursværdi på købstidspunkt) minus salg af obligationer og udtrukne obligationer til bogført værdi.

betalingstidspunkt: Jf. 2.1.

betalingsmønster: Budgetteres ud fra simuleringsmodel.

dagsfordeling: Dagsfordeles i henhold til fondens obligationskøb.

2.4 Tilskud til Grønland:

kilde: § 07.31.01.10.

beskrivelse: Generelt tilskud til Grønlands hjemmestyre.

betalingstidspunkt: 1. bankdag i hver kalendermåned.

betalingsmønster: Fordeles jævnt over året.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning 1. bankdag i måneden.

2.5 Udlån til U-lande:

kilde: § 06.34.01.10 (bilateral lånebistand) + § 06.35.13+21+23 (multilateral bistand).

beskrivelse: Indskud i regionale banker og fonde, bidrag til Verdensbank-gruppen og EF-lån til Tyrkiet.

betalingstidspunkt: Usikkert.

betalingsmønster: Udbetalingsrytme for lån er ukendt. Fordeles jævnt.
dagsfordeling: Dagsfordeles ikke.

2.6 Afdrag på udlån til U-lande:

kilde: § 06.34.11.

beskrivelse: Afdrag på ydede statslån.

betalingstidspunkt: Usikkert.

betalingsmønster: Fordeles jævnt.

dagsfordeling: Dagsfordeles ikke.

2.7 Ulandsbistand:

kilde: § 06.31.05+11+21 (fællesudgifter) + § 06.32 (bilateral projektbistand) + § 06.33 (bilateral personelbistand) + § 06.35.01+03+05+11+31+41 (multilateral bistand) + § 06.36 (international humanitær bistand)

beskrivelse: Bidrag til diverse FN-fonde mv. og anden ulandsbistand.

betalingstidspunkt: Usikkert. Projekttilskud udbetales i takt med arbejdets udførelse i modtagerlandet.

betalingsmønster: Fordeles jævnt.

dagsfordeling: Dagsfordeles ikke.

2.8 Internationale organisationer i øvrigt:

kilde: § 06.21 (nordiske formål) + § 06.22 (øvrige internationale organisationer) + § 24.12.01 (World Food Programme) + § 07.11.11+12 (Europæisk resp. Nordisk Investeringsbank).

beskrivelse: Bidrag til int. organisationer.

betalingstidspunkt: Usikkert.

betalingsmønster: Fordeles jævnt.

dagsfordeling: Dagsfordeles ikke.

2.9 EF's landbrugsordninger:

kilde: § 24.42.11.20.53 (eksportstøtte) + § 24.42.13.20+40.51 (medansvarsafgift) + § 24.42.13.10+30+50+60.53 (hjemmemarkedsordninger).

beskrivelse: Jf. 1.42.

betalingstidspunkt: Eksportstøtte gives til eksportører i forbindelse med eksport af landbrugsprodukter. Hjemmemarkedsordningerne giver oftest støtte efter anmodning.

betalingsmønster: Fordeles jævnt over året, da især eksportstøtten er svært forudsigelig.

dagsfordeling: Dagsfordeles ikke.

2.10 Moms- og BNI-bidrag:

kilde: § 38.51.11.

beskrivelse: Bidrag til EF efter det fælles beregningsgrundlag for merværdi-afgift og BNI.

betalingstidspunkt: Afregning med EF a conto med 1/12 pr. måned af det forventede momsbidrag for det pågældende år. Efterregulering 1. bankdag i august.

betalingsmønster: Fordeles jævnt.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning 1. bankdag i måneden.

2.11 Afregning til EF af told mv.:

kilde: § 38.51.05.

beskrivelse: Afregning til EF af andel af told- og forbrugsudgifter. Posten svarer størrelsesmæssigt til indbetalingsposten "Told- og landbrugsafgift (EF)" (1.30) korrigeret for opkrævningsomkostninger (§ 38.51.05.20).

betalingstidspunkt: Efter reglerne skal EF have overdraget egne indtægter fra told- og landbrugsafgifter inden den 20. i 2. måned efter bogføring. Kommissionen kan anmode om, at indtægterne overføres indtil en måned tidligere. Indtægterne bogføres typisk ved fortoldning. En måned senere refunderes Danmarks opkrævningsomkostninger.

betalingsmønster: Fordeles jævnt.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning den 20. i måneden.

2.12 Generelle tilskud og momsrefusion:

kilde: § 13.81 (generelle tilskud til kommuner) + § 13.85 (udligning af kommunernes udgifter til merværdiafgift).

beskrivelse: Udligningen af udgifterne til merværdiafgift indbærer, at staten månedligt udbetaler et beløb til hver kommune svarende til kommunens udgift til merværdiafgift ved køb af varer og tjenesteydelser. Statens udgifter finansieres ved, at der pålignes kommunerne et bidrag svarende til de forventede refusioner. Dette bidrag opkræves ved reduktion af udbetalingerne af bloktilskud. I det omfang, den faktiske refusion afviger fra den forudberegne, reguleres bidraget med forskellen i perioden aug.-dec. det følgende finansår.

betalingstidspunkt: Generelle tilskud udbetales sammen med kommunernes andel af kildeskatterne den 1. bankdag i hver måned. Kommunernes indbetaling af bidrag til udligning af udgifterne til merværdiafgift modregnes i de generelle tilskud, men den statslige refusion udbetales, så den er til kommunernes disposition senest den første i måneden.

betalingsmønster: § 13.81 forventes udbetalt i 12 lige store rater. Refusionen kan svinge en del over året, jf. sidste års sæson.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning 1. bankdag i måneden. Pga. af en særlig betalingsregel for momsrefusion til kommunerne (refusionen skal være kommunerne i hænde senest den 1. i måneden) kan tilfælde opstå, hvor to måneders momsrefusion kan have likviditetsvirkning i én måned og ingen likviditetsvirkning i den følgende måned. Dette vil have indflydelse på Nationalbankens månedlige opgørelse af statens konto.

2.13 Boligsikring og boligydelse:

kilde: § 14.21 (boligydelse til pensionister) + § 14.25.01 (boligsikring).

beskrivelse: Begge ydelser udbetales af kommunerne, der kan få løbende forskudsvis statsrefusion på hhv. 75 og 40 pct. I det efterfølgende år foretages restafregning.

betalingstidspunkt: Til disposition på kommunernes girokonti i kvartalets første måned.

betalingsmønster: Fire lige store betalinger i 1. måned i kvartalet.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning 1. bankdag efter den 23. i kvartalets 1. måned.

2.14 Rentesikring til boliger:

kilde: § 14.31.01 (almennyttige boliger) + § 14.32.01 (andelsboliger) + § 14.33.01 (ungdomsboliger) + § 14.35.01 (sanering).

beskrivelse: Nedbringelse af de pågældende byggeriers renteudgifter.

betalingstidspunkt: Sidste rettidige betalingsfrist herfor er sidste bankdag i hver kvartals sidste måned. Derudover forekommer små månedlige udbetalinger som følge af efterregulering. Udbetales til boligsekskabernes pengeinstitut via Postgiro.

betalingsmønster: Fire lige store betalinger 3. måned i kvartalet.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning 3. sidste bankdag i kvartalets sidste måned.

2.15 Rentebidrag til boliger:

kilde: § 14.31.05 (almennyttige boliger) + § 14.32.03 (andelsboliger) + § 14.33.03 (ungdomsboliger) + § 14.34.01 (ældreboliger) + § 14.35.05 (forbedringsarbejder).

beskrivelse: Rentebidraget dækker udgiften til forrentning af indeksslån.

betalingstidspunkt: Udbetales pr. check til kreditforeningerne i forbindelse med terminstidspunkterne.

betalingsmønster: Halvdelen i juni og december.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning næstsidste bankdag i juni og december.

2.16 Børnetilskud mv.:

kilde: § 15.21.11–16 (div. børnetilskud) + § 15.29 (forskudsvis udbetaling af børnebidrag).

beskrivelse: Børnetilskud til enlige forsørgere og modtagere af social pension.

betalingstidspunkt: Udbetales kvartalsvist i lige store rater. Anvises til pengeinstitutterne den 1. bankdag i hvert kvartal.

betalingsmønster: Lige store betalinger 1. måned i kvartalet.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning 2. bankdag i kvartalets 1. måned.

2.17 Refusion, sociale udgifter, mdl:

kilde: § 15.41–45 (kontanthjælp mm.) + § 15.72.01 (generelle udg. vedr. forsorgshjem) + § 15.81–84 (sociale pensioner) + § 15.85 (personlige tillæg).

beskrivelse: Kommunernes forventede udgifter til sociale pensioner refunderes fuldt ud af staten. Af personlige tillæg og kontanthjælp refunderes 75 resp. 50

pct. (hjælp til flygtninge dog 100 pct.) Sociale pensioner består af folke-, førtids- og delpension.

betalingstidspunkt: Tidsfrist for kommunernes indsendelse af endelig udgiftsopgørelse er 20. august følgende år. I fald kommunerne skylder staten penge, skal beløbet indbetales sammen med den løbende opgørelse. Refusion fra staten til kommunerne sker løbende over året, den første uge i hver måned. Beløbet vedr. delpension (§ 15.84) anvises til pengeinstitutterne den 3. sidste bankdag i måneden. De resterende ydelser 3. sidste bankdag måneden tidligere.

betalingsmønster: Fordeles jævnt.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning 4. sidste bankdag i måneden.

2.18 Refusion, sociale udgifter, kv:

kilde: § 15.61.01.

beskrivelse: Udbetaling til kommuner efter bistandslovens § 136 vedr. pensionister på institutioner.

betalingstidspunkt: Anvises til pengeinstitutterne den første bankdag i kvartalets anden måned.

betalingsmønster: Lige store udbetalinger i anden måned i kvartalet.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning 2. bankdag i kvartalets 2. måned.

2.19 Dagpenge, sygdom og fødsel:

kilde: § 15.51.02 (sygdom) + § 15.52 (fødsel mv.).

beskrivelse: Kommunernes forventede udgifter til dagpenge refunderes hovedsageligt med 75 pct.

betalingstidspunkt: Anvises til pengeinstitutterne den 1. bankdag i hver måned.

betalingsmønster: I hvert kvartal jævn fordeling på måneder. Jf. sidste års profil mht. kvartalernes indbyrdes størrelse.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning 2. bankdag i måneden.

2.20 Statens uddannelsesstøtte:

kilde: § 20.13.11.10 (stipendier) + § 20.13.13.10 (studielån).

beskrivelse: Styrelsen for Statens Uddannelsesstøtte yder stipendier og studielån direkte til uddannelsessøgende.

betalingstidspunkt: Udbetalingerne er til disposition for den uddannelsessøgende næstsidste hverdag i måneden. Pengene overføres til Postgiro fire dage tidligere og antages at være til pengeinstitutternes disposition 3. sidste hverdag i måneden.

betalingsmønster: Der påregnes relativt mindre udbetalinger i månederne juni, juli og december.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning 3. sidste bankdag i måneden.

2.21 Driftstilskud til skoler:

kilde: § 20.22.11 + § 20.22.12 (friskoler) + § 20.33.11 + § 20.33.12 (gymnasier mm.) + § 21.53.01 (efterskoler) + § 21.56.01 (landbrugsskoler) + § 21.56.11 (husholdningsskoler) + § 21.57.01 (folkehøjskoler).

beskrivelse: Staten yder tilskud til visse skolars tilskudsberettigede driftsudgifter (skatter mv.).

betalingstidspunkt: Beløbet forudbetales i månedlige rater til disposition for skolerne den 25. eller bankdagen før. Der er likviditetsvirkning dagen tidligere.

betalingsmønster: Jævn profil.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning én bankdag før den 25. i måneden.

2.22 Indekstillæg:

kilde: § 36.51.01.

beskrivelse: I perioden 1957–71 kunne personer mellem 18 og 57 år oprette pristalsregulerede aldersopsparinger, såkaldte indeksskontrakter, i pengeinstitutter og forsikringsselskaber. Staten garanterer "købekraften", idet udbetalingerne reguleres med forbrugerprisindekset i form af et indekstillæg.

betalingstidspunkt: Udbetales til pengeinstitutter sidste bankdag i hver måned. Til forsikringsselskaber efter anmodning.

betalingsmønster: Fordeles jævnt.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning sidste bankdag i måneden.

2.23 Dagpenge mm.:

kilde: § 17.32 (dagpenge) + § 17.46.11 (udd.ydelse) + § 17.46.21 (iværksættelse).

beskrivelse: Staten udbetaler a conto refusion til arbejdsløshedskasserne. Der skelnes mellem a-kasser, der udbetaler dagpenge månedsvis, og 14-dages kasser. De registrerede betalinger er opgjort eksklusive kildeskatter.

betalingstidspunkt: Beløbet udbetales efter anmodning fra de enkelte kasser efter dagpengeperiodens udløb via postgiro, hvor ekspeditionstiden typisk er tre dage, til modtagerens pengeinstitut. De to grupper omfatter omtrent halvdelen af de udbetalte dagpenge hver. Pengene er typisk til rådighed torsdag/fredag ugen efter dagpengeperiodens udløb. For månedskasser løber en dagpengeperiode fra næstsidste søndag i en kalendermåned til næstsidste søndag kalendermåned efter. En 14-dages periode løber fra en lige uge til og med den efterfølgende ulige uge.

betalingsmønster: På basis af sidste års profil samt forventningen til udviklingen i arbejdsløsheden.

dagsfordeling: Dagsfordeles 50/50 på torsdag/fredag efter dagpengeperiodens udløb.

2.24 Efterløn:

kilde: § 17.33.01.10.

beskrivelse: Til de statsanerkendte arbejdsløshedskasser ydes 100 pct. tilskud til udgifter til efterløn.

betalingstidspunkt: Betalingsprocedure som 2.23. En efterlønsperiode er en måned, svarende til ovennævnte dagpengemåned. Grundet lettere behandlingsprocedure vil kasserne typisk kunne indberette det anmodede efterlønsbeløb lidt

hurtigere end det anmodede dagpengebeløb, hvorfor efterlønsbeløbet vil være til rådighed i modtagerens pengeinstitut allerede torsdag efter periodens udløb.

betalingsmønster: Fordeles jævnt.

dagsfordeling: Hele beløbet placeres torsdag efter efterlønsperiodens udløb.

2.25 Genoptræningsydelse:

kilde: § 17.46.02 (private arbejdsgivere) + § 17.46.03 (kommuner).

beskrivelse: Der ydes støtte til lønudgiften ved ansættelse af langtidsledige på arbejdstilbud hos private arbejdsgivere og hos kommuner.

betalingstidspunkt: Støtten betales bagud i rater efter anmodning, 3 måneder ad gangen regnet fra ansættelsesdatoen.

betalingsmønster: Fordeles jævnt.

dagsfordeling: Dagsfordeles ikke.

2.26 Interventionskøb, netto:

kilde: § 41.21.01.

beskrivelse: Køb til og salg fra lagre af interventionsprodukter foregår for nationale midler. Omkostningerne refunderes af EF som "nettotab på intervention" (jf. 1.43) og dækkes under § 24.42.15. Interventionssystemets væsentligste likviditetsvirkning er tilførsel ved interventionskøb og opslugning ved salg. Svingningerne i de enkelte måneder kan være af betydelig størrelsesorden, hvorimod den budgetterede nettobevægelse for året som helhed typisk vil være lille.

betalingstidspunkt: Intervention forekommer løbende over året og er svært forudsigelig.

betalingsmønster: Fordeles jævnt.

dagsfordeling: Dagsfordeles ikke.

2.27 Udbetalt løn:

kilde: Standardkonto 1.11.

beskrivelse: Hovedkonti for lønninger mv., særskilt vederlæggelse, overarbejdsbetaling samt merarbejdsbetaling. Opgjort eksklusiv kildeskatter og AUD-bidrag.

betalingstidspunkt: Dispositionsdato 5. sidste bankdag i måneden.

betalingsmønster: Fordeles som udgangspunkt jævnt, med hensyntagen til eventuelle lønforhandlinger o.lign., samt udbetaling af feriepenge. Opdateres ikke løbende.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning 6. og 7. sidste bankdag i måneden.

2.28 Skat vedr. løn:

kilde: 2.27 korrigeret med kildeskatteprocent.

beskrivelse: Da de samlede kildeskatteindbetalinger mm. er medtaget under indbetalingerne, og kun de udbetalte lønninger er medtaget under 2.26, er kildeskatterne opført her som udbetaling fra staten med samme likviditetsdato som for A-skatteindbetalingerne.

betalingstidspunkt: Jf. 2.27.

betalingsmønster: Fordeles proportionalt med 2.27.

dagsfordeling: Dagsfordeles som "A-skat".

2.29 Udbetalt pension:

kilde: § 36.11+12.

beskrivelse: Pensioner til tjenestemænd.

betalingstidspunkt: Dispositionsdato 2. sidste bankdag i måneden.

betalingsmønster: Fordeles som udgangspunkt jævnt, der tages dog hensyn til satsændringer. Opdateres ikke løbende.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning 3. sidste bankdag i måneden.

2.30 Skat vedr. pension:

kilde: 2.29 korrigeret med kildeskatteprocent.

beskrivelse: Jf. 2.28.

betalingstidspunkt: Jf. 2.29.

betalingsmønster: Fordeles proportionalt med 2.29.

dagsfordeling: Dagsfordeles som "A-skat".

2.31 Anlægsudgifter:

kilde: Standardkonto 3.

beskrivelse: Byggeri og anlægsproduktion, erhvervelse af anlæg mv.

betalingsmønster: Fordeles jævnt og opdateres ikke løbende.

dagsfordeling: Dagsfordeles ikke.

3. Afdrag på statsgæld

3.1 Afdrag indl. statsobligationer:

kilde: § 42.11.01.10.

beskrivelse: Afdrag på langfristet gæld.

betalingstidspunkt: Afdragene kan dateres på basis af kendskab til obligationsgældens fordeling på serier.

betalingsmønster: Jf. ovenfor.

dagsfordeling: Dagsfordeles vha. seneste rente- og afdragsskøn samt kursliste fra Københavns Fondsbørs.

3.2 Indløsning af statsgældsbeviser:

kilde: § 42.11.01.20.

beskrivelse: Løbetiden for statsgældsbeviser er 24 mdr.

betalingsmønster: Jf. 3.1

betalingstidspunkt: Jf. 3.1

dagsfordeling: Dagsfordeles vha. seneste rente- og afdragsskøn samt kursliste fra Københavns Fondsbørs.

3.3 Opkøb af værdipapir:

kilde: § 40.12.

beskrivelse: Posten medtages for at sikre overensstemmelse mellem de afdrag, der opgøres på månedsfordelingerne og de, der opgøres på Nationabankens månedsbalance.

betalingstidspunkt: Jf. nedenfor.

betalingsmønster: Budgetteres ikke. Fremskrives med værdien nul.

dagsfordeling: Dagsfordeles ikke.

3.4 Bunden opsparing:

kilde: § 42.11.01.30

beskrivelse: Lovfastlagt engangsindbetaling i 1985 for personer med indkomst over et vist niveau. Tilbagebetales med 1/3 om året tre år frem, fra og med 1990.

betalingstidspunkt: 1. juli. Anvises til pengeinstitutterne en dag forinden.

betalingsmønster: Hele betalingen i juni måned.

dagsfordeling: Likviditetsvirkning ultimo juni.

3.5 Afdrag udenlandsk gæld:

kilde: § 42.21.

beskrivelse: Indholder ordinære afdrag samt aftalte førtidige indfrielse. Planlagte, men ikke aftalte førtidige indfrielse indgår ligeledes.

betalingstidspunkt: Afdragene kan dateres på basis af kendskab til obligationsgældens fordeling på serier.

betalingsmønster: I henhold til fordeling på serier.

dagsfordeling: Dagsfordeles ikke.

Kapitel 10.

Statens swapportefølje

10.1. Indledning

Staten indgik den første swaptransaktion i 1983. Siden er anvendelsen af dette instrument øget meget betydeligt i takt med den eksplosive udvikling i dette marked. I dette kapitel vil der blive gjort nærmere rede for instrumentets egenskaber, specielt de risici, der er forbundet ved at anvende swaps.

Ved en swap forstås en transaktion, hvor to modparter aftaler over en periode at bytte betalinger i forskellig valuta og/eller med forskellig rentefastsættelse. For låntagere anvendes swaps til at ændre sammensætningen af forpligtelserne. Det kan fx være meget gunstigt for staten at optage fast forrentede lån i JPY. Hvis der – under hensyn til rente og valutaforholdene – ikke ønskes låntagning i JPY, men derimod låntagning i form af fast forrentede DEM-lån, kan swaps med fordel anvendes. I den nævnte situation vil der dels blive optaget et lån i JPY, dels vil der blive indgået en swap, hvorunder der *fra* en swapmodpart modtages betalinger, der svarer til ydelserne på det fast forrentede JPY-lån, og *til* swapmodparten betales ydelser, som svarer til et fast forrentet DEM-lån. I tabel 10.1.1. er vist effekten af lån og swap under følgende forudsætninger:

- Lån i JPY: 25.000 mill. JPY
- Rente i JPY: 8,5 procent
- Løbetid: 5 år
- Rente i DEM under swappen: 9,5 procent
- Kursen er 97 JPY pr. DEM.

De to betalingsrækker, som en swap består af, betegnes ofte som swappens ben; aktiv-benet, hvorunder der modtages betalinger, og passiv-benet, hvorunder der betales.

Det vil naturligvis kun være relevant at optage det skitserede lån og indgå den tilhørende swap, hvis den DEM-rente, der skal betales under swappen, er mindre end den DEM-rente, der skal betales, hvis der optages lån direkte i DEM.

Tabel 10.1.1.
Betalinger på JPY-lån med tilknyttet swap til DEM

Tidspunkt	Lån	Swap		Netto
		Aktiv	Passiv	
	----- Mill. JPY -----	----	Mill. DEM ----	
0	-25.000	25.000	-258	-258
1	2.125	-2.125	24	24
-				
5	25.000+2.125	-(25.000+2.125)	258+24	258+24

Note: Et negativt beløb angiver, at staten modtager beløb.

I eksemplet er der tale om en swap med betalinger i forskellige valutaer – det benævnes en *valutaswap*. En anden type swaps er *renteswaps*, hvor der byttes betalinger med forskellig rentefastsættelse. Typisk byttes der mellem betalinger i variabel og fast rente.

Det mest udviklede marked for swaps er det, hvor det ene ben har betalinger i USD-Libor. Det kan betyde, at swaps fra én valuta til en anden i praksis indgås som to swaps, i eksemplet først fra JPY fast rente til USD-Libor og derefter fra USD-Libor til DEM fast rente. En sådan "omvej" betyder omkostninger på to swaps, men fordi der er tale om mere udviklede markeder, kan omvejen alligevel i nogle tilfælde give lavere samlede omkostninger.

Swaps kan være arrangeret af en lånearrangerende bank, der kender ønskerne til endelige forpligtelser, og som tilbyder en samlet pakke bestående af et lån og tilhørende swap.

En væsentlig del af swapaktiviteten er imidlertid isolerede swaps, der typisk indgås for at ændre gældens sammensætning på valutaer eller rentefastsættelse, og som normalt ikke knytter sig til eksisterende lån. Finansministeriet tager i sådanne tilfælde ofte selv kontakt til en eller flere af de banker, der deltager i det såkaldte swapmarked, dvs. banker som er villige til selv at være modpart i en swap.

I visse tilfælde anvendes en såkaldt swap-broker (formidler), der ikke selv indgår swaps, men som arbejder med at sætte parter sammen. Fordelen ved at anvende formidlere er, at de kan have et up to date kendskab til dels udbud og efterspørgsel på swap markedet, dels modparter i markedet. På den anden side er der omkostninger ved at anvende formidlere. Desuden viser det sig, at formidlere ofte ikke er i stand til at skaffe andre modparter end dem, Finansministeriet normalt

gør forretninger med, ligesom det sjældent er muligt at opnå bedre rentesatser gennem brug af formidlere.

10.2. Swapporteføljens udvikling

Som nævnt indgik staten første gang en swap i 1983. Tabel 10.2.1. viser omfanget af statens swaptransaktioner siden 1983.

Swap tilknyttet ny låntagning har typisk været anvendt i forbindelse med udnyttelse af gunstige markedsforhold i valutaer, hvori der ikke ønskedes yderligere forpligtelser, eller i forbindelse med specielle lånetransaktioner, som enten kunne swappes til en ønsket valuta eller til USD-Libor med henblik på yderligere swaps. Isolerede swaps er typisk blevet anvendt til at swappe fra USD-Libor til europæiske valutaer enten i forbindelse med omlægningen af gælden til en mindre USD-andel, eller fordi gunstige lånetilbud ofte resulterer i USD-Libor.

Tabel 10.2.1.
Statens swaptransaktioner 1983-90

År	Tilknyttet lån		Isolerede		I alt	
	Antal	Beløb mill.kr.	Antal	Beløb mill.kr.	Antal	Beløb mill.kr.
1983	2	1.472			2	1.472
1984	13	12.065			13	12.065
1985	12	11.560			12	11.560
1986	18	16.791	20	9.259	38	26.050
1987	7	4.764	31	15.379	38	20.143
1988	7	11.329	15	7.884	22	19.213
1989	8	9.919	7	3.439	15	13.358
1990	11	8.779	51	22.429	62	31.208

10.3. Formålet med at indgå swaps

Anvendelsen af swaps i statens gældsforvaltning har to hovedformål:

- Reduktion af låneomkostningerne for enkeltlån
- Styring af gældens sammensætning med hensyn til valutasammensætning, varighed mv.

Reduktion af låneomkostningerne ved hjælp af swaps

Som nævnt ovenfor kan det under visse markedsforhold være fordelagtigt at optage et lån i en valuta og anvende swaps til at opnå endelige forpligtigelser i en anden valuta.

Når det er muligt at anvende swaps til at opnå bedre vilkår end ved direkte låntagning, skyldes det tildels, at swaps sætter staten i stand til at udnytte visse relative fordele på forskellige markeder. Sædvanligvis har staten således fordel ved at optage fast forrentede lån. Virksomheder har typisk adgang til at optage variabelt forrentede lån eller kreditter, og mindre mulighed for at optage fast forrentede lån. De kan derfor være interesserede i at anvende swaps til at opnå fast forrentet gæld. For en nærmere diskussion af dette henvises til "Statens låntagning og gæld" 1986 (SLOG 86) side 53 ff.

Staten kan også benytte swaps til at udnytte institutionelle forhold, der muliggør gunstige resultater. Som et eksempel kan nævnes statens optagelse af et pesetas (ESB) matador lån i 1990 med efterfølgende swap til DEM, jf. omtalen af denne konstruktion i afsnit 2.4.

Styring af gældens sammensætning

Gældens valutafordeling og rentefastsættelse er helt central for låneomkostningerne og den tilhørende risiko. Gældens egenskaber med hensyn til disse forhold kan styres uden at anvende swaps, men det er vanskeligere. Ved hjælp af swaps er det derimod muligt at styre gældens sammensætning fleksibelt med hensyn til valutasammensætning og rentefastsættelse, og det med en begrænset kreditrisiko.

Hvis det ønskes at reducere gælden i en bestemt valuta uden anvendelse af swaps, kan det naturligvis ske ved at indstille låntagningen i pågældende valuta. Gælden i pågældende valuta vil så blive reduceret i takt med, at lån forfalder til afdrag. Denne metode giver imidlertid ikke mulighed for at styre gældens sammensætning synderligt præcist, idet afdrag på lån ikke nødvendigvis falder på det ønskede tidspunkt.

Alternativt kan der købes aktiver – obligationer eller andre fordringer¹⁾ – i pågældende valuta og dermed reduceres nettogælden. Køb af aktiver vil betyde, at der løbes en *kreditrisiko*. Der er en vis risiko for, at udstederen af de købte aktiver ikke kan betale sine forpligtigelser, hvorved hele det investerede beløb mistes. En anden, og måske mere realistisk, mulighed er, at udstederens kreditværdighed reduceres, hvilket kan indebære et tab ved, at markedsværdien af de købte fordringer falder. Hvis det på grund af kreditrisikoen vælges udelukkende at købe meget sikre fordringer, dvs. alene fordringer med højeste kreditværdighed som fx indenlandske statsobligationer i den pågældende valuta, vil afkastet typisk være mindre end den danske stats låneomkostninger, og det vil derfor være en ganske dyr metode til styring af gælden.

Hvis der i stor udstrækning anvendes køb af fordringer ved styringen af gælden, vil bruttogælden endvidere blive forøget meget, da det vil være nødvendigt at låne svarende til erhvervelsen af fordringerne.

Hvis det er muligt at erhverve statens egne obligationer i den ønskede valuta og med den ønskede løbetid, er der selvsagt ingen kreditrisiko forbundet med opkøb, og denne mulighed anvendes da også, når det skønnes fordelagtigt.

Ved anvendelse af swaps i stedet for køb af fordringer er kreditrisiko – en langt mindre. En swap svarer som nævnt til bytte af betalingsrækker; staten modtager fx betalinger svarende til en variabelt forrentet fordring i USD og betaler svarende til et variabelt forrentet lån i DEM. Det svarer til, at der optages et lån i DEM og erhverves et aktiv i USD. Ved en swap er der ikke risiko for, at hele aktivets værdi mistes. Der er kun en risiko svarende til forskellen i værdien mellem aktiv- og passivside, og denne forskel vil normalt være langt mindre end hele fordringens værdi.

I denne forbindelse kan terminskontrakter betragtes på linje med swaps, men terminskontrakter rummer dog typisk den begrænsning, at løbetiden er under 1 år.

10.4. Risiko på modparter ved at indgå swaps

Som nævnt er kreditrisikoen ved at anvende swaps ved styringen af gældsporteføljen mindre, end hvis der anvendes egentligt køb af fordringer. Der er dog en vis risiko forbundet med swaps, idet en swap gennem sin løbetid kan få en positiv eller negativ værdi på grund af rente- og valutakursudviklingen.

¹⁾ Finansministeriet har dog kun adgang til at købe valutaaktiver, som staten selv har udstedt.

Som et eksempel kan tages en renteswap i USD, hvor der modtages en årlig fast rente i 5 år på 10 procent og betales en variabel rente bestemt ud fra Libor-satsen hvert halve år. Swappen består således af en 5-årig fast forrentet fordring (aktiv-benet) og et 5-årigt variabelt lån (passiv-benet). Når swappen indgås vil den ikke have nogen værdi, idet aktiv- og passivbenet har samme nutidsværdi, og swappens samlede værdi vil derfor være nul.

Aktiv-benets værdi ændres imidlertid i takt med den faste rentes udvikling. Hvis renten falder, vil nutidsværdien af aktiv-benet stige, og der vil derfor fremkomme en børskursgevinst¹⁾ for staten. Jo længere varighed aktiv-benet har, jo større børskursgevinst/tab vil der opstå ved samme renteændring. I eksemplet vil børskursværdien af passivbenet – der er variabelt forrentet – derimod ikke variere særligt meget, idet varigheden er meget lav.

Hvis modparten ikke kan betale sine ydelser på 10 procent om året, og hvis markedsrenten er lavere end 10 procent – dvs der har været en børskursgevinst – vil staten lide et tab ved, at staten ikke mere vil modtage en rente på swappen, der ligger over markedsrenten. Hvis aktivbenets valuta stiger i værdi i forhold til passivbenets valuta, vil staten endvidere gå glip af en valutakursgevinst, hvis modparten ikke kan betale sine forpligtelser.

For at reducere muligheden for tab i forbindelse med modparters eventuelle manglende evne eller vilje til at betale under en swaptale anvender Finansministeriet en kontrakt, der er alment brugt blandt deltagerne i swapmarkedet, jf. kapitel 11.

10.5. Beregning af værdien af swaps

For at vurdere hvor stor statens kreditrisiko på swapporteføljen er, skal værdien af alle swaps beregnes. Beregningen af værdien af swaps indebærer dels en beregning af nutidsværdien af hvert af swappens ben og dels en opgørelse af de ubetalte, men skyldige, rentebeløb. Beregningen af nutidsværdien afhænger af, om der er tale om et fast forrentet ben eller et variabelt forrentet ben.

¹⁾ Betegnelsen *børskursgevinster/tab* anvendes som betegnelse for ændringer i fordringers/låns nutidsværdi, og er et resultat af renteændringer i modsætning til *valutakursgevinster/tab*, der er et resultat af valutakursændringer.

Beregning af nutidsværdi for fast forrentede ben

For fast forrentede swap-ben findes markedsværdien ved at beregne nutidsværdien af de fremtidige betalinger. Nutidsværdien beregnes dels ud fra de fremtidige betalinger og dels ud fra relevante rentesatser.

For at skabe et ensartet grundlag for vurderingen af swap-værdier tages der udgangspunkt i de renter, som en anerkendt bank (i dette tilfælde Bankers Trust) er villig til at indgå swaps til. Disse swap-renter viser, hvilken rente banken skal modtage i hver valuta for forskellige løbetider mod at betale USD-Libor. Dvs. der er tale om de rentesatser, der skal betales, hvis der indgås en swap, hvor staten betaler i den pågældende valuta og modtager USD-Libor. De noterede swap-renter vedrører et mindre antal løbetider, hvorfor der må gennemføres beregninger for at finde rentesatser for de mellemliggende løbetider. Herefter beregnes nutidsværdien i den valuta, hvori betalingerne falder, og derefter i danske kroner.

Beregning af nutidsværdi for variabelt forrentede ben

Swap-ben med betalinger på Libor får normalt fastsat rentebetalingen to gange om året. Ved hver rentefastsættelse er kursen 100. Det afspejler, at varigheden på benet ved rentefastsættelsen er 0.

Efter rentefastsættelsesdatoen kan den førstkommande termin betragtes som fast forrentet; varigheden på benet er derfor lig en terminsperiode (jf. SLOG 89, side 110–112), og markedsværdien vil derfor variere som følge af rentændringer. Da variabelt forrentede ben som nævnt typisk har halvårlige rentefastsættelser og –betalinger, vil varigheden højst blive 1/2 år. Det betyder at markedsværdien på variabelt forrentede ben kun vil variere lidt omkring 100. I de efterfølgende beregninger af swapporteføljens værdi er der derfor gjort den forenklende forudsætning, at markedsværdien af variabelt forrentede ben svarer til den aftalte hovedstol.

Denne forenklende forudsætning er også gjort for de swap-ben, hvor staten skal betale på basis af Libor med et fradrag, fx Libor minus 0,30 procent. I teorien skal sådanne swap-ben betragtes som to dele, dels en variabelt forrentet del med en forrentning på Libor, og dermed en kurs på 100, og dels en fast del, der svarer til en annuitet med betaling hver termin på 0,30 procent om året. Værdien af den sidste del beregnes som for andre fast forrentede ben og trækkes fra værdien af den variable del.

Andre forhold ved beregning af værdien af swaps

Et swap-ben kan bestå af betalinger i flere valutaer. Som eksempel kan nævnes en konstruktion, hvor der optages et lån, hvor hovedstolen er benævnt – og betales tilbage – i JPY, mens renterne betales i AUD. Staten er typisk ikke interesseret i sådanne lån, og indgår derfor straks en swap til fx variabelt forrentede USD. Denne swap indeholder derfor som det ene ben to dele, dels en betaling svarende til rentebetalingerne i AUD, dels tilbagebetalingen i JPY. Værdien af dette ben beregnes ved at beregne nutidsværdien for hver del og omregne til DKK ved hjælp af valutakursen på henholdsvis AUD og JPY.

Udover at der kan være forbundet en kreditrisiko til en swap, der har en positiv markedsværdi, fordi renter eller valutakurser har ændret sig til gunst for staten, kan der være en kreditrisiko forbundet med ikke betalte renter. Typisk betales renter på fast forrentede swap-ben hvert år, mens der betales renter på variabelt forrentede ben to gange om året. Hvis der modtages fast rente og betales variabel rente, vil staten derfor kunne komme til at stå i den situation, at den har betalt en modpart en halvårsrente, men at modparten ikke er i stand til at betale helårsrenten. Selv om swappen ikke har værdi, vil der kunne opstå et tab på et halvt års rentebetaling på det variable ben.

For visse swaptransaktioner kan risikoen for at tabe alle betalte renter være meget stor. Det drejer sig om swaps, hvor der swappes ud af lange nul-kupon-lån. Under swappen skal der typisk betales renter hvert år eller hvert halve år. Modparten skal derimod først betale renter når nul-kupon-lånet forfalder. Hvis der fx er tale om et 15-årigt nul-kupon swap-ben, vil staten igennem 15 år betale renter, men først modtage betaling ved den sidste termin. I sådanne tilfælde vil der normalt blive stillet særlige krav til modparten for at sikre, at betalingsevnen faktisk er tilstede efter de 15 år. Det kan fx være krav om, at modparten stiller sikkerhed for sine betalinger.

Selv om betalingen på to ben forfalder på samme dag, kan der være en vis transaktionsrisiko, idet der ikke nødvendigvis er sikkerhed for, at modparten betaler samtidigt. Denne risiko kan elimineres ved at indsætte betalinger på en spærret konto, indtil modpartens betalinger er indgået. For den danske stats vedkommende har man ikke fundet det nødvendigt med sådanne foranstaltninger.

10.6. Forskellige swaptypers risikoprofil

Som nævnt er værdien af en swap 0, når den indgås, hvorefter den kan udvikle sig positivt eller negativt. Det potentielle udviklingsmønster for

værdien (og dermed kreditrisikoen) er forskelligt for de forskellige swaptyper.

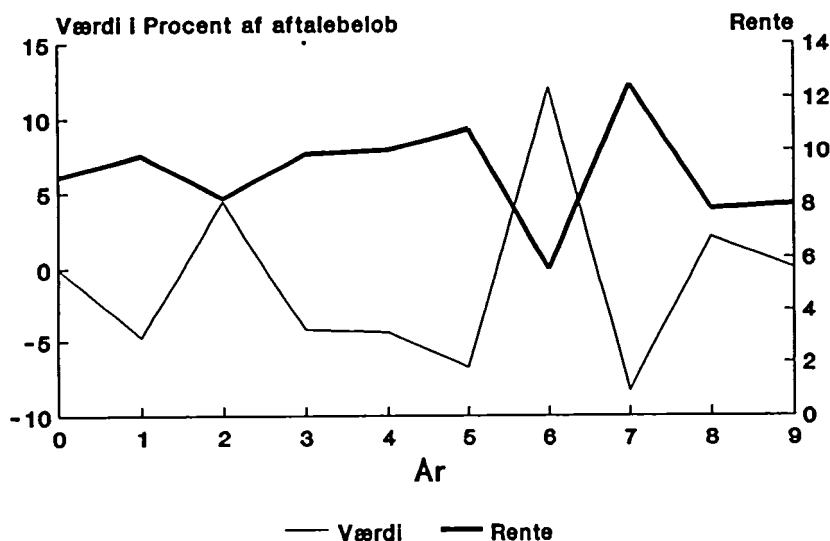
Til vurdering af risikoprofilen for swaps kan der anvendes flere metoder. En metode er at danne en række sandsynlige rente- og valutakursudviklinger og ud fra disse at beregne værdien på forskellige tidspunkter. Ved hjælp af denne såkaldte Monte-Carlo metode kan det beregnes indenfor hvilke grænser, værdien mest sandsynligt vil ligge på fremtidige tidspunkter.

Renteswaps risikoprofil

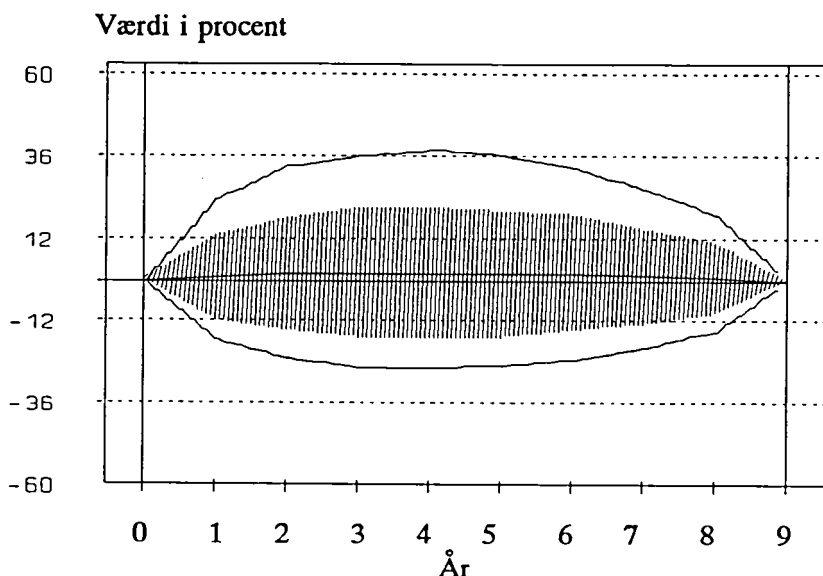
Figur 10.6.1. viser værdien af en swap, hvor der over en perioden på 9 år betales 9 pct. i årlig rente og modtages variabel rente, som en funktion af en mulig udvikling i renten over perioden. En negativ værdi betyder, at staten har en kreditrisiko på swappen.

Renteudviklingen er dannet ved at antage, at renten hvert år kan stige eller falde med et tilfældigt tal, der har en middelværdi på 0 og en spredning på 2 pct. p.a. Når swappen indgås er dens værdi 0. Værdien for modparten stiger derefter, når renten falder, mens værdien falder, når renten stiger.

Figur 10.6.1.
Udviklingen i værdien af en renteswap



Figur 10.6.2.
Sandsynlige markedsværdier for en renteswap



Ved udløb har swappen igen en værdi på 0. Hvor meget den stiger eller falder ved en given renteændring afhænger af varigheden på det fast forrentede ben. Varigheden vil falde i takt med, at swappen nærmer sig udløbet, og derfor vil samme ændring i renten have mindre og mindre indvirkning på swappens værdi.

Ved at forsøge med mange forskellige og tilfældigt udvalgte renteutviklinger (her 2000) er det muligt at danne sig et indtryk af, hvor de mest sandsynlige værdier af swappen vil ligge.

Figur 10.6.2. viser den mest sandsynlige udvikling i kursværdien for en renteswap på baggrund af de tilfældigt dannede renteutviklinger. Det skraverede område angiver spredningen på swappens værdi inden for hvilken, swappens værdi ligger i ca. 70 procent af tilfældene. Kurverne angiver det område, hvor værdien i 95 procent af tilfældene vil ligge. Profilen afspejler dels den før nævnte effekt af, at varigheden på det fast forrentede ben aftager igennem løbetiden, dels at det i beregningen antages, at det er begrænset, hvor meget renten ændrer sig i hver periode. Det betyder, at risikoen er mindre i starten af swappens løbetid.

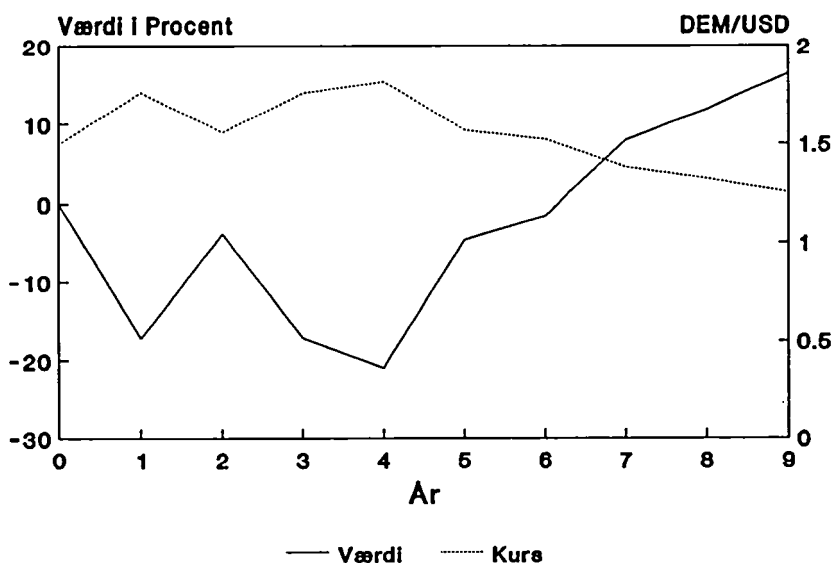
Valutaswaps risikoprofil

Som for renteswaps kan der opstilles mulige udviklinger i valutaswaps værdier. Figur 10.6.3. viser værdien af en swap, hvor der modtages variabelt forrentet USD og betales variabelt forrentet DEM. Ved indgåelse af swappen antages kursen at være 1,5 DEM pr. USD. I det viste – hypotetiske – forløb falder USD-kursen efter det fjerde år. Det betyder, at swappen får værdi for modparten.

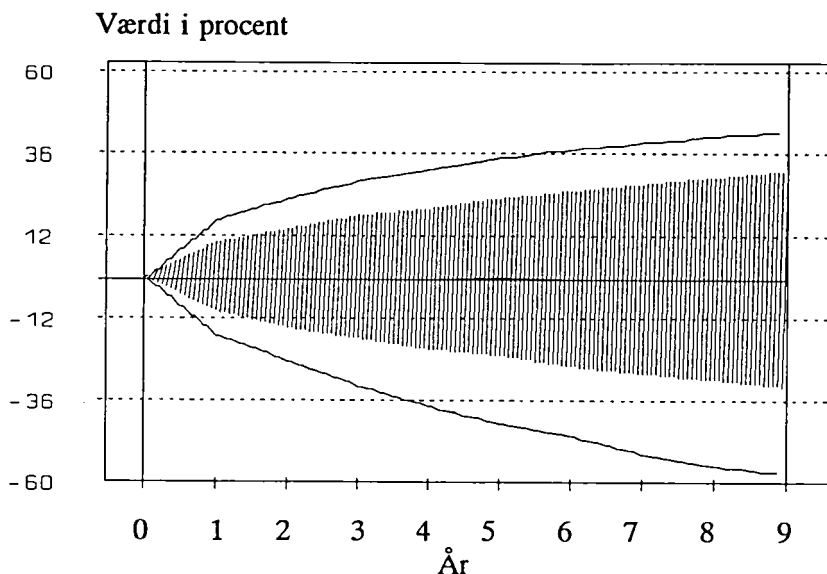
Ved at gentage en stort antal mulige valutakursforløb kan der også her findes de mest sandsynlige værdier af valutaswappen.

Den sandsynlige værdi af en valutaswap er ikke bundet til værdien 0 ved udløbet. Derfor vil risikoen gennem swappens løbetid være stigende, jf. figur 10.6.4.

Figur 10.6.3.
Udvikling i værdien af valutaswap



Figur 10.6.4.
Sandsynlige markedsværdier for en valutaswap



10.7. Risikoprofilen ved en swap, hvor der modtages nul-kupon-betalinger

Som tidligere nævnt har ubetalte renter også en vis værdi. Ved swaps mellem fast og variabel rente, hvor der betales 2 gange om året og modtages 1 gang om året, er der maksimalt skyldige renter svarende til 1/2 års renter. Dette beløb er forholdsvis begrænset i forhold til swappens værdi.

Hvis der derimod er tale om en swap, hvor der modtages betalinger svarende til et langt nul-kupon-lån, og der betales 1 eller 2 gange om året, kan der være tale om meget store ubetalte renter. Som et eksempel kan nævnes et 15-årigt nul-kupon-lån, der udbetales til kurs 25, og som swappes til et lån med en fast rente på 10 pct. Betalingsstrømmene på denne konstruktion vil se ud som anført i tabel 10.7.1.

I år 15 skal modparten betale et beløb (100 mill), der er 4 gange det oprindelige provenue på lånet (25 mill). Hvis modparten ikke er istand til at betale sine forpligtigelser ved udløb, er der med andre ord tale om et meget betydeligt tab ved denne konstruktion.

Tabel 10.7.1.**Betalinger på nul-kuponlån med tilknyttet swap til variabel rente**

Tidspunkt	Lån	Swap		Netto
		Aktiv	Passiv	
		----- Mill. -----		
0	-25	25	-25,0	-25,0
1	0	0	2,5	2,5
2	0	0	2,5	2,5
-				
-				
15	100	-100	25+2,5	25+2,5

Note: Et negativt beløb angiver at staten modtager beløb.

Derfor indgås sådanne transaktioner kun, hvis der er ydet tilfredsstillende sikkerhed for, at modparten kan honorere sine forpligtigelser. Et eksempel herpå er de nul-kupon-lån, der i 1990 er blevet optaget i FRF, jf. omtalen i afsnit 2.4.

10.8. Swapporteføljen fordelt på modparterers kreditværdighed og værdi

For at beregne statens risiko overfor de enkelte modparter, kan alle swaps med pågældende modpart lægges sammen, hvorved nettoværdien af swaps med pågældende modpart fremkommer. Det er imidlertid ikke fuldstændigt sikkert, at nettoværdien er et relevant risikobegreb. Dette spørgsmål drøftes nærmere i kapitel 11.

Når der kan herske tvivl omkring de juridiske forhold ved swaps, skyldes det, at der kun har været ganske få tilfælde, hvor der har været manglende betalinger på swaps. Staten har aldrig været ude for manglende betalinger i forbindelse med swaps. Statens politik er da også kun at indgå swaps med modparter, der har en tilfredsstillende kreditværdighed. Vejledende er de "ratings", som de særlige kreditvurderingsinstitutter har opstillet. Finansministeriet kræver en rating, der er mindst lige så god som statens, eller at der på anden måde er tilstrækkelig sikkerhed. Når staten alligevel har swaps med modparter, der har en ringere rating, end der

kræves ved indgåelse af swaps, skyldes det især, at visse modparter rating er blevet dårligere gennem swappens løbetid.

I tabel 10.8.1. vises en oversigt over swapporteføljens fordeling på modparter rating og værdi. Værdien er opgjort dels som nettoværdien af alle swaps med modparten, dels som summen af swaps med værdi for henholdsvis modparten og staten.

Som det fremgår, har statens swaps udviklet en ganske betydelig værdi både til fordel for staten og (især) til fordel for modparterne. Dette afspejler især værdien af de swaps, der er indgået fra USD til europæiske valutaer på et tidspunkt, hvor dollarkursen var højere end ultimo 1990. På den anden side har resultatet af at anvende swaps været, at de løbende renteudgifter har været lavere, end hvis der ikke var blevet anvendt swaps, således at den aktuelle gældssammensætning skulle have været tilvejebragt ved låntagning direkte i de respektive valutaer. Swapporteføljens værdiforskydninger kan derfor ikke vurderes isoleret fra de øvrige transaktioner.

Tabel 10.8.1.

Værdi ultimo 1990 af swaps grupperet efter modparter rating hos Standard & Poor's. Mia.kr.

	Samtlige	Swaps med værdi for	
		Modpart	Staten
Uden rating	1,7	3,4	1,7
AAA	2,2	2,8	0,7
AA+	0,0	0,2	0,2
AA	1,5	3,1	1,6
AA-	0,8	1,0	0,2
A+	0,3	0,3	0,0
A	-0,1	0,1	0,2
A-	0,1	0,1	0,1
BBB+	0,0	0,4	0,4
I alt	6,6	11,5	5,0

På baggrund af de risici, som der trods alt er forbundet med at anvende swaps, vil der før indgåelse af nye swaps ikke alene blive set på modpartens "rating", men også på hvor mange swaps staten har med den pågældende modpart, hvilken værdi de har og hvilken værdi de potentielt kan få, således at der ikke bliver meget store risici på enkelte modparter.

Konkluderende kan det konstateres, at swaps bidrager til at give staten bedre lånevilkår og en fleksibel mulighed for styring af gælden, men at swaps indebærer en vis risiko, som må overvåges.

Kapitel 11.

Det kontraktmæssige risikobegreb i swap-kontrakter

11.1. Indledning

I kapitel 10 er der givet en kort omtale af statens muligheder for at afdække kreditrisikoen på en swapmodpart (kap. 10.4.) Nærværende kapitel omtaler mulighederne for at begrænse kreditrisikoen ved særlige kontraktbestemmelser herom.

I enkelte tilfælde har staten krævet garanti for betalingerne under en swap og evt. yderligere sikkerhed i form af håndpant i fordringer fra et moderselskab, såfremt swappen er indgået med et datterselskab.

Som nævnt i kapitel 10.8. indgår staten normalt kun swaps med modparter, der har mindst lige så god rating som staten. Inden for det seneste år er der sket en væsentlig forringelse af en række bankers rating, heriblandt banker, som er statens swapmodparter, og som på tidspunktet for swapaftalens indgåelse havde en tilfredsstillende rating. Staten har endnu ikke kontraktligt forsøgt at afdække risikoen ved en sådan ændring af kreditvurderingen, idet dette ikke vil være i overensstemmelse med markedspraksis. I et enkelt tilfælde har staten dog efterfølgende kunnet dække sig ind ved at acceptere transport af rettigheder og forpligtelser ifølge en swapaftale fra en swapmodpart med forringet rating (her var der reelle betalingsvanskeligheder) til en modpart med bedre rating.

Den vigtigste metode til begrænsning af kreditrisikoen er benyttelsen af en standardkontrakt, som indeholder beregningsprincipper for opgørelse af swapbetalinger i tilfælde af en af parternes misligholdelse. Resten af kapitlet indeholder en beskrivelse af disse beregningsprincipper og konsekvenserne af deres anvendelse over for solvente og insolvente modparter.

11.2. Definition

I juridisk henseende er en swap en gensidigt forpligtende aftale om erlæggelse af fastsatte pengeydelse til fastsatte tidspunkter (terminer). At en swap er en gensidigt forpligtende aftale og ikke to af hinanden uafhængige fordringer er af afgørende betydning, ikke mindst i en konkurssituation, jf. afsnit 11.9.

11.3. Standardkontrakten (ISDA)

De fleste løbende swaps og alle nye swaps er indgået/indgås på grundlag af en standardaftale, en såkaldt "Interest Rate and Currency Exchange Agreement", udarbejdet i 1987 af International Swap Dealers Association (ISDA).

Standardaftalen er en såkaldt "Master Agreement" ("master"), der fastsætter de almindelige kontraktretlige vilkår (parternes almindelige forudsætninger for indgåelse af aftalen, kontraktens misligholdelse, kontraktens ophævelse mv.), hvorunder to parter kan indgå konkrete swaptransaktioner med hinanden.¹⁾

Da masteren omfatter alle enkelte swapaftaler med en og samme modpart, er kontraktudarbejdelsen vedr. enkelte swaps begrænset til en kortfattet "Confirmation", der indeholder de konkrete finansielle betingelser for swappen, herunder det nominelle beløb, løbetid, forrentning, betalingsterminer etc.

I henhold til masteren er hver confirmation en del af og et supplement til denne, og master og alle confirmations udgør tilsammen én enkelt kontrakt.

11.4. Betaling efter et nettoprincip ("Netting")

Betalinger med samme forfaldsdato i samme valuta under en swaptransaktion skal ifølge masteren ske ved udligning, således at der kun kommer et nettobeløb til betaling²⁾. Hvis det udtrykkeligt fremgår af masteren, kan parterne vælge at udstrække nettoprincippet til betalinger under andre swaptransaktioner med samme forfaldsdato og i samme valuta.

¹⁾ Desuden indeholder aftalen klausuler om lovvalg og værneting, dvs. regler om, hvilket lands retsregler, der skal anvendes på kontrakten og hvilket lands domstole, der er kompetente. Normalt vælges engelsk ret og engelske domstole. Henvisningen til engelsk lov udelukker dog ikke anvendelse af andre landes retsregler, fx i tilfælde, hvor en swapmodpart med domicil uden for Storbritannien bliver insolvent og hans bo bliver taget under konkursbehandling i domicillandet. Om swapaftalen i tilfælde af en af parternes konkurs se afsnit 11.9.

²⁾ I juridisk henseende sker der ved betaling efter nettoprincippet en *novation*, dvs. at det gensidige skyldforhold ved parternes samtykke ophører og afløses af et nyt, ensidigt skyldforhold mellem de samme parter.

11.5. Nettoprincippet som risikobegrænsning ved misligholdelse

Den vigtigste følge af, at parterne betragter masteren og underliggende confirmations – uanset antallet – som en enkelt kontrakt, er adgangen til at ophæve kontrakten ved misligholdelse af blot en enkelt swap¹⁾.

Hvis den ene part fx udebliver med betaling af et forfaldent rentebeløb i henhold til en renteswap, kan den anden part hæve kontrakten, selv om eventuelle øvrige swaps under aftalen er valutaswaps eller renteswaps i en anden valuta end den misligholdte renteswap.

Det økonomiske opgør efter kontraktens ophævelse sker efter et nettoprincip, nemlig som en samlet beregning og udligning til et nettobeløb af de positive og negative værdier²⁾ af de enkelte swaps. Herved kan den ikke misligholdende parts ("A") tab reduceres. Til gengæld har A ikke mulighed for at vælge at fastholde swaps med værdi for ham og slippe for swaps med værdi for modparten. Desuden krediteres den misligholdende part ("B") for swaps med værdi for ham.

11.6. Beregningsmetoden

Hvis parterne ikke udtrykkeligt har valgt en anden beregningsmetode³⁾, opgøres betalingerne i henhold til en kontrakt, der hæves som følge af B's misligholdelse, efter følgende principper⁴⁾:

¹⁾ Dette og de flg. afsnit beskriver retsvirkningerne af manglende (rettidig) betaling. Andre former for misligholdelse medfører tilsvarende retsvirkninger. Kontrakten giver desuden mulighed for ophævelse pga. visse efterfølgende omstændigheder, der ikke kan tilregnes parterne. I de sidstnævnte tilfælde foregår det økonomiske opgør efter et modificeret nettoprincip.

²⁾ Begrebet "positiv/negativ værdi" refererer til den ISDA-definition, som er omtalt i 11.6.E.

³⁾ Af andre beregningsmetoder kan nævnes den såkaldte "alternative" beregningsmetode ("modified one-way payments") som er nærmere omtalt i afsnit 11.7., samt forskellige former for "two-way payments".

⁴⁾ Beskrivelsen er stærkt forenklet i forhold til bestemmelserne herom i masteren.

- A. A fastsætter i henhold til nærmere bestemmelser i masteren datoen for kontraktens ophævelse ("Early Termination Date").
- B. Herefter bestemmes markedsværdien ("Market Quotation") pr. ophævelsesdatoen for hver enkelt swap under kontrakten. I beregningen indgår samtlige fremtidige betalinger på swaps efter ophævelsesdatoen. Markedsværdien repræsenterer A's omkostninger ved at indgå en swapaftale til erstatning for den ophævede – en swapaftale, der bevarer værdien af de fremtidige betalingsforpligtelser, som parterne ville have haft, hvis aftalen ikke var blevet ophævet. En positiv markedsværdi er altså udtryk for at swappen har udviklet sig til fordel for A. En negativ for at udviklingen har været i B's favør.

Markedsværdierne bestemmes som gennemsnittet af de vurderinger, som fire førende mæglere på det pågældende swapmarked når frem til. Markedsværdien kan derfor beskrives som summen af de beløb, A skal betale, henholdsvis modtage i betaling, for at få en mægler til at påtage sig B's forpligtelser.

- C. Endelig opgøres ubetalte beløb for tidsrummet før kontraktens ophævelse. Det drejer sig om B's forfaldne, men ubetalte ydelser og om ydelser, som er tilbageholdt af A pga. misligholdelsen.
- D. Nettobeløbet fremkommer efter følgende beregning:
1. Summen af positive markedsværdier og negative markedsværdier.
Hertil lægges
 2. Ubetalte beløb, der skyldes til A.
Herfra trækkes
 3. Ubetalte beløb, der skyldes til B.
- E. Hvis nettobeløbet er større end nul (positivt), betales det af B. Hvis nettobeløbet er mindre end nul (negativt), betales der ikke af nogen af parterne¹⁾.

¹⁾ Hvis der af parterne er indgået swaps i forskellige valutaer, beregnes nettobeløbet i den valuta, der af parterne er fastsat i masteren ("Termination Currency"). Kurserne fastsættes pr. ophævelsesdatoen.

11.7. Eksempler på opgørelser efter misligholdelse

Box 11.7.1.

Eksempel 1

A og B har indgået 2 renteswapaftaler, begge i DKK under én master. Ifølge begge aftaler skal der betales halvårligt. Ifølge swap 1 betales der 1.apr. og 1.okt. Swap 2 har 7.apr. og 7.okt. som betalingsdatoer.

B betaler ikke swap 1 den 1.okt, og A hæver kontrakten med virkning fra den 8.okt.

Der skyldes af B på swap 1 den 1.okt. DKK 1.000.000. På swap 2 skyldes der af A den 7.okt. DKK 200.000.

Swap 1 har en positiv markedsværdi på DKK 3.700.000. Swap 2 har en negativ markedsværdi på DKK 4.400.000.

Nettoberegningsprincippet giver følgende resultat (set fra A's synspunkt):

	DKK 3.700.000
	+ -4.400.000
Summen af markedsværdier:	-700.000
Ubetalte beløb, B skylder A:	+ 1.000.000
	300.000
Ubetalte beløb, A skylder B:	- 200.000
Nettobeløb at betale til A:	DKK 100.000

Box 11.7.2.

Eksempel 2

Hvis – alt andet lige – det ubetalte beløb, der skyldes til A i ovenstående eksempel er DKK 800.000, bliver nettobeløbet 100.000 i B's favør, hvilket indebærer, jf. 11.6.E., at der ikke skal betales af nogen af parterne.

Box 11.7.3. Eksempel 3

Der findes en *alternativ* beregningsmetode, hvorefter en negativ sum af markedsværdier regnes = 0. I så fald skal der alene ske modregning vedr. ubetalte beløb, hvilket i eksempel 1 ville betyde et nettobeløb til A på DKK 800.000, i eksempel 2 et nettobeløb til A på DKK 600.000.

11.8. Vurdering af beregningsprincipperne

Bestemmelserne om det økonomiske opgør ved misligholdelse er i sig selv et væsentligt incitament for solvente kontraktsparter til at undgå misligholdelse.

Beregningsprincipperne har til formål, at den part, som ikke har misligholdt (A), under forudsætning af B's solvens mindst vil blive stillet, som om kontrakten ikke var hævet, eller med andre ord: den skadelidte kontraktspart modtager en erstatning, svarende til den positive opfyldelsesinteresse, dvs. en erstatning, der i økonomisk henseende stiller ham, som om kontrakten var rigtig opfyldt¹⁾. Der kan endda ske at A bliver bedre stillet, nemlig hvis nettobeløbet som i eksemplet i box 11.7.2. er i B's favør. Desuden sikrer principperne mod, at B tvinger A til at realisere en negativ markedsværdi. En sådan tvangsrealisation kan – hvis A er et pengeinstitut – have stor betydning for det regnskabsmæssige resultat.²⁾

Den part, som har misligholdt kontrakten (B), får dog (som nævnt under 11.4.) samtidig gavn af de tilfælde, hvor kontrakten (alle swapaftaler) udviser en negativ markedsværdi (dvs. har udviklet sig til fordel for ham), og hvor den negative markedsværdi kan modregnes i ubetalte beløb til A.

Det må dog præciseres, at dette synspunkt ikke slår igennem ved den såkaldt "alternative" beregningsmetode.

¹⁾ Masterens bestemmelser om mæglervurdering svarer i princippet omtrent til reglerne om dækningskøb i den danske købelovs §25.

²⁾ Nemlig således, at bankens aktiver forøges så meget, at solvenskravet (forholdet mellem ansvarlig kapital, evt. ansvarlig indskudskapital på den ene side og vægtede aktiver og ikke balanceførte poster på den anden side) ikke er opfyldt. Sådanne regler gælder i EF og omtrent tilsvarende i USA. Se for dansk rets vedkommende lov nr. 306 af 16. maj 1990 om ændring af lov om banker og sparekasser mv., §21 ff.

Hvis summen af negative markedsværdier ved den "alternative" metode overstiger summen af positive markedsværdier kan B risikere at skulle betale en erstatning til A, som overstiger A's tab.¹⁾

11.9. Risikobegrænsning i konkurs

Beregningsprincipperne forudsætter naturligvis, at der er økonomisk dækning for et evt. erstatningskrav (nettobeløbet). Denne forudsætning kan som udgangspunkt ikke opfyldes, dersom B træder i konkurs efter ophævelsen, men inden et evt. nettobeløb er betalt.

Hvis der ikke er ydet A sikkerhed for B's betalinger i form af pant, selvskyldnerkaution eller lignende, og hvis det er praktisk umuligt at lade en anden/andre part(er) indtræde i kontrakten²⁾, må A efter dansk ret som udgangspunkt lade sig nøje med at anmelde et evt. erstatningskrav i konkursboet som almindeligt konkurskrav. A vil herved lide et tab, som kun i begrænset omfang opvejes af den dividende, han vil få udbetalt som simpel kreditor.

En anden situation foreligger, hvis B træder i konkurs, uden at swap-kontrakten er misligholdt. I mange retssystemer³⁾ giver selve konkursen ikke en medkontrahent adgang til at hæve en gensidigt bebyrdende aftale. Konkursboet kan tænkes at være interesseret i at fortsætte kontrakten, og i så tilfælde kan boet normalt indtræde i de af skyldneren indgåede gensidigt bebyrdende aftaler⁴⁾.

Hvis boet vælger ikke at indtræde, kan medkontrahenten hæve aftalen og kræve erstatning som almindeligt konkurskrav for sit tab ved at aftalen ikke opfyldes⁵⁾, jf. ovenstående. Hvis boet indtræder i aftalen, men misligholder, skal et erstatningskrav efter dansk ret udredes som massekrav, dvs. forud for simple krav. Boets ret til indtræden er imidlertid ikke forenelig med ISDA-masterens bestemmelser. Iflg. masteren

¹⁾ I tilfælde af B's konkurs, jf. 11.9., vil den alternative beregningsmetode i det nævnte eksempel – i alt fald efter dansk ret – ikke kunne gøres gældende over for konkursboet, idet den erstatning, der tilkommer A, ikke kan overstige den positive opfyldelsesinteresse uanset A og B's aftale herom.

²⁾ Her tænkes ikke på konkursboets evt. indtræden, som behandles nedenfor.

³⁾ Fx dansk, engelsk og amerikansk ret.

⁴⁾ Jf. for dansk rets vedkommende konkurslovens § 55, stk. 1.

⁵⁾ Efter dansk ret: Konkurslovens § 59.

ophæves kontrakten "automatisk" ved konkursens indtræden (altså selv om B ikke har misligholdt betalingsforpligtelsen over for A).

Efter dansk ret vil boet antagelig have ret til at indtræde uanset modstående aftaler mellem parterne¹⁾. Omtrent tilsvarende regler har også for swaps vedkommende indtil for nylig været gældende i amerikansk ret²⁾.

Umiddelbart skulle man mene, at boets indtræden normalt skulle sikre A en bedre retsstilling (nemlig kontraktens opfyldelse) end fastholden ved kontraktens hævebestemmelser, hvor A kunne risikere som simpel kreditor alene at få delvis dækning for sit tab. Dette synes i alt fald at måtte gælde, såfremt boet i forbindelse med indtræden i kontrakten stiller den nødvendige sikkerhed for kontraktens gennemførelse. Denne bedre retsstilling må imidlertid forudsætte, at boet forpligtes til at indtræde i alle swaps med samme master, uanset om de enkelte swaps har positiv eller negativ værdi for boet.

Det har – særlig blandt angelsaksiske medlemmer af ISDA – været drøftet, om konkursboet ved at indtræde i en swapkontrakt kan vælge og vrage mellem kontraktens enkelte swaptransaktioner (såkaldt "Cherry Picking") og dermed indtræde i swaps, fordelagtige for boet, men forkaste swaps uden værdi for boet. En sådan "Cherry Picking" ville naturligvis gøre det oven for beskrevne nettoberegningsprincip mere eller mindre illusorisk og ville samtidig kunne medføre et større tab for A, end hvis hele kontrakten blev ophævet.

På denne baggrund er forbundslovgivningen i USA³⁾ nu ændret, således at der udtrykkeligt er fastsat bestemmelser om konkursbehandling af swaps. Bestemmelserne indebærer, at parterne, efter at konkursbegæring er afgivet, som overvejende hovedregel straks kan ophæve swapkontrakten og beregne erstatning efter et nettoprincip på basis af hele kontrakten (alle confirmations under samme master). Om der vil kunne betales fuld erstatning til A, må dog afhænge af, om der er ydet A gyldig sikkerhed for betalinger i henhold til kontrakten. Herefter synes ISDA-masterens

¹⁾ Munch: Kommenteret konkurslov, 6. udg. 1988, ss. 356–57 og 373–74. Noget andet er, om boet overhovedet er interesseret i at indtræde i en swaptale med længere løbetid.

²⁾ Federal Bankruptcy Code, Section 365(e). Engelsk ret (Insolvency Act 1986) synes derimod at have valgt den løsning, at parternes aftale kan fortrænge indtrædelsesretten.

³⁾ The Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act of 1989 (9.8.89). (Omfatter pengeinstitutter). Desuden er Federal Bankruptcy Code (omfatter selskaber iøvrigt) blevet ændret d. 25.6.1990.

bestemmelser om ophævelse som følge af konkurs normalt at kunne bringes i anvendelse i USA.

Om "Cherry Picking" kan undgås i andre retssystemer, og om de pågældende nationale domstole vil anerkende det anvendte nettoberegningsprincip ved erstatningsopgørelsen, synes endnu uvist.

Der ses endnu ikke at være domstolsafgørelser, der tager stilling til problemerne, men det synes at fremgå af de responsa, som ISDA har modtaget fra internationale advokatfirmaer, at en master med tilhørende enkeltaftaler (confirmations) formentlig af en række¹⁾ OECD-landes domstole vil blive betragtet som én kontrakt, og at erstatning vil kunne fastsættes efter det beskrevne nettoberegningsprincip.

Tilsvarende gælder antagelig også iflg. dansk konkursret, jf. konkurslovens §56, stk.1, hvorefter boet, hvis det indtræder i aftalen, bliver berettiget og forpligtet på aftalens vilkår, og §59, hvorefter erstatningskravet, hvis boet ikke indtræder, omfatter tab ved, at aftalen ikke opfyldes, dvs. positiv opfyldelsesinteresse²⁾.

11.10. Konklusion

1980'ernes kapitalliberalisering har fremmet anvendelsen af nye finansielle instrumenter, herunder swaps, og har dermed affødt et behov for en international regulering af parternes mellemværender.

Kapitalliberalisering er imidlertid ensbetydende med offentligretlig deregulering. I de senere år er der kun få eksempler på, at et større antal stater har gennemført ensartet kapitalmarkedsregulering ved konvention eller på anden måde.³⁾

Brugen af internationalt privatretlige standardkontrakter, fx ISDA-masteren, er derfor af afgørende betydning for omsætningens sikkerhed.

Ovenstående gennemgang af dele af masteren viser imidlertid, at det internationale kapitalmarked ikke kan reguleres alene ved brug af standardkontrakter.

Masterens beregningsprincipper er ved ophævelse pga. misligholdelse af betalingspligten et rimeligt grundlag for det økonomiske opgør mellem solvente parter og et velegnet instrument til begrænsning af kreditrisikoen.

¹⁾ Storbritannien, Canada, Vesttyskland, Japan og (med visse reservationer) Frankrig.

²⁾ Det er dog usikkert, om beregningen i tilfælde af negativt nettobeløb (jf. 11.6.E. og 11.7., eksempel 2) er i overensstemmelse med §59.

³⁾ Som eksempel kan nævnes de i note 2 til afsnit 11.8. nævnte omtrent ensartede regler i USA og EF for pengeinstitutters solvens og vægtning af aktiver.

Hertil kommer, at kontrakten virker præventivt og er egnet til at holde selvjustits på markedet. Det internationale kapitalmarkeds aktører undgår i videst mulig udstrækning offentlighed med hensyn til tvister mellem aktørerne, idet sagsanlæg og domme¹⁾ kan påvirke kredit- og indtjeningsmulighederne. Samtidig er nationale domstole måske ikke de bedst egnede fora til at træffe afgørelse på dette specielle område.

Offentlighed og manglende sagkundskab kan ganske vist delvis undgås ved voldgiftsaftaler. Voldgift er imidlertid ifølge sagens natur ikke anvendelig, når det drejer sig om konkurs, og det er netop i konkurssituationen, ISDA-masterens mangler som reguleringsredskab til begrænsning af kreditrisikoen viser sig tydeligst.

Swapparterne er i konkurssituationen prisgivet de nationale domstole, og retten i den jurisdiktion, hvor konkursbehandlingen foregår, vil uanset lovvalgsklausuler lægge den pågældende jurisdiktions konkursregler til grund for konkursbehandlingen.

Der må samtidig præciseres, at masteren tjener omsætningens sikkerhed på det internationale marked, mens formålet med den nationale konkursbehandling er konkurskreditorenes ligelige fyldestgørelse.

Som det fremgår af afsnit 11.9., er det kun den amerikanske forbundslovgivning, som indeholder en afvejning af disse delvis modstridende hensyn, og som giver rimelig sikkerhed for, at masterens bestemmelser vil blive opretholdt også i tilfælde af konkurs. Det skal dog fremhæves, at en fuldstændig afdækning af kreditrisikoen hverken efter masteren eller amerikansk forbundslovgivning kan ske, uden at fallenten (B) har stillet tilstrækkelig og gyldig sikkerhed for betalingerne til A. I modsat fald vil størrelsen af A's erstatning efter nettoprincippet afhænge af boets midler.

I andre jurisdiktioner vil opgøret i tilfælde af B's insolvens afhænge af, om den pågældende lovgivning af hensyn til maximeringen af konkurskreditorenes dividende opretholder princippet om boets indtrædelsesret. Indtræder boet med nødvendig sikkerhedsstillelse, og fastholdes nettoprincippet, vil A's risiko på modparten være afdækket i tilsvarende udstrækning, som hvis B efter amerikansk ret har stillet sikkerhed for betalingerne. I tilfælde af boets indtræden er resultatet ikke opnået ved brug af masteren, men ved anvendelse af nationale konkursregler.

Hvis boet ikke indtræder, opstår spørgsmålet om, hvorvidt nettoprincippet kan tilsidesættes ved at tillade "Cherry Picking". Der foreligger

¹⁾ På swapmarkedet kendes kun en enkelt dom (Anthony John Hazell v. London Council of Hammersmith & Fulham, endelig afgørelse truffet af det britiske Overhus i januar 1991), hvor sagen var anlagt af en offentlig revisionsmyndighed (Audit Commission) og angik kommunens bemyndigelse til at indgå swappaftaler.

endnu ikke domstolsafgørelser, men alene advokatresponsa, der peger på, at nettoprincippet i en række OECD-lande vil blive fastholdt.

Kapitel 12.

Salg af kroneobligationer til udlandet

12.1. Indledning

Siden slutningen af 1960'erne, hvor erhvervslivet fik visse muligheder for at optage finanslån i udlandet, er restriktionerne på kapitaltransaktioner til og fra udlandet gradvist blevet afskaffet, således at der i dag er helt frie kapitalbevægelser. Dette har betydet, at de danske finansielle markeder i stigende grad er blevet en integreret del af de internationale finansielle markeder. Renteniveauet i Danmark er således blevet knyttet tættere til det internationale renteniveau. Dette gælder i særligt grad over for EMS-landene. Efter at kursjusteringerne inden for EMS-samarbejdet er blevet yderst sjældne – den seneste fandt sted i januar 1987¹⁾ – og efterhånden som den danske fastkurspolitik vinder stadig mere troværdighed, har det danske renteniveau nærmet sig niveauet i traditionelle lavrentelande som Tyskland og Holland. Det er ikke mindst gennem udlandets efterspørgsel efter danske obligationer, at denne tilpasning har fundet sted, idet udenlandske investorerers beholdning af kroneobligationer nu udgør over 80 mia.kr.

Allerede i 1971 blev det muligt for udlændinge at købe børsnoterede kroneobligationer, og i 1973 fulgte de børsnoterede aktier efter. Kapitalliberaliseringerne, hvad angår udlændinges adgang til de danske markeder, rækker altså næsten 20 år tilbage i tiden. En tilsvarende adgang for danskere til at foretage porteføljeinvesteringer i udlandet blev først givet i 1983/84. Efter at salget af obligationer til udlandet begyndte at stige i slutningen af 70'erne, blev det i 1979 besluttet at forbyde salg af statslige kroneobligationer – et forbud der først blev ophævet i 1983. I 1988 blev det tilladt udlændinge at købe danske pengemarkedspapirer, herunder statsgældsbeviser, og resterende begrænsninger for virksomheder og privatpersoner blev ligeledes ophævet. Det er udlandets køb af kroneobligationer i 80'erne, der behandles i dette kapitel.

I afsnit 12.2. diskuteres udviklingen i brutto- og nettosalget af kroneobligationer, inkl. statsgældsbeviser mv. Derefter følger afsnit 12.3. med en gennemgang af, hvilke lande obligationerne er solgt til. Når der i kapitlet tales om udlændinge, menes der valutaudlændinge. Danske

¹⁾ I forbindelse med den italienske lire's indtræden i det snævre EMS-bånd skete der dog en justering.

statsborgere, der tager ophold i udlandet mere end et år, samt datterselskaber og filialer af danske selskaber med adresse i udlandet, regnes i valutastatistikken for udlændinge, hvilket også gælder i dette kapitel.

12.2. Netto- og bruttosalg af kroneobligationer

Siden 1983, hvor det igen blev muligt for udlændinge at købe danske statsobligationer, er der sket en ganske kraftig vækst i udlandets beholdning af danske obligationer. Tabel 12.2.1. viser udlandets nettokøb af danske kroneobligationer.

I perioden 1983–90 købte udlændinge kroneobligationer for 80 mia.kr. netto til kursværdi. Heraf har statsobligationerne udgjort den største del, ca. 61 mia.kr., mens salget af realkreditobligationer, ca. 12 mia.kr., har været mere beskedent. Efter 1988, hvor det har været muligt for udlændinge at købe korte danske værdipapirer, har salget af statsgældsbeviser mv. været på ca. 6 mia.kr.

Som det fremgår af tabel 12.2.1., har nettosalget langt fra været jævnt fordelt gennem 80'erne. I årene 1985, 1987 og ikke mindst 1990 har der været store nettosalg, mens nettosalget i 1986 stort set var nul. I 1989 var der – som det foreløbigt eneste år – et negativt nettosalg, der beløb sig til 9 mia.kr.

Tabel 12.2.1.

Udlandets nettokøb af danske kroneobligationer. Mill.kr.

	Statsobli- gationer	Statsgælds- beviser mv. ¹⁾	Realkreditobli- gationer mv. ²⁾	Obligatio- ner i alt
1983	2.259	17	652	2.928
1984	7.212	-16	2.131	9.327
1985	13.166	-48	4.292	17.410
1986	1.876	-45	-1.202	629
1987	14.418	101	2.320	17.283
1988	5.201	1.605	5.818	12.624
1989	-4.257	442	-5.144	-8.959
1990	21.400	3.683	3.521	28.604

¹⁾ Fra 1990, inkl. skatkammerbeviser.

²⁾ Inkl. pantebreve.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Bruttonsalget er i samme periode – både hvad angår statsobligationer og realkreditobligationer – vokset kraftigt, jf. tabel 12.2.2.

Fra liberaliseringen i 1983 og frem til 1985 steg bruttonsalget af statsobligationer gradvist til 39 mia.kr. opgjort til kursværdi, mens bruttonsalget af realkreditobligationer mv. i samme tidsrum steg til 24 mia.kr. Væksten i bruttonsalget af realkreditobligationer fortsatte i de tre følgende år, mens bruttonsalget af statsobligationer faldt lidt i 1986 for derefter at stige kraftigt i 1987 og 1988. I 1989 faldt bruttonsalget drastisk. Salget af statsobligationer faldt med over en trediedel, mens salget af realkreditobligationer blev mere end halveret. Dette fald blev imidlertid kortvarigt – i 1990 steg salget igen og kom næsten på højde med 1988.

Det er karakteristisk for den viste udvikling, at udviklingen i bruttonsalget i høj grad har fulgt nettosalget. De store bruttosalg i 1987, 1988 og 1990 gav sig således udslag i kraftigt stigende nettosalg, mens det faldende bruttosalg i 1989 omvendt resulterede i nettotilbagealg. Dette antyder, at for udlændinge anvendes danske kroneobligationer ikke i så stor udstrækning som omsætningspapirer, men som beholdningspapirer, hvilket vel ikke er særligt overraskende. For at sætte ovenstående tal i perspektiv kan det oplyses, at der på Københavns Fondsbørs i 1990 blev omsat for 1.753 mia.kr. danske kroneobligationer, dvs. 7 mia.kr. pr. børsdag i gennemsnit.

Tabel 12.2.2.

Udlandets bruttokøb af danske kroneobligationer. Mill.kr.

	Statsobli- gationer	Statsgælds- beviser mv. ¹⁾	Realkreditobli- gationer mv. ²⁾	I alt
1983	4.877	111	5.073	10.061
1984	12.982	63	7.187	20.232
1985	39.065	3	24.304	63.372
1986	31.609	34	36.104	67.747
1987	52.281	116	48.072	100.469
1988	73.990	2.538	69.881	146.409
1989	49.028	5.760	33.194	87.982
1990	91.741	21.354	31.567	144.662

¹⁾ Fra 1990 inkl. skatkammerbeviser.

²⁾ Inkl. pantebreve.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

12.3. Salgets geografiske fordeling

Det er ikke muligt præcist at beskrive, hvem der gennem 1980'erne har købt danske kroneobligationer. Der findes ikke noget tilgængeligt register over udlændinges ejerskab af danske værdipapirer. Det er imidlertid muligt at opgøre, hvilket land obligationen oprindeligt er solgt til. Denne opgørelsesmetode indebærer, at japanske investores køb af danske kroneobligationer gennem en London-baseret bank registreres som kapitalimport fra England, ligesom køb af kroneobligationer af danske pengeinstitutters Luxembourg-filialer registreres som kapitalimport fra Luxembourg. Det er derfor nødvendigt at være forsigtig med at drage for håndfaste konklusioner ud fra nedenstående.

Tabel 12.3.1. viser bruttosalg fra afsnit 12.2. opdelt på køberlande. Belgien/Luxembourg, Tyskland og England dominerer billedet, men mens England og Tyskland både absolut og relativt har øget deres kroneobligationskøb i den viste periode, er det gået lige omvendt for Belgien/Luxembourg. Mens over 10 pct. af bruttosalg i 1985 gik til Schweiz, er andelen reduceret til 2 pct. i 1990.

Tabel 12.3.1.

Bruttosalg af kroneobligationer fordelt på køberland. Mia.kr.

	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Norden	0,3	0,3	6,0	6,2	2,1	3,7
Belgien/Luxembourg .	25,4	29,7	31,2	41,5	23,9	27,8
Schweiz	6,7	5,0	3,4	5,6	3,5	2,4
England	7,2	11,1	18,8	26,6	14,7	43,1
Tyskland	10,3	6,9	20,5	38,5	17,7	34,8
USA	0,7	1,2	8,0	6,9	7,7	8,3
Internationale banker .	4,5	3,7	6,4	9,8	5,4	1,4
Øvrige	7,9	9,4	5,7	10,9	11,9	21,8
I alt	63,1	67,3	100,0	145,8	87,0	143,5

Tabel 12.3.2.**Nettosalg af kroneobligationer fordelt på køberland. Mia.kr.**

	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Norden	-0,0	-0,0	1,7	-1,0	-0,2	-0,6
Belgien/Luxembourg .	7,6	-2,0	2,4	-0,3	-1,9	1,6
Schweiz	2,1	-0,0	0,4	1,1	-2,4	0,2
England	1,3	0,5	1,1	1,2	2,1	7,4
Tyskland	3,3	1,4	8,4	11,5	-6,2	12,2
USA	-0,1	0,1	1,3	-0,9	-0,6	3,1
Internationale banker .	0,4	0,0	2,1	-0,6	-1,3	0,3
Øvrige	2,9	0,7	-0,1	1,7	1,2	4,1
I alt	17,5	0,7	17,4	12,7	-9,2	28,2

Mens Tyskland, England og Belgien/Luxembourg er nogenlunde lige store målt på bruttokøb, er billedet et andet, når der ses på nettokøb, jf. tabel 12.3.2. Tyskland skiller sig – med undtagelse af 1985 – ud som klart den største nettokøber (nettosælger i 1989). Således kan 40 pct. eller mere af det samlede nettosalg/køb i hvert af årene 1986–90 henføres til Tyskland.

Kapitel 13.

Rigsrevisionens beretning om statens låntagning og gæld

13.1. Indledning

Rigsrevisionen offentliggjorde den 9. januar 1991 "Beretning til statsrevisorerne om statens låntagning og gæld". *Statsrevisorerne* sender beretninger af denne type med deres eventuelle bemærkninger til folketetinget og vedkommende minister.¹⁾ Denne skal inden fire måneder til statsrevisorerne afgive en redegørelse for de foranstaltninger og overvejelser, som beretningen har givet anledning til.

I det følgende vil der ikke blive forsøgt at give et referat af Rigsrevisionens beretning, men alene fremdraget de forhold, beretningen hæfter sig særligt ved. Hertil vil blive tilføjet oplysninger, der skønnes at være relevante til belysning af emnerne. I det følgende vil blive gengivet en del citater fra beretningen med angivelse af pkt.-nummer og sidetal (som kan være ændret i den trykte udgave), jf. den i box 13.2.1. genoptrykte indholdsfortegnelse.

13.2. Institutionelle forhold

"Rigsrevisionen har konstateret, at der specielt med hensyn til AC-sagsbehandlere har været en betydelig personaleudskiftning, og at det må antages at aflønningsforholdene i sammenhæng med de "udadvendte" opgaver.... spiller en rolle" (pkt.10, s. 15).

Rigsrevisionen påpeger, "at det medfører et unødigt ressourceforbrug, at Statsgældsafdelingen foretager løbende ajourføring af et bogførings-system (SCR) og et system, der afvikles på Bankernes Edb Central ... med henblik på analyser. Videre anføres:" Det er Rigsrevisionens indtryk, at Statsgældsafdelingens edb-mæssige udrustning er utilstrækkelig og utidssvarende. Statsgældsafdelingen har nu indledt forhandlinger om detaljspecifikation af et nyt låneregistrerings- og analysesystem". (pkt. 6, side 8).

Det kan supplerende oplyses, at det ikke har vist sig muligt at købe et standardsystem med egenskaber, der ville indebære en væsentlig for-

¹⁾ På dette stadi foreligger beretningerne bogtrykt, og de kan købes i boghandelen.

bedring i forhold til det eksisterende set-up. Der blev derfor i september 1988 taget kontakt til et privat konsulentfirma. Dette har fra 1987 til efteråret 1990 opbygget et system for Riksgældskontoret i Stockholm. Det påregnes, at der i betydeligt omfang kan trækkes på erfaringerne derfra ved det omtalte detailspecifikationsarbejde.

"Rigsrevisionen er opmærksom på, at det forhold, at lånene er blevet betydeligt mere komplekse, og at en betydelig andel af låneporteføljen er variabelt forrentede, stiller stigende krav til lånenes administration.." og "at også de styringsmæssige opgaver er øget....", hvilket "... vanskeliggøres bl.a. af, at statens låneoptagelser i udlandet... afpasses efter den private sektors udenlandske låntagning og derfor er vanskelige at planlægge." (pkt. 15, s. 19-20).

"Rigsrevisionen har bemærket, at der ved Statsgældsafdelingens styring af den udenlandske gæld tilsyneladende ikke tages hensyn til sammensætningen af Nationalbankens valutareserve. Statsgældsafdelingen har hertil anført, at afdelingen modtager fortrolige oplysninger om sammensætningen og lader disse oplysninger indgå i styringen, ligesom Nationalbanken under møder informeres om planlagte låneoptagelser, så banken kan tilrettelægge sammensætningen af valutareserven på en hensigtsmæssig måde." (pkt. 6, s. 9).

"Hypotekbanken, som er oprettet ved særlig lov .. har ... til ... hovedopgave... at optage lån i udlandet med henblik på udlån til investeringsopgaver af samfundsmæssig betydning ", bl.a. kommuner og naturgasselskaber. "Rigsrevisionen har konstateret, at bankens udlånsaktiviteter er kraftigt faldende..." (pkt. 6, s. 9) og "...finder, at der kan være behov for en revurdering af omfanget af de arbejdsopgaver, der er tildelt Hypotekbankvirksomheden". (pkt.19, s. 23). "Rigsrevisionen finder, at det bør overvejes, om ... der muligvis vil være fordele forbundet med at adskille den overordnede strategiske planlægning og det praktiske, administrative arbejde", herunder "... om Hypotekbanken kan tildeles nogle af Statsgældsforvaltningens opgaver", men det "erkendes, at en opdeling kan give koordinationsproblemer samtidig med, at en overordnet enhed måske vil komme til at mangle den viden om lånemarkederne, som kontakten med de udenlandske banker giver" (pkt. 25, s. 28).

Det kan supplerende nævnes, at Statsgældsafdelingens regnskabssektion (3 medarbejdere) efter beslutning i efteråret 1990 er overført til Kongeriget Danmarks Hypotekbank og Finansforvaltning ved årsskiftet 1990/91. Endvidere kan nævnes, at medarbejderomfanget i Statsgældsafdelingen pr. 1.januar 1991 er 13 AC'ere, 8 kontorfunktionærer og 4 deltidsstudertermedarbejdere. Dette omfang er så lille, at en opdeling ikke kan undgå at resultere i dobbeltarbejde. Alt i alt må det vurderes, at eventuelle fordele ved en opdeling vil blive mere end opvejet af ulemper.

Box 13.2.1.**Indholdsfortegnelse for Rigsrevisionens beretning om statens låntagning og gæld, januar 1991**

	Side	Pkt.
I. Indledning	5	1-5
II. Resumé og Rigsrevisionens sammenfattende bemærkninger til forholdene på statsgældsområdet	7	6-9
III. Institutionelle forhold	14	
A. Statsgældsafdelingen	14	10-15
B. Nationalbanken	20	16-17
C. Hypotekbanken	22	18-19
D. Det danske bankkonsortium	24	20-21
E. Overordnet styring af Statsgældsafdelingen	26	22-23
F. Andre bemærkninger vedrørende institutionelle forhold	27	24-25
IV. Inden- og udenlandsk låntagning	29	
A. Låntagningen, gælden og statens finanser	29	26-31
B. Fordelingen på inden- og udenlandsk låntagning	35	32
V. Forvaltningen af indenlandsk gæld	36	
A. Optagelsen af indenlandske lån	36	33
B. Statens nettogæld	38	34
C. Opkøb af værdipapirer	40	35
D. Skattemæssige betragtninger	40	36-37
VI. Forvaltningen af udenlandsk gæld	43	
A. Generelt om styring af den udenlandske gæld	43	38-39
B. Swapaftaler	46	40-49
C. Førtidsindfrielse. Baggrund og metode	57	50-57

"Statsgældsafdelingen har gennem 70'erne og 80'erne modtaget bistand fra et konsortium af danske banker i forbindelse med optagelsen af

udenlandske lån. Rigsrevisionen har beskrevet denne særegne konstruktion og har nævnt nogle problemer i forbindelse med ordningen. Statsgældsafdelingen har i august 1990 opsagt samarbejdet med virkning fra årets udgang, idet Statsgældsafdelingen herefter alene vil søge bistand fra private banker på konsulentbasis, når særligt behov opstår." (pkt. 6, side 9). Der henvises i øvrigt til pressemeddelelsen af 26.aug. 1990, der er optrykt i bilag 2.1.

"Det overordnede ansvar for Statsgældsafdelingens låneoptagelser og gældsforvaltning påhviler finansministeren" (pkt. 6, side 9). "Den materielle hjemmel til Statsgældsafdelingens låneoptagelser findes i bemyndigelseslove", som fastsætter lofter for den udestående indenlandske og udenlandske gæld. (pkt. 22, s. 26). "Rigsrevisionen skal bemærke, at et for snævert loft kan indebære en uhensigtsmæssig restriktion, der vanskeliggør Statsgældsafdelingens reaktioner på uforudsete hændelser". (pkt. 23, s.27).

Efter Rigsrevisionens opfattelse er der behov for en stillingtagen til målsætningerne bag styringen af gælden, fx ved en udbygning af den materielle lovgivning. Som følge af udviklingen på det finansielle område er der bl.a. behov for at afklare, hvilke typer af engagementer Statsgældsafdelingen kan indlade sig på og hvilke hensyn Statsgældsafdelingen i øvrigt bør tage ved forvaltningen af statens gældsforpligtelser.

Det er ikke muligt på et objektivt grundlag at udforme en optimal strategi for forvaltningen af statens gæld.

På grund af den manglende materielle lovgivning er det fortrinsvis ministeriet selv der foretager disse valg". (pkt. 23, side 27).

Hertil skal bemærkes, at "f.ex. en udbygning af den materielle lovgivning" vanskeligt kan undgå at indbygge en uønskelig stivhed i låntagning og gældsforvaltning. Som det fremgår af beretningen har udviklingen i låneformer og styringsværktøj samt på kapitalmarkederne medført, at effektiv låntagning og gældsforvaltning er blevet mere kompliceret, bl.a. fordi der kommer nye muligheder. Disse udviklinger er overordentlig vanskelige at forudse, hvorfor det ikke skønnes hensigtsmæssigt at fastlægge rammer, der næsten ikke kan undgå at vise sig for restriktive. Rigsrevisionen peger f.eks. selv på, at finansministeren "... i øjeblikket kun (har) bemyndigelse til at opkøbe værdipapirer staten har udstedt", men ikke til "opkøb af aktiver" i almindelighed. (pkt. 13, side 17-18), jf. videre nedenfor.

For at tilsikre Folketinget indsigt i låntagningen og gældsforvaltningen er det i stedet valgt at være meget informativ, ikke mindst gennem de periodiske orienteringer af Folketingets Finansudvalg og gennem udsendelse af årlige redegørelser "Statens låntagning og gæld".

13.3. Inden- og udenlandsk låntagning

"Efter Rigsrevisionens opfattelse vil det i de kommende år blive nødvendigt at nyvurdere opfattelsen af formålene med statens låntagning og at se den indenlandske og den udenlandske låntagning som en samlet helhed. Systemet med to adskilte bemyndigelseslove vil antagelig miste sin berettigelse som overordnet styringsinstrument. Samtidig bør Statsgældsafdelingen overveje, om det vil være hensigtsmæssigt at tilrettelægge porteføljestyringen på en sådan måde, at den totale låntagning bliver betragtet under et." (pkt. 32, side 36).

Overvejelser om fælles lovbestemmelser blev gennemført i forbindelse med forberedelse af lovgivning i sommeren 1990. Det blev skønnet hensigtsmæssigt at give en bredere redegørelse for spørgsmålene, før tanken blev udmøntet i et konkret lovforslag. Denne redegørelse gives i kapitel 6, hvortil henvises.

13.4. Forvaltningen af den indenlandske gæld

Rigsrevisionen omtaler statens værdipapirbeholdninger i Den Sociale Pensionsfond, Hypotekbanken og Postgirofondens, i alt 147 mia.kr. ultimo 1989. "Rigsrevisionen finder umiddelbart, at det ville være naturligt at tage hensyn til i hvert fald en del af statens værdipapirbeholdninger, således at styringen i højere grad bliver tilrettelagt efter statens indenlandske nettogæld" på 230 mia.kr., når ovenstående beholdninger indregnes. (pkt. 34, side 39).

Dette kan suppleres med oplysning om, at forskellig lovhjemmel og målsætning for de forskellige statslige aktiv- og passivforvaltninger kan vanskeliggøre en nettobetragtning af gælden. Fx vil en hensigtsmæssig sammensætning af nettogælden ikke nødvendigvis være sammenfaldende med en hensigtsmæssig sammensætning af f.eks. Den Sociale Pensionsfonds aktiver. Der henvises til kapitel 12 om styring af statens bruttogæld eller nettogæld, hvor der gives en udførlig redegørelse.

"Rigsrevisionen finder, at det bør overvejes, om opkøb af ikke-statslige værdipapirer kan indgå som et led i de opgaver Statsgældsafdelingen varetager." (pkt. 35, side 40).

På det indenlandske marked foretager Nationalbanken køb og salg af værdipapirer, herunder ikke-statslige papirer, og markedspleje bør derfor ikke tillige udføres af staten. Vedrørende forvaltningen af valutagæld er forholdene noget anderledes. Tilvejebringelse af sådan bemyndigelse har da også for 3-4 år siden været overvejet i ministeriet. Spørgsmålet vil blive taget op igen.

Videre peger Rigsrevisionen vedrørende statsgældsbeviser på, at "papirerne vil kunne blive gjort til genstand for skattetænkning, idet det undertiden vil kunne betale sig for privatpersoner at optage banklån med henblik på at anvende pengene til køb af værdipapirer. Hele renteudgiften på banklånet vil således være fradragsberettiget, medens kursgevinster er skattefrie " for private. (pkt.36, side 41). Når den effektive rente på statsgældsbeviser overstiger den pålydende rente, er der en sikker kursgevinst. For pengeinstitutter er kursgevinster skattepligtige. Der er herved en forskel, som kan deles mellem pengeinstitutter og privatpersoner. Den renteforskel, der deles mellem pengeinstitut og kunde, øges yderligere som følge af de forskellige kapitalafkastbeskatninger på henholdsvis 40 pct. og 50 pct.

Rigsrevisionen nævner som een blandt flere mulige løsninger, at de "korte papirer (påføres) en pålydende rente, der er tilstrækkelig høj til at gøre det usandsynligt, at disse papirer kan blive gjort til genstand for skattetænkning". (pkt. 37, side 42).

Mindsterenteregelen i kursgevinstloven er udformet således, at der på udstedelsestidspunktet kun er en lille forskel mellem direkte og effektiv rente af obligationer, herunder statsgældsbeviser. Udstedelsen af statsgældsbeviser sker på sædvanlige markedsmæssige vilkår, og der er på udstedelsestidspunktet normalt ingen eller kun meget ringe muligheder for at etablere de nævnte arrangementer, såfremt de skal være risikofrie. I tiden efter udstedelsen er der for statsgældsbeviser som for alle andre obligationer mulighed for kurstab eller kursgevinst.

Det ville indebære en fordyrelse af statens låntagning, såfremt statsgældsbeviserne skulle forsynes med en højere pålydende rente, end markedsforholdene tilsiger. Statsgældsbeviser er et nyttigt instrument i statens låntagning, og det bør fortsat anvendes.

13.5. Forvaltningen af den udenlandske gæld

Rigsrevisionen anfører bl.a.: "Vurderingen af markedets effektivitet er afgørende for, om det kan antages, at ekspertviden vil kunne benyttes til at opnå fordelagtige lån. Hvis der satses på enkle, ukomplekse lån, er dette næppe tilfældet, og mulige rentebesparelser vil alene kunne opnås ved en hensigtsmæssig styring af låneporteføljen. Hvis der derimod satses på mere komplicerede lånepakker, er der en mulighed for at spare renteudgifter, men gevinsten er usikker. Der er således i et vist omfang tale om en gensidighed (et "nulsumspil") forstået således, at den ene part (fx låntager) kun kan spare penge, hvis den anden part (långiver) sætter lige så meget til. Undertiden kan "komparative fordele", som opstår når forskellige låntagere har fordele på hver deres markedsområde, dog give

fordel for begge parter, jf. omtalen af swapaftaler i efterfølgende kapitel. Institutionelle forhold kan desuden bevirke, at alle parter opnår gevinst i en kompliceret lånepakke." (pkt. 38, side 44).

Hertil kan føjes, at det netop kun er i de situationer, hvor staten kan opnå fordele i forhold til "normale" lån, at de komplicerede lånetransaktioner gennemføres.

Rigsrevisionen har foretaget en særlig analyse af såkaldte isolerede swapaftaler eller "bytteaftaler", der indebærer f.eks., at ydelser i henhold til en låneaftale ombyttes med ydelser i henhold til en anden låneaftale (i anden valuta og/eller renteform). Opgørelsen viser "en positiv betalingsstrøm til staten på omkring 314 mill.kr. i perioden 1986 til 1988, men ... samtidigt ... en forøgelse af den udenlandske gæld med knap 600 mill.kr. Rigsrevisionen mener dog ikke, at dette i sig selv bør give anledning til kritik ... Opgørelsen omfatter ... kun den første del af aftalernes samlede forløb...". (pkt.9, side 13). Det kan tilføjes, at isolerede swaps kun er een blandt flere metoder til at tilpasse gældens sammensætning. F.eks. kan det afhænge af markedsforholdene, om en swap bliver indgået umiddelbart i forbindelse med et lån eller udskydes til indgåelse senere. En opgørelse af isolerede swaps er derfor en partiel analyse. Endvidere kan swapmarkedet i perioder være ude af sædvanlig balance, hvorfor det f.eks. kan være fordelagtigt at udskyde en swap. Der henvises i øvrigt til kapitel 10. Statens swapportefølje.

I en række lånekontrakter er der adgang for låntager til at indfri førtidigt, hvilket især kan være fordelagtigt, hvis der er tale om lån med fast rente. Rigsrevisionen har foretaget en opgørelse for 1985-88: "I samtlige år var der en nettoafgang af lån med indfrielsesret.... der må tages som udtryk for, enten at Statsgældsafdelingen ikke stræber efter at erhverve lån med ret til indfrielse, eller at dette er blevet mere ualmindeligt på lånemarkederne Statsgældsafdelingen har oplyst, at markedet er blevet mere bevidst om værdien af indfrielsesretten, hvorfor denne kun kan erhverves ved en modydelse i form af højere rente" (pkt. 54, side 61).

I beretningen anføres videre, at der "... i 1985, 1986 og 1987 kun i et relativt lille antal af lånesagerne fandtes et beslutningsgrundlag, medens der for så vidt angår førtidsindfrielse i 1988 forelå beslutningsgrundlag i samtlige lånesager.

Et ret stort antal af de lån, der faktisk blev indfriet kunne have været indfriet endnu tidligere Efter Rigsrevisionens opfattelse ville det have været fordelagtigt at førtidsindfri flere af lånene allerede på et endnu tidligere tidspunkt.

Herudover har Rigsrevisionen gennemgået sager vedrørende lån, som kunne indfries i 1988, men som ikke blev indfriet ... Denne del af under-

søgelsen har ikke givet Rigsrevisionen anledning til bemærkninger" (pkt. 57, side 66–67).

Det er rigtigt, at der dengang ikke altid blev anset at være behov for at nedfælde overvejelser, idet dette ikke var nødvendigt for at tage stilling til spørgsmålet om førtidsindfrielse. Som det fremgår ovenfor er der nu altid notitser om overvejelser og beslutning. Hvad angår Rigsrevisionens vurdering af fordelagtighed ved førtidig indfrielse endnu tidligere end det skete, foreligger der ikke oplysning om, hvilke konkrete lån, der er tale om. Der kan derfor ikke tilføjes yderligere oplysninger.

Bilagstabeller

Bilagstabel 1.

Statsgælden ved udgangen af finansårene 1980 til 1990. Mill.kr.

	1980	1981	1982
A. Lån			
I. Indenlandske lån			
1. obligationer, fast forrentede	68.207	100.926	166.636
obligationer, variabelt forrentede	-	-	-
2. præmieobligationer	1.200	1.200	1.200
3. bunden opsparing	-	-	-
4. statsgældsbeviser	21.350	33.250	36.150
5. skatkammerbeviser	-	-	-
I alt indenlandske lån	90.757	135.376	203.986
II. Udenlandske lån			
1. i USD	19.930	31.000	50.856
2. i CHF	5.223	6.339	6.077
3. i DEM	12.748	12.269	12.097
4. i XEU	-	-	-
5. i JPY	3.272	3.776	5.611
6. i andre valutaer samt flermøntede	4.173	4.137	4.501
I alt udenlandske lån	45.346	57.521	79.142
I alt inden- og udenlandske lån	136.103	192.897	283.128
B. Nettogæld til Danmarks Nationalbank	-13.399	-5.805	-9.080 ¹⁾
Samlet statsgæld (A+B)	122.704	187.092	274.048
Samlet statsgæld i pct. af bruttonational- produktet (BNP)	32,8	45,9	59,0

¹⁾ Korrigeret i forhold til statsregnskabet for 1982, jf. statsregnskabet 1983.

1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
230.592	288.959	302.749	282.451	243.212	215.492	221.592	229.221
-	3.400	27.125	39.935	56.935	82.785	88.410	85.010
1.200	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200
-	-	1.404	1.497	1.464	1.425	1.375	864
40.700	37.800	28.760	27.500	43.675	54.085	64.550	68.850
-	-	-	-	-	-	-	21.350
272.492	331.359	361.238	352.583	346.486	354.987	377.127	406.495
68.987	53.634	42.056	55.313	44.637	32.983	27.624	15.556
5.928	7.154	10.513	12.160	16.572	20.452	17.919	21.033
13.610	14.995	15.778	21.131	26.799	29.374	30.034	36.700
-	600	2.588	5.874	10.191	14.480	16.970	18.103
8.157	13.110	11.775	9.874	13.781	12.718	10.156	3.597
5.832	9.041	10.220	15.561	15.657	14.326	13.328	24.112
102.514	98.534	92.930	119.913	127.637	124.333	116.031	119.101
375.006	429.893	454.168	472.496	474.123	479.320	493.158	525.596
-19.836	-14.336	-20.752	-51.448	-57.960	-39.855	-35.254	-41.658
355.170	415.557	433.416	421.048	416.163	439.465	457.904	483.938
69,3	73,5	70,5	63,2	59,4	59,7	59,0	59,9

Bilagstabel 2.

Indenlandske statslån optaget i 1990

Nr. 216, 9% Stående lån 1994

Udstedt beløb i 1990, mill.kr.	4.400
Renteterminer	15.nov.
Fondskode	1511
Emissionen er påbegyndt den	1.jul.1988
og indstillet	29.jun.1990
Lånet afdrages i sin helhed den	15.nov.1994

Nr. 217, 9% Stående lån 1996

Udstedt beløb i 1990, mill.kr.	5.300
Renteterminer	15.nov.
Fondskode	1503
Emissionen er påbegyndt den	1.jul.1988
og indstillet den	29.jun.1990
Lånet afdrages i sin helhed den	15.nov.1996

Nr. 218, 9% Stående lån 1998

Udstedt beløb i 1990, mill.kr.	6.650
Renteterminer	15.nov.
Fondskode	1554
Emissionen er påbegyndt den	2.jan.1989
og indstillet den	29.jun.1990
Lånet afdrages i sin helhed den	15.nov.1998

Nr. 219, Variabelt stående lån 1994

Udstedt beløb i 1990, mill.kr.	1.600
Renteterminer	20.feb., 20.maj, 20.aug., 20.nov.
Fondskode	0110
Emissionen er påbegyndt den	2.jan.1989
og indstillet den	28.dec.1990
Lånet afdrages i sin helhed den	20.nov.1994

Nr. 220, Variabelt stående lån 1999

Udstedt beløb i 1990, mill.kr.	2.700
Renteterminer	20.feb., 20.maj, 20.aug., 20.nov.
Fondskode	0129
Emissionen er påbegyndt den	2.jan.1989
og indstillet den	28.dec.1990
Lånet afdrages i sin helhed den	20.nov.1999

Nr. 223, 9% Statsgældsbevis 1991 III

Udstedt beløb i 1990, mill.kr.	2.850
Renteterminer	20.aug.
Fondskode	1589
Emissionen er påbegyndt den	3.jul.1989
og indstillet den	30.mar.1990
Lånet afdrages i sin helhed den	20.aug.1991

Nr. 224, 9% Statsgældsbevis 1991 IV

Udstedt beløb i 1990, mill.kr.	4.800
Renteterminer	20.nov.
Fondskode	1597
Emissionen er påbegyndt den	2.okt.1989
og indstillet den	29.jun.1990
Lånet afdrages i sin helhed den	20.nov.1991

Nr. 225, 9% Statsgældsbevis 1992 I

Udstedt beløb i 1990, mill.kr.	10.750
Renteterminer	20.feb.
Fondskode	1600
Emissionen er påbegyndt den	2.jan.1990
og indstillet den	28.sep.1990
Lånet afdrages i sin helhed den	20.feb.1992

Nr. 226, 9% Stående lån 2000

Udstedt beløb i 1990, mill.kr.	21.750
Renteterminer	15.nov.
Fondskode	1619
Emissionen er påbegyndt den	2.jan.1990
Lånet afdrages i sin helhed den	15.nov.2000

Nr. 227, 9% Statsgældsbevis 1992 II

Udstedt beløb i 1990, mill.kr.	9.350
Renteterminer	20.maj
Fondskode	1627
Emissionen er påbegyndt den	2.apr.1990
og indstillet den	28.dec.1990
Lånet afdrages i sin helhed den	20.maj 1992

Nr. 228, Skatkammerbevis 1990 III

Udstedt beløb i 1990, mill.kr.	6.350
Renteterminer	–
Fondskode	0307
Emissionen er påbegyndt den	28.mar.1990
Lånet er tilbagebetalt den	2.jul.1990

Nr. 229, Skatkammerbevis 1990 IV

Udstedt beløb i 1990, mill.kr.	10.550
Renteterminer	–
Fondskode	0315
Emissionen er påbegyndt den	28.mar.1990
Lånet er tilbagebetalt den	1.okt.1990

Nr. 230, Skatkammerbevis 1991 I

Udstedt beløb i 1990, mill.kr.	10.400
Renteterminer	–
Fondskode	0323
Emissionen er påbegyndt den	27.jun.1990
Lånet er tilbagebetalt den	2.jan.1991

Nr. 231, 9% Statsgældsbevis 1992 III

Udstedt beløb i 1990, mill.kr.	5.800
Renteterminer	20.aug.
Fondskode	1635
Emissionen er påbegyndt den	2.jul.1990
Lånet afdrages i sin helhed den	20.aug.1992

Nr. 232, 9% Stående lån 1995

Udstedt beløb i 1990, mill.kr.	6.500
Renteterminer	15.nov.
Fondskode	1643
Emissionen er påbegyndt den	2.jul.1990
Lånet afdrages i sin helhed den	15.nov.1995

Nr. 233, Skatkammerbevis 1991 II

Udstedt beløb i 1990, mill.kr.	10.950
Renteterminer	–
Fondskode	0331
Emissionen er påbegyndt den	26.sep.1990
Lånet afdrages i sin helhed den	2.apr.1991

Nr. 234, 9% Statsgældsbevis 1992 IV

Udstedt beløb i 1990, mill.kr.	4.650
Renteterminer	20.nov.
Fondskode	1651
Emissionen er påbegyndt den	1.okt.1990
Lånet afdrages i sin helhed den	20.nov.1992

Bilagstabel 3.

Udenlandske statslån optaget i 1990¹⁾

Nr. 399, Lån

Acceptdato	28.nov.1989
Underskrivelsesdato . .	12.dec.1989
Hjemtagelsesdato . . .	9.jan.1990
Udløbsdato	10.dec.1994
Lånetype	EIB-lån. Lånet er ydet til finansiering af DSB elektrificering og modernisering II.
Ledende bank	Den europæiske Investeringsbank, Luxembourg
Nominelt lånebeløb . .	XEU 100.000.000
Nominal rente	9,50 pct. p.a. helårlig
Emissionskurs	100
Kommissioner	–
Andre omkostninger . .	–
Effektiv rente	9,50 pct. p.a.
Tilbagebetaling	10.dec.1994
Førtidig indfrielse . . .	Det er muligt at førtidsindfri hele eller dele af lånet, men indfrielse indebærer, at der ved en lavere refinansieringsrente ydes en kompensation til EIB beregnet som 3/4 af nutidsværdien af forskellen mellem rentebetalingerne ved en fortsættelse af lånet og rentebetalingerne ved ny finansiering.
Udbetalt i mill.kr. . . .	788

¹⁾ Sædvanligvis vil der i lånebetingelserne indgå en bestemmelse om at staten skal holde obligationsejerne skadesløse for en eventuel fremtidig kuponskat. Til gengæld kan staten opsiges lånet til førtidig indfrielse, hvis pålæggelsen af skatten har været uden for den danske stats kontrol. Denne mulighed for førtidige indfrielse vil ikke være nævnt i lånebeskrivelserne. Kun hvis den mangler, eller hvis der kan være førtidig indfrielse af andre grunde, vil det være anført.

Nr. 400, Lån med tilknyttet swaps

Udbudsdato	12.dec.1989
Underskrivelsesdato . .	12.jan.1990
Hjemtagelsesdato . . .	17.jan.1990
Udløbsdato	17.jan.1995
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån i JPY
Ledende bank	LTCB International Ltd., Tokyo
Nominelt lånebeløb . .	JPY 30.000.000.000
Nominel rente	6,25 pct. p.a. helårlig
Emissionskurs	101 3/4 pct.
Kommissioner	1 7/8 pct.
Andre omkostninger . .	–
Tilbagebetaling	17.jan.1995
Udbetalt i mill.kr. . . .	1.344

Swap a:

Startdato	17.jan.1990
Indhold	Halvdelen af forpligtelserne i forbindelse med obligationslånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet lån i DEM med samme løbetid. Ved aftalens start betalte staten JPY 14.962.500.000 til swap-modparten, og modtog til gengæld DEM 180.500.000 fra denne. Ved aftalens afslutning modtager staten JPY 15.000.000.000 fra swap-modparten, og betaler DEM 180.500.000 til denne.
Swap-modpart	LTCB International Ltd., London
Hovedstol	DEM 180.500.000
Nominel rente	6 mdrs. DEM-Libor –0,408 pct. p.a. halvårlig mod 6,25 pct. p.a. helårlig i JPY.
Effektiv rente	0,43 pct. p.a. under helårsrenten for et lån forrentet med 6 mdrs. DEM-Libor, beregnet på basis af en DEM-Libor-sats på 8 pct. p.a.

Swap b:

Startdato	17.jan.1990
Indhold	Halvdelen af forpligtelserne i forbindelse med obligationslånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet lån i USD med samme løbetid. Ved aftalens start betalte staten JPY 15.000.000.000 til swap-modparten, og modtog til gengæld USD 104.250.000 fra denne. Ved aftalens afslutning modtager staten JPY 15.000.000.000 fra swap-modparten, og betaler USD 104.250.000 til denne.
Swap-modpart	LTCB International Ltd., London
Hovedstol	USD 104.250.000
Nominel rente	6 mdrs. USD-Libor -0,152 pct. p.a. halvårlig mod 6,25 pct. p.a. helårlig i JPY.
Effektiv rente	0,16 pct. p.a. under helårsrenten for et lån forrentet med 6 mdrs. USD-Libor, beregnet på basis af en USD-Libor-sats på 8,50 pct. p.a.
Bemærkning	Med de to swaps er det samlede provenu af lånet, JPY 29.962.500.000,-, omlagt til henholdsvis DEM og USD.

Nr. 401, Lån med tilknyttet swaps og udstedelse af warrants

Udbudsdato	16.jan.1990
Underskrivelsesdato	2.feb.1990
Hjemtagelsesdato	13.feb.1990
Udløbsdato	13.feb.1995
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån. Lånet er optaget til notering på børsen i Luxembourg.
Ledende bank	Goldman Sachs International Limited, London
Nominelt lånebeløb	USD 100.000.000
Nominel rente	8 7/8 pct. p.a. helårlig
Emissionskurs	101 3/4 pct.
Kommissioner	1 7/8 pct.
Andre omkostninger	USD 50.000
Tilbagebetaling	13.feb.1995
Udbetalt i mill.kr.	644
Bemærkning	I forbindelse med lånet er der indgået en renteswap og en valutaswap, udstedt warrants i to trancher samt indgået en aftale til dækning af forpligtelser på de udstedte warrants.

Swap a:

Startdato	13.feb.1990
Indhold	Alle forpligtelser i henhold til obligationslånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet lån i USD med samme løbetid.
Swap-modpart	Sumitomo Bank Capital Markets Inc., New York, garanteret af The Sumitomo Bank, Ltd., London.
Hovedstol	USD 100.000.000
Nominel rente	6 mdr. USD-Libor -0,445 pct. p.a. halvårlig mod 8 7/8 pct. helårlig.

Swap b:

Startdato	13.feb.1990
Indhold	Alle forpligtelser i henhold til swap a ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet lån i DEM med samme løbetid. Ved aftalens start har staten betalt USD 100.000.000 samt foretaget en yderligere éngangsbetaling på USD 212.058 til swapmodparten og har til gengæld fra denne modtaget DEM-hovedstolen.
Swap-modpart	Union Bank of Switzerland
Hovedstol	DEM 170.950.000
Nominel rente	6 mdr. DEM-Libor -0,40 pct. p.a. halvårlig mod 6 mdrs. USD-Libor -0,445 pct. p.a. halvårlig.
Effektiv rente	0,42 pct. p.a. under helårsrenten for et lån forrentet med 6 mdr. DEM-Libor, beregnet på basis af en DEM-Libor-sats på 7 pct. p.a.

Warrants:

I forbindelse med emissionen er der i to trancher udstedt såkaldte put-warrants på 1/5 af det japanske aktieindeks, Nikkei. De udstedte warrants giver warrantsindehaverne ret til i en 3-års periode ved fald, og *kun* ved fald i Nikkei-indekset mod indlevering af en warrant at få udbetalt differencen mellem en på forhånd fastlagt pris pr. warrant benævnt exercise-prisen og markedsværdien pr. warrant. Exercise-prisen er bestemt som 1/5 af Nikkei-indekset på udstedelsesdagen divideret med USD/JPY-kursen samme dag, hvilket giver $1/5 \text{ af } 37.516,77/145,325 = \text{USD } 51,63 \text{ pr. warrant}$. Markedsværdien er bestemt som 1/5 af det aktuelle Nikkei-indeks/145,325. Staten har ved begge warrantudstedelser købt en hedge af Goldman Sachs (dvs. en aftale, der dækker statens forpligtelser i henhold til de udstedte warrants). Eneste risiko er således den almindelige kreditrisiko på en modpart. Kreditrisikoen på Goldman Sachs er dækket ved en ordning, hvorefter der deponeres værdipapirer eller garantier fra banker

med højeste kreditvurdering (AAA-ratede banker) på USD 5.000.000 plus den samlede værdi af forskellen mellem exercise-prisen på de udstedte warrants og markedsværdien. Depotet reguleres månedligt for ændringer i forskelsværdien.

Tranche a	Der er den 22.jan.1990 udstedt 6.500.000 warrants til en pris af USD 4,05 pr. warrant, hvilket med fradrag af provisioner på USD 0,285 pr. warrant giver et nettoprovenu til staten på USD 24.472.500. Warrants udløber den 3.jan.1993. Til imødegåelse af forpligtelserne på de udstedte warrants er der for USD 23.172.500 købt en hedge af tilbudsgiver. Af restbeløbet (USD 1.300.000) modtager staten USD 175.000, hvorved nettoprovenuet af eurobondemissionen bringes op på USD 100 mill. og USD 1.125.000 overdrages til tilbudsgiver. Sidstnævnte overdragelse resulterer i den fordelagtige renteswap (swap a).
Tranche b	Der er den 24.jan.1990 udstedt 3.850.000 warrants til en pris af USD 5,375 pr. warrant, hvilket med fradrag af provisioner på USD 0,35 pr. warrant giver et nettoprovenu til staten på USD 19.346.250. Warrants udløber den 3.jan.1993. Til imødegåelse af forpligtelserne på de udstedte warrants er der for USD 19.134.192 købt en hedge af tilbudsgiver. Restbeløbet, USD 212.058, betales initialt til modparten under valuta-swappen (swap b).
Bemærkninger	Nettoresultatet af den samlede transaktion er et lån på DEM 170.950.000 effektivt forrentet med 6 mdr. DEM-Libor -0,42 pct. p.a. i 5 år.

Nr. 405, Lån med tilknyttet swaps

Udbudsdato	22.jan.1990
Underskrivelsesdato . .	29.jan.1990
Hjemtagelsesdato . . .	30.jan.1990
Udløbsdato	30.jan.1995
Lånetype	Eurobondlån i JPY
Ledende bank	Nomura International plc, London
Nominelt lånebeløb . .	JPY 40.000.000.000
Nominel rente	7 pct. p.a. helårlig
Emissionskurs	101 5/8 pct.
Kommissioner	1 7/8 pct.
Andre omkostninger . .	USD 100.000
Tilbagebetaling	30.jan.1995
Udbetalt i mill.kr. . . .	1.816

Swap a:

Startdato	30.jan.1990
Indhold	Halvdelen af forpligtelserne i forbindelse med obligationslånet er ombyttet med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet lån i USD med samme løbetid. Ved aftalens start betalte staten JPY 19.950.000.000 til swap-modparten, og modtog til gengæld USD 136.750.000 fra denne. Ved aftalens afslutning modtager staten USD 136.750.000 fra swap-modparten, og betaler JPY 20.000.000.000 til denne.
Swap-modpart	Morgan Guaranty Trust Company of New York, London
Hovedstol	USD 136.750.000
Nominel rente	6 mdrs. USD-Libor -0,33 pct. p.a. halvårlig mod 7 pct. p.a. helårlig i JPY.
Effektiv rente	0,34 pct. p.a. under helårsrenten for et lån forrentet med 6 mdrs. USD-Libor, beregnet på basis af en USD-Libor-sats på 8,5 pct. p.a.

Swap b:

Startdato	30.jan.1990
Indhold	Halvdelen af forpligtelserne i forbindelse med obligationslånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet lån i USD med samme løbetid. Ved aftalens start betalte staten JPY 19.950.000.000 til swap-modparten, og modtog til gengæld USD 136.799.000 fra denne. Ved aftalens afslutning modtager staten USD 136.799.000 fra swap-modparten, og betaler JPY 20.000.000.000 til denne.
Swap-modpart	Citibank N.A., London
Hovedstol	USD 136.799.000
Nominel rente	6 mdrs. USD-Libor -0,33 pct. p.a. halvårlig mod 7 pct. p.a. helårlig i JPY.
Effektiv rente	0,34 pct. p.a. under helårsrenten for et lån forrentet med 6 mdrs. USD-Libor, beregnet på basis af en USD-Libor-sats på 8,50 pct. p.a.

Nr. 407, Lån med tilknyttet swap

Udbudsdato	5.jan.1990
Underskrivelsesdato	19.jan.1990
Hjemtagelsesdato	23.jan.1990
Udløbsdato	23.jan.2000
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån i GBP
Ledende bank	Shearson Lehman Hutton International, Inc., New York
Nominelt lånebeløb	GBP 100.000.000
Nominel rente	11 5/8 pct. p.a. helårlig
Emissionskurs	101 13/16
Kommissioner	GBP 1.767.500
Andre omkostninger	GBP 45.000
Tilbagebetaling	23.jan.2000
Udbetalt i mill.kr.	1.088

Bilagstabel 3 – fortsat

Swap a:

Startdato 23.jan.1990

Indhold 3/4 af forpligtelserne i forbindelse med obligationslånet er ombyttet med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet lån i USD med samme løbetid. Ved aftalens start betalte staten GBP 75.000.000 til swap-modparten, og modtog til gengæld USD 123.266.250 fra denne. Ved aftalens afslutning modtager staten GBP 75.000.000 fra swap-modparten, og betaler USD 123.266.250 til denne.

Swap-modpart Svenska Handelsbanken, London

Hovedstol USD 123.266.250

Nominel rente 6 mdrs. USD-Libor -0,30 pct. p.a. halvårlig mod 11,6250 pct. p.a. helårlig i GBP.

Effektiv rente 0,32 pct. p.a. under helårsrenten for et lån forrentet med 6 mdrs. USD-Libor, beregnet på basis af en USD-Libor-sats på 8,50 pct. p.a.

Swap b:

Startdato 23.jan.1990

Indhold 1/4 af forpligtelserne i forbindelse med obligationslånet er ombyttet med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet lån i USD med samme løbetid. Ved aftalens start betalte staten GBP 25.000.000 til swap-modparten, og modtog til gengæld USD 41.088.750 fra denne. Ved aftalens afslutning modtager staten GBP 25.000.000 fra swap-modparten, og betaler USD 41.088.750 til denne.

Swap-modpart Midland Bank plc, London

Hovedstol USD 41.088.750

Nominel rente 6 mdrs. USD-Libor -0,30 pct. p.a. halvårlig mod 11,6250 pct. p.a. helårlig i GBP.

Effektiv rente 0,32 pct. p.a. under helårsrenten for et lån forrentet med 6 mdrs. USD-Libor, beregnet på en USD-Libor-sats på 8,5 pct. p.a.

Nr. 408, Swap

Acceptdato 8.jan.1990
 Startdato 11.jan.1990
 Udløbsdato 8.feb.1995
 Modpart Crédit Lyonnais, Paris

	Staten betaler	Staten modtager
	ydelser svarende til	ydelser svarende til
	variabelt forrentet	variabelt forrentet
	lån i XEU	lån i USD
Hovedstole	XEU 60.000.000	USD 72.600.000
Rente	6 mdrs. XEU-Libor	6 mdrs. USD-Libor -0,03 pct. p.a.
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	6 mdrs. XEU-Libor halvårlig mod 6 mdrs. USD-Libor -0,03 pct. p.a. halvårlig	
Udveksling af hoved- stole	Ved aftalens start og afslutning.	

Nr. 409, Swap

Acceptdato 9.jan.1990
 Startdato 12.jan.1990
 Udløbsdato 12.jan.1995
 Modpart Security Pacific National Bank, London

	Staten betaler	Staten modtager
	ydelser svarende til	ydelser svarende til
	variabelt forrentet	variabelt forrentet
	lån i XEU	lån i USD
Hovedstole	XEU 62.137.531	USD 75.000.000
Rente	6 mdrs. XEU-Libor	6 mdrs. USD-Libor +0,045 pct. p.a.
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	6 mdrs. XEU-Libor +0,045 pct. p.a. halvårlig mod 6 mdrs. USD-Libor halvårlig	
Udveksling af hoved- stole	Ved aftalens start og afslutning	

Bilagstabel 3 – fortsat

Nr. 410, Swap

Acceptdato 19.jan.1990
Startdato 23.jan.1990
Udløbsdato 24.jun.1993
Modpart Morgan Guaranty Trust Company of New York, London

	Staten betaler ydelser svarende til fast forrentet lån i BEF	Staten modtager ydelser svarende til variabelt forrentet lån i USD
Hovedstole	BEF 1.000.000.000	USD 27.950.000
Rente	10,50 pct. p.a., helårlig	6 mdrs. USD-Libor
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	10,50 pct. p.a. helårlig mod 6 mdrs. USD-Libor halvårlig	
Udveksling af hoved- stole	Ved aftalens start og afslutning.	

Nr. 411, Swap

Acceptdato	23.jan.1990
Startdato	16.feb.1990
Udløbsdato	16.feb.1995
Modpart	Landesbank Schleswig-Holstein Girozentrale, Luxembourg

	Staten betaler ydelser svarende til fast forrentet lån i CHF	Staten modtager ydelser svarende til variabelt forrentet lån i USD
Hovedstole	CHF 75.000.000	USD 49.355.000
Rente	7,51875 pct. p.a. til 1994 7,64375 pct. p.a. i 1995	6 mdrs. USD-Libor -0,25 pct. p.a.
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	7,98 pct. p.a. helårlig mod 6 mdrs. USD-Libor -0,25 pct. p.a. halvårlig.	
Udveksling af hoved- stole	Ved aftalens start og afslutning.	
Bemærkning	Staten modtager ved aftalens start kun CHF 73.681.907,27 i forbindelse med udveksling af hovedstole. Differencen op til CHF 75.000.000 er betaling for, at staten betaler en lavere rente i swappen end markedsprisen på tidspunktet for aftalens indgåelse.	

Nr. 412, Lån med tilknyttet swap

Udbudsdato	30.jan.1990
Underskrivelsesdato	31.jan.1990
Hjemtagelsesdato	6.feb.1990
Udløbsdato	31.jan.1995
Lånetype	Samurai-lån nr. 9 i JPY
Ledende bank	Nomura Securities Co. Ltd., Tokyo
Nominelt lånebeløb	JPY 10.000.000.000
Nominel rente	6,8 pct. p.a. halvårlig
Emissionskurs	101,05
Kommissioner	1 1/2 pct.
Andre omkostninger	JPY 47.700.000
Tilbagebetaling	31.jan.1995
Udbetalt i mill.kr.	447

Bilagstabel 3 – fortsat

Swap:

Startdato	6.feb.1990
Indhold	Alle forpligtelser i forbindelse med obligationslånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet lån i USD med samme løbetid. Ved aftalens start betalte staten netto-provenuet af obligationslånet JPY 9.907.300.000 til swap-modparten, og modtog til gengæld USD 68.800.000 fra denne. Ved aftalens afslutning modtager staten JPY 10.020.000.000 fra swap-modparten, og betaler USD 68.800.000 til denne.
Swap-modpart	Mitsui Bank Ltd., Tokyo
Hovedstol	USD 68.800.000
Nominel rente	6 mdrs. USD-Libor -0,19 pct. p.a. halvårlig mod 6,8 pct. p.a. halvårlig i JPY.
Effektiv rente	0,20 pct. p.a. under helårsrenten for et lån forrentet med 6 mdrs. USD-Libor -0,19 pct. p.a., beregnet på basis af en USD-Libor-sats på 8,5 pct. p.a.

Nr. 413, Swap

Acceptdato	14.feb.1990	
Startdato	7.mar.1990	
Udløbsdato	6.mar.1995	
Modpart	British Telecom Finance B.V., London	
	Staten betaler	Staten modtager
	ydelser svarende til	ydelser svarende til
	variabelt forrentet	variabelt forrentet
	lån i CHF	lån i USD
Hovedstole	CHF 200.000.000	USD 134.228.188
Rente	6 mdrs. CHF-Libor -0,525 pct. p.a.	6 mdrs. USD-Libor -0,525 pct. p.a.
Omkostninger	Staten har ved aftalens start betalt CHF 246.000.	
Effektiv rente	6 mdrs. CHF-Libor -0,495 pct. p.a. halvårlig mod 6 mdrs. USD-Libor -0,525 pct. p.a. halvårlig.	
Udveksling af hovedstole	Ved aftalens start og afslutning.	

Nr. 414, Lån

Udbudsdato	1.mar.1990
Underskrivelsesdato .	21.mar.1990
Hjemtagelsesdato . . .	21.mar.1990
Udløbsdato	21.mar.1995
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån
Ledende bank	JP Morgan Securities, Ltd., London
Nominelt lånebeløb . .	USD 771.000.000
Nominel rente	9,25 pct. p.a. helårlig
Emissionskurs	99,76
Kommissioner	0,26 pct.
Andre omkostninger .	USD 100.000
Effektiv rente	9,38 pct. p.a.
Tilbagebetaling	21.mar.1995
Udbetalt i mill.kr. . . .	4.963
Bemærkninger	Lånet blev den 1. marts udbudt ved auktion blandt medlemmer af International Primary Market Association (IPMA), dvs. foreningen af internationale emissionshuse. Beløbet 771 mill. USD fremkom ved, at alle der havde budt ved en margin på 0,65 procentenheder eller mindre over renten for den tilsvarende amerikanske statsobligation blev imødekommet. (Staten havde forlods annonceret et nominelt lånebeløb på 500–1.000 mill. USD afhængigt af bl.a. "clearing-prisen").

Bilagstabel 3 – fortsat

Nr. 415, Swap

Acceptdato	6.mar.1990	
Startdato	8.mar.1990	
Udløbsdato	8.mar.1995	
Modpart	Industrial Bank of Japan Limited, London	
	Staten betaler	Staten modtager
	ydelser svarende til	ydelser svarende til
	fast forrentet	variabelt forrentet
	lån i DEM	lån i USD
Hovedstole	50.000.000	29.455.081
Rente	9,56 pct. p.a.	6 mdrs. USD-Libor
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	9,56 pct. p.a. helårlig mod 6 mdrs. USD-Libor halvårlig.	
Udveksling af hoved- stole	Ved aftalens start og afslutning.	

Nr. 416, Lån

Acceptdato	6.mar.1990
Underskrivelsesdato . .	19.mar.1990
Hjemtagelsesdato . . .	16.mar.1990
Udløbsdato	16.mar.1995
Lånetype	Privat placering af gældsbevis ("Schuldscheindarlehen")
Ledende bank	Deutsche Girozentrale, Deutsche Kommunalbank, Frankfurt
Nominelt lånebeløb . .	DEM 150.000.000
Nominel rente	9,25 pct. p.a. helårlig
Emissionskurs	100
Kommissioner	–
Andre omkostninger . .	–
Effektiv rente	9,25 pct. p.a.
Tilbagebetaling	16.mar.1995
Udbetalt i mill.kr. . . .	575

Nr. 418, Swaps**Swap a:**

Acceptdato 8.mar.1990
 Startdato 5.apr.1990
 Udløbsdato 5.apr.1995
 Modpart Landes Kreditbank Baden-Württemberg, Karlsruhe

	Staten betaler	Staten modtager
	ydelse svarende til	ydelse svarende til
	fast forrentet	variabelt forrentet
	lån i CHF	lån i USD
Hovedstole	CHF 75.000.000	USD 49.767.000
Rente	7,51875 pct. p.a.	6 mdr. USD-Libor -0,30 pct. p.a.
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	7,95 pct. p.a. helårlig mod 6 mdr. USD-Libor -0,30 pct. p.a. halvårlig.	
Udveksling af hovedstole	Ved aftalens start og afslutning. Ved aftalens start modtages kun CHF 73.770.857, mens der betales CHF 75.093.750 ved aftalens slutning, hvilket er baggrunden for, at den effektive rente af CHF-delen bliver 7,95 pct. p.a.	

Bilagstabel 3 – fortsat

Swap b:

Acceptdato 8.mar.1990
Startdato 5.apr.1990
Udløbsdato 5.apr.1995
Modpart Credit Suisse, Zürich

	Staten betaler ydelser svarende til fast forrentet lån i CHF	Staten modtager ydelser svarende til variabelt forrentet lån i USD
Hovedstole	CHF 100.000.000	USD 66.356.000
Rente	8,20 pct. p.a.	6 mdrs. USD-Libor
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	8,25 pct. p.a. helårlig mod 6 mdrs. USD-Libor halvårlig.	
Udveksling af hoved- stole	Ved aftalens start og afslutning. Ved aftalens start modtages kun CHF 99.801.673, hvilket er baggrunden for, at den effektive rente af CHF-delen bliver 8,25 pct. p.a.	

Nr. 419, Swap

Acceptdato	12.mar.1990
Startdato	5.apr.1990
Udløbsdato	5.apr.1995
Modpart	Westdeutsche Landesbank, Cayman Island

	Staten betaler ydelser svarende til fast forrentet lån i CHF	Staten modtager ydelser svarende til variabelt forrentet lån i USD
Hovedstole	CHF 100.000.000	USD 66.093.000
Rente	7,68219 pct. p.a.	6 mdrs. USD-Libor -0,28 pct. p.a.
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	7,99 pct. p.a. helårlig mod 6 mdrs. USD-Libor -0,28 pct. p.a. halvårlig.	
Udveksling af hoved- stole	Ved aftalens start og afslutning. Ved aftalens start modtages kun CHF 98.974.939, mens der betales CHF 100.300.000, ved aftalens slutning, hvilket er baggrunden for, at den effektive rente af CHF-delen bliver 7,99 pct. p.a.	

Nr. 420, Lån

Acceptdato	13.mar.1990
Underskrivelsesdato	8.maj 1990
Hjemtagelsesdato	9.maj 1990
Udløbsdato	9.maj 2005
Lånetype	Privat placering, nul-kupon-lån
Ledende bank	JP Morgan Securities Ltd., London
Nominelt lånebeløb	FRF 1.000.000.000
Nominel rente	0 pct. p.a.
Emissionskurs	22,8
Kommissioner	-
Andre omkostninger	FRF 3.989.908
Effektiv rente	10,49 pct. p.a.
Tilbagebetaling	9.maj 2005
Førtidig indfrielse	Lånet kan ikke førtidsindfries (selv ikke i tilfælde af indførelse af kildeskat).
Udbetalt i mill.kr.	253

Bilagstabel 3 – fortsat

Nr. 421, Swap

Acceptdato 3.apr.1990
Startdato 3.apr.1990
Udløbsdato 3.apr.1992
Modpart Vestnordenfonden, Reykjavik

	Staten betaler ydelser svarende til fast forrentet lån i DKK	Staten modtager ydelser svarende til fast forrentet lån i DEM
Hovedstole	DKK 763.540	DEM 200.000
Rente	10,86 pct. p.a.	9,31 pct. p.a.
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	10,86 pct. p.a. helårlig mod 9,31 pct. p.a. i DEM helårlig	
Udveksling af hoved- stole	Ved aftalens afslutning.	

Nr. 422 Terminkontrakt

Startdato 21.maj 1990
Udløbsdato 19.feb.1991
Modpart Danmarks Nationalbank

Staten har købt JPY 30.000.000.000 for DEM 327.510.917 til levering d. 19.feb.1991.

Bemærkninger Det forventes, at JPY-lån nr. 317 førtidsindfries af investorerne den 19.feb.1991 på grund af stigningen i JPY-renten. Staten skal da tilbagebetale JPY 60.000.000.000. Den indgåede terminkontrakt omlægger halvdelen af kursrisikoen til en risiko i DEM. Kontrakten lukkedes den 3.sep.1990, fordi yderligere stigning i JPY-kursen ikke ansås at være sandsynlig. Der opnåedes ved lukningen en kursgevinst på 1.797.535 DEM, som afregnes til den pr. 19.feb.1991 gældende kurs.

Nr. 423, Swap

Acceptdato 25.maj 1990
 Startdato 31.maj 1990
 Udløbsdato 31.maj 1995
 Modpart Swiss Bank Corporation, London

	Staten betaler ydelser svarende til fast forrentet lån i CHF	Staten modtager ydelser svarende til variabelt forrentet lån i USD
Hovedstole	CHF 71.050.000	USD 50.000.000
Rente	7,66 pct. p.a.	6 mdrs. USD-Libor
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	7,66 pct. p.a. helårlig mod 6 mdrs. USD-Libor halvårlig.	
Udveksling af hoved- stole	Ved aftalens start og afslutning.	

Nr. 424, Swap

Acceptdato 29.maj 1990
 Startdato 1.jun.1990
 Udløbsdato 31.maj 1995
 Modpart Swiss Bank Corporation, London

	Staten betaler ydelser svarende til fast forrentet lån i CHF	Staten modtager ydelser svarende til variabelt forrentet lån i USD
Hovedstole	CHF 70.350.000	USD 50.000.000
Rente	7,60 pct. p.a.	6 mdrs. USD-Libor
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	7,60 pct. p.a. helårlig mod 6 mdrs. USD-Libor halvårlig.	
Udveksling af hoved- stole	Ved aftalens start og afslutning.	

Bilagstabel 3 – fortsat

Nr. 425, Swap

Acceptdato	30.maj 1990
Startdato	6.jun.1990
Udløbsdato	6.jun.1995
Modpart	Security Pacific Hoare Govett Limited, London

	Staten betaler ydelse svarende til fast forrentet lån i CHF	Staten modtager ydelse svarende til variabelt forrentet lån i USD
Hovedstole	CHF 50.000.000	USD 35.460.993
Rente	7,44 pct. p.a.	6 mdrs. USD-Libor
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	7,44 pct. p.a. helårlig mod 6 mdrs. USD-Libor halvårlig.	
Udveksling af hoved- stole	Ved aftalens start og afslutning.	

Nr. 426, Lån

Acceptdato	20.jun.1990
Underskrivelsesdato	22.jun.1990
Hjemtagelsesdato	22.jun.1990
Udløbsdato	22.jun.1993
Lånetype	Privat placering af gældsbevis ("Schuldscheindarlehen")
Ledende bank	Dresdner Bank A.G., Frankfurt/Main
Nominelt lånebeløb	DEM 100.000.000
Nominel rente	9,10 pct. p.a. helårlig
Emissionskurs	99,95
Kommissioner	–
Andre omkostninger	DEM 30.000
Effektiv rente	9,1317 pct. p.a.
Tilbagebetaling	22.jun.1993
Udbetalt i mill.kr.	380

Nr. 427, Lån

Acceptdato	20.jun.1990
Underskrivelsesdato . .	29.jun.1990
Hjemtagelsesdato . . .	29.jun.1990
Udløbsdato	29.jun.1993
Lånetype	Privat placering af gældsbevis ("Schuldscheindarlehen")
Ledende bank	Dresdner Bank A.G., Frankfurt/Main
Nominelt lånebeløb . .	DEM 50.000.000
Nominel rente	9,10 pct. p.a. helårlig
Emissionskurs	99,95
Kommissioner	–
Andre omkostninger . .	DEM 15.000
Effektiv rente	9,1317 pct. p.a.
Tilbagebetaling	29.jun.1993
Udbetalt i mill.kr. . . .	190

Nr. 428, Lån

Udbudsdato	21.jun.1990
Underskrivelsesdato . .	12.jul.1990
Hjemtagelsesdato . . .	19.jul.1990
Udløbsdato	21.mar.1995
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån
Ledende bank	JP Morgan Securities, Ltd., London
Nominelt lånebeløb . .	Tranche a: USD 600.000.000, Tranche b: USD 200.000.000
Nominel rente	9,25 pct. p.a. helårlig
Emissionskurs	99,839
Kommissioner	0,26 pct.
Andre omkostninger . .	USD 85.900
Effektiv rente	Tranche a: 9,345 pct. p.a., Tranche b: 9,269 pct. p.a.
Tilbagebetaling	21.mar.1995
Udbetalt i mill.kr. . . .	5.160

Bemærkninger Finansministeriet udbød den 21.juni 1990 et lån på USD 400–600 mill. ved auktion blandt medlemmer af International Primary Market Association (IPMA), dvs. foreningen af internationale emissionshuse. Der er tale om et nyudbud i samme lån som de 771 mill. USD, der blev hjemtaget 21.marts 1990 (nr. 414). Finansministeriet valgte at acceptere bud med en margin på 0,578 procentenheder ("clearingprisen") eller mindre over renten for den tilsvarende amerikan-

ske statsobligation. Da der til denne overrente var tegnet mere end maksimumbeløbet på 600 mill. USD, blev der foretaget en pro-rata nedskæring på 13,8 pct. af de bud som var afgivet netop til 0,578 pct. overrente. Herudover aftog Danmarks Nationalbank 200 mill. USD på en såkaldt non-competitive basis (dvs. Danmarks Nationalbank lagde ikke selv bud ind under auktionen, men aftog blot obligationerne til den under auktionen fremkomne clearing-pris). Disse obligationer kan efterfølgende, når der ses efterspørgsel i markedet, sælges uden udarbejdelse af yderligere dokumentation. Er obligationerne ikke afsat i markedet indenfor et år, har Nationalbanken adgang til at sælge obligationerne til Finansministeriet til samme børskurs som Nationalbanken har købt obligationerne til. Den effektive rente på den non-competitive tranche (b.) er lavere end den effektive rente på den competitive tranche (a.), idet der ikke betales kommissioner for tranche b. og "andre omkostninger" i beregningen er henført til tranche a. Den vægtede effektive rente for alle USD 800 mill. er 9,326 pct. p.a.

Nr. 429, Lån

Acceptdato	21.jun.1990
Underskrivelsesdato . .	29.jun.1990
Hjemtagelsesdato . . .	29.jun.1990
Udløbsdato	29.jun.1993
Lånetype	Privat placering af gældsbevis ("Schuldscheindarlehen")
Ledende bank	Commerzbank A.G., Frankfurt
Nominelt lånebeløb . .	DEM 50.000.000
Nominel rente	9,08 pct. p.a. helårlig
Emissionskurs	100,03
Kommissioner	–
Andre omkostninger . .	DEM 15.000
Effektiv rente	9,08 pct. p.a.
Tilbagebetaling	29.jun.1993
Udbetalt i mill.kr. . . .	190

Nr. 430, Swap

Acceptdato	25.jun.1990
Startdato	28.jun.1990
Udløbsdato	21.mar.1995
Modpart	Morgan Guaranty Trust Company of New York, London

	Staten betaler	Staten modtager
	ydelser svarende til	ydelser svarende til
	fast forrentet	variabelt forrentet
	lån i DEM	lån i USD
Hovedstole	DEM 83.750.000	USD 50.000.000
Rente	9,06 pct. p.a.	6 mdrs. USD-Libor

Omkostninger	Ingen
Effektiv rente	9,06 pct. p.a. helårlig mod 6 mdrs. USD-Libor halvårlig.
Udveksling af hovedstole	Ved aftalens start og afslutning.

Nr. 431, Swap

Acceptdato	26.jun.1990
Startdato	29.jun.1990
Udløbsdato	21.mar.1995
Modpart	Morgan Guaranty Trust Company of New York, London

	Staten betaler	Staten modtager
	ydelser svarende til	ydelser svarende til
	fast forrentet	variabelt forrentet
	lån i DEM	lån i USD
Hovedstole	DEM 50.370.000	USD 30.000.000
Rente	9,00 pct. p.a.	6 mdrs. USD-Libor

Omkostninger	Ingen
Effektiv rente	9,00 pct. p.a. helårlig mod 6 mdrs. USD-Libor halvårlig.
Udveksling af hovedstole	Ved aftalens start og afslutning.

Bilagstabel 3 – fortsat

Nr. 432, Swap

Acceptdato	3.jul.1990	
Startdato	17.jul.1990	
Udløbsdato	17.jul.1995	
Modpart	Banque Indosuez, Bruxelles	
	Staten betaler	Staten modtager
	ydelse svarende til	ydelse svarende til
	fast forrentet	variabelt forrentet
	lån i BEF	lån i USD
Hovedstole	BEF 1.693.625.000	USD 50.000.000
Rente	9,74 pct. p.a.	6 mdr. USD-Libor
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	9,74 pct. p.a. helårlig mod 6 mdr. USD-Libor halvårlig.	
Udveksling af hoved- stole	Ved aftalens start og afslutning.	

Nr. 433, Lån med tilknyttet swap

Udbudsdato	18.jul.1990
Underskrivelsesdato	26.jul.1990
Hjemtagelsesdato	31.jul.1990
Udløbsdato	31.jul.1997
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån i JPY
Ledende bank	The Nomura Securities Co., Ltd., Tokyo
Nominelt lånebeløb	JPY 15.000.000.000
Nominel rente	7 pct. p.a. helårligt i AUD
Emissionskurs	96,00
Kommissioner	1,8 pct.
Andre omkostninger	JPY 53.375.000
Tilbagebetaling	31.jul.1997
Førtidig indfrielse	Fra og med 30.jul.1991 kan obligationerne førtidsindfries af staten til overkurser faldende med 0,25 pct. pr. år fra kurs 101,50.
Udbetalt i mill.kr.	577

Swap:

Startdato	31.jul.1990
Indhold	Alle forpligtelser i forbindelse med obligationslånet er ombyttet med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet lån i USD med samme løbetid. Ved aftalens start betalte staten nettoprovenuet af obligationslånet, JPY 14.076.625.000 til swap-modparten, og modtog til gengæld USD 93.408.261 fra denne. Ved aftalens afslutning modtager staten JPY 15.000.000.000 fra swap-modparten, og betaler USD 93.408.261 til denne.
Swap-modpart	The Industrial Bank of Japan Ltd., Tokyo
Hovedstol	USD 93.408.261
Nominel rente	6 mdrs. USD-Libor -0,28 pct. p.a. halvårlig mod 7,0 pct. p.a. helårlig i AUD.
Effektiv rente	0,30 pct. p.a. under helårsrenten for et lån forrentet med 6 mdrs. USD-Libor, beregnet på basis af en USD-Libor-sats på 8,00 pct. p.a.
Bemærkninger	Låneprovenuet er genudlånt til A/S Storebæltsforbindelsen på identiske vilkår som statens forpligtelser.

Nr. 434, Lån med tilknyttet swap

Udbudsdato	18.jul.1990
Underskrivelsesdato	27.jul.1990
Hjemtagelsesdato	2.aug.1990
Udløbsdato	2.aug.1995
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån
Ledende banker	Banco Espanol de Crédito, S.A., Madrid og J.P. Morgan Sociedad de Valores y Bolsa, S.A., Madrid
Nominelt lånebeløb	ESB 10.000.000.000
Nominel rente	13 3/4 pct. p.a.
Emissionskurs	101,75
Kommissioner	1,625 pct.
Andre omkostninger	ESB 17.000.000
Tilbagebetaling	2.aug.1995
Udbetalt i mill.kr.	620

Swap:

Startdato	2.aug.1990
Indhold	Alle forpligtelser i forbindelse med obligationslånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet lån i DEM med samme løbetid. Ved aftalens start betalte staten netto-provenuet af obligationslånet ESB 9.995.500.000 til swap-modparten, og modtog til gengæld DEM 162.600.000 fra denne. Ved aftalens afslutning modtager staten ESB 10.000.000.000 fra swap-modparten, og betaler DEM 162.600.000 til denne.
Swap-modpart	Banco Espanol de Crédito, S.A., Madrid
Hovedstol	DEM 162.600.000
Nominel rente	6 mdrs. DEM-Libor -0,65 pct. p.a. halvårlig mod 13 3/4 pct. p.a. helårlig i ESB.
Effektiv rente	0,69 pct. p.a. under helårsrenten for et lån forrentet med 6 mdrs. DEM-Libor, beregnet på basis af en DEM-Libor-sats på 8,75 pct. p.a.

Nr. 435, Swap

Acceptdato	23.jul.1990	
Startdato	25.jul.1990	
Udløbsdato	25.jan.1994	
Modpart	Industrial Bank of Japan Ltd., London	
	Staten betaler	Staten modtager
	ydelse svarende til	ydelse svarende til
	fast forrentet	variabelt forrentet
	lån i DEM	lån i DEM
Hovedstole	DEM 50.000.000	DEM 50.000.000
Rente	8,865 pct. p.a.	6 mdrs. DEM-Libor
Omkostninger	Nutidsværdien af 0,01 pct. p.a. af hovedstolen (tilbagediskonteret med 8,865 pct. p.a.), svarende til DEM 14.556.	
Effektiv rente	8,875 pct. p.a. helårlig mod 6 mdrs. DEM-Libor halvårlig.	
Udveksling af hovedstole	Der sker ingen udveksling af hovedstole.	

Nr. 436, Swap

Acceptdato 23.jul.1990
 Startdato 26.jul.1990
 Udløbsdato 16.dec.1993
 Modpart Citibank N.A., London

	Staten betaler	Staten modtager
	ydelse svarende til	ydelse svarende til
	fast forrentet	variabelt forrentet
	lån i DEM	lån i DEM
Hovedstole	DEM 50.000.000	DEM 50.000.000
Rente	8,87 pct. p.a.	6 mdr. DEM-Libor
Omkostninger	Nutidsværdien af 0,01 pct. p.a. af hovedstolen (tilbagediskonteret med 8,87 pct. p.a.), svarende til DEM 14.140.	
Effektiv rente	8,88 pct. p.a. helårlig mod 6 mdr. DEM-Libor halvårlig.	
Udveksling af hovedstole	Der sker ingen udveksling af hovedstole.	

Bilagstabel 3 – fortsat

Nr. 437, Swap

Acceptdato	26.jul.1990	
Startdato	21.aug.1990	
Udløbsdato	21.aug.1995	
Modpart	Landesbank Rheinland-Pfalz, Mainz	
	Staten betaler	Staten modtager
	ydelser svarende til	ydelser svarende til
	fast forrentet	variabelt forrentet
	lån i CHF	lån i USD
Hovedstole	CHF 99.495.000	USD 72.475.000
Rente	7,16275 pct. p.a.	6 mdrs. USD-Libor -0,28 pct. p.a.
Omkostninger	Nutidsværdien af 0,01 pct. p.a. af hovedstolen på CHF 99.495.000 (tilbagediskonteret med 7,16275 pct. p.a.), svarende til CHF 40.618.	
Effektiv rente	7,17275 pct. p.a. i CHF helårlig mod 6 mdrs. USD-Libor - 0,28 pct. p.a. halvårlig.	
Udveksling af hovedstole	Ved aftalens start og afslutning.	

Nr. 438, Swap

Acceptdato	30.jul.1990	
Startdato	2.aug.1990	
Udløbsdato	2.dec.1993	
Modpart	Morgan Guaranty Trust Company of New York, London	
	Staten betaler	Staten modtager
	ydelser svarende til	ydelser svarende til
	fast forrentet	variabelt forrentet
	lån i DEM	lån i DEM
Hovedstole	DEM 60.000.000	DEM 60.000.000
Rente	8,85 pct. p.a.	6 mdrs. DEM-Libor
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	8,85 pct. p.a. helårlig mod 6 mdrs. DEM-Libor halvårlig.	
Udveksling af hovedstole	Der sker ingen udveksling af hovedstole.	

Nr. 439, Swap

Acceptdato	7.aug.1990
Startdato	10.aug.1990
Udløbsdato	2.dec.1993
Modpart	Morgan Guaranty Trust Company of New York, London

	Staten betaler	Staten modtager
	ydelser svarende til	ydelser svarende til
	fast forrentet	variabelt forrentet
	lån i DEM	lån i USD
Hovedstole	DEM 157.550.000	USD 100.000.000
Rente	9,25 pct. p.a.	6 mdrs. USD-Libor
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	9,25 pct. p.a. helårlig i DEM mod 6 mdrs. USD-Libor halvårlig.	
Udveksling af hovedstole	Ved aftalens start og afslutning.	

Nr. 440, Swap

Acceptdato	7.aug.1990
Startdato	10.aug.1990
Udløbsdato	10.aug.1995
Modpart	Svenska Handelsbanken, London

	Staten betaler	Staten modtager
	ydelser svarende til	ydelser svarende til
	fast forrentet	variabelt forrentet
	lån i DEM	lån i USD
Hovedstole	DEM 100.000.000	USD 63.492.063,49
Rente	9,25 pct. p.a.	6 mdrs. USD-Libor
Omkostninger	Nutidsværdien af 0,01 pct. p.a. af hovedstolen på DEM 100.000.000 (tilbagediskonteret med 9,25 pct. p.a.) svarende til DEM 38.645.	
Effektiv rente	9,26 pct. p.a. helårlig i DEM mod 6 mdrs. USD-Libor halvårlig.	
Udveksling af hovedstole	Ved aftalens start og afslutning.	

Bilagstabel 3 – fortsat

Nr. 441, Swap

Acceptdato 15.aug.1990
Startdato 20.aug.1990
Udløbsdato 20.aug.1993
Modpart Credit Suisse Financial Products, London

	Staten betaler ydelse svarende til fast forrentet lån i DEM	Staten modtager ydelse svarende til variabelt forrentet lån i USD
Hovedstole	DEM 77.700.000	USD 50.000.000
Rente	9,17 pct. p.a.	6 mdrs. USD-Libor
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	9,17 pct. p.a. helårlig i DEM mod 6 mdrs. USD-Libor halvårlig.	
Udveksling af hoved- stole	Ved aftalens start og afslutning.	

Nr. 442, Lån med tilknyttet swap

Udbudsdato 24.aug.1990
Underskrivelsesdato . . 17.sep.1990
Hjemtagelsesdato . . . 20.sep.1990
Udløbsdato 20.sep.1995
Lånetype Privat placeret lån
Ledende bank Sal. Oppenheim Jr. & Cie., Köln
Nominelt lånebeløb . . DEM 50.000.000
Nominel rente 13 1/8 pct. p.a. helårlig
Emissionskurs 101,875
Kommissioner 1,875 pct.
Andre omkostninger . . –
Tilbagebetaling Hele beløbet 20.sep.1995. Lånet tilbagebetales med følgende beløb: 50 mill. DEM x (0,6617 x FX + 0,48193 x FY – 2), hvor FX er DEM/GBP-spotkursen på udløbstidspunktet, og FY er DEM/XEU-spotkursen på udløbstidspunktet.
Udbetalt i mill.kr. . . . 191

Swap:

Startdato	20.sep.1990
Indhold	Alle forpligtelser i forbindelse med lånet er ombyttet med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet lån i DEM med samme løbetid.
Swap-modpart	Toronto Dominion Bank, London
Hovedstol	DEM 50.000.000
Nominel rente	6 mdrs. DEM-Libor -0,35 pct. p.a. halvårlig mod 13 1/8 pct. p.a. helårlig.
Effektiv rente	0,36 pct. p.a. under helårsrenten for et lån forrentet med 6 mdrs. DEM-Libor, beregnet på basis af en DEM-Libor-sats på 8,25 pct. p.a.

Nr. 443, Terminkontrakt

Startdato	13.sep.1990
Udløbsdato	19.feb.1991
Modpart	Danmarks Nationalbank

Staten har købt JPY 13.000.000.000 for DEM 149.597.238,20 til levering den 19.feb.1991.

Bemærkninger Det forventes, at JPY-lån nr. 317 førtidsindfries af investorerne den 19.feb.1991 på grund af stigningen i JPY-renten. Staten skal da tilbagebetale JPY 60.000.000.000. Denne terminkontrakt har omlagt JPY 13.000.000.000 til en risiko i DEM.

Baggrunden var, at det medio september 1990 skønnedes meget usikkert, hvorvidt JPY ville stige eller falde frem til det forventede indfrielsestidspunkt 19.feb.1991. Det blev derfor anset for passende med en vis afdækning.

For fuldstændighedens skyld nævnes, at den nævnte forventede indfrielse tidligere havde givet anledning til terminsdispositioner, jf. nr. 422 ovenfor.

Nr. 444, Swap

Acceptdato	18.sep.1990
Startdato	21.sep.1990
Udløbsdato	15.jun.1993
Modpart	Morgan Guaranty Trust Company of New York, London

	Staten betaler ydelse svarende til fast forrentet lån i DEM	Staten modtager ydelse svarende til variabelt forrentet lån i USD
Hovedstole	DEM 77.350.000	USD 50.000.000
Rente	9,33 pct. p.a.	6 mdrs. USD-Libor
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	9,33 pct. p.a. i DEM helårlig mod 6 mdrs. USD-Libor halvårlig.	
Udveksling af hoved- stole	Ved aftalens start og afslutning.	

Nr. 445, Swap

Acceptdato	20.sep.1990
Startdato	24.sep.1990
Udløbsdato	20.sep.1996
Modpart	Banque Paribas, Paris

	Staten betaler ydelse svarende til variabelt forrentet lån i FRF	Staten modtager ydelse svarende til fast forrentet lån i FRF
Hovedstole	FRF 1.000.000.000	FRF 1.000.000.000
Rente	6 mdrs. Pibor	10,80 pct. p.a.
Omkostninger	Nutidsværdien af 0,01 pct. p.a. af hovedstolen (tilbagediskonteret med 10,80 pct. p.a.), svarende til FRF 425.502,00.	
Effektiv rente	6 mdrs. Pibor +0,01 pct. halvårlig mod 10,80 pct. p.a. helårlig.	
Udveksling af hoved- stole	Der sker ikke udveksling af hovedstole.	

Nr. 447, Swap

Acceptdato 3.okt.1990
 Startdato 9.okt.1990
 Udløbsdato 15.jun.1993
 Modpart Morgan Guaranty Trust Company of New York, London

	Staten betaler ydelser svarende til fast forrentet lån i DEM	Staten modtager ydelser svarende til variabelt forrentet lån i USD
Hovedstole	DEM 77.400.000	USD 50.000.000
Rente	9,31 pct. p.a.	6 mdrs. USD-Libor
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	9,31 pct. p.a. i DEM helårlig mod 6 mdrs. USD-Libor halvårlig.	
Udveksling af hoved- stole	Ved aftalens start og afslutning.	

Nr. 448, Swap

Acceptdato 4.okt.1990
 Startdato 9.okt.1990
 Udløbsdato 15.jun.1993
 Modpart Morgan Guaranty Trust Company of New York, London

	Staten betaler ydelser svarende til fast forrentet lån i DEM	Staten modtager ydelser svarende til variabelt forrentet lån i USD
Hovedstole	DEM 77.115.000	USD 50.000.000
Rente	9,31 pct. p.a.	6 mdrs. USD-Libor
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	9,31 pct. p.a. helårlig i DEM mod 6 mdrs. USD-Libor halvårlig.	
Udveksling af hoved- stol	Ved aftalens afslutning.	

Bilagstabel 3 – fortsat

Nr. 449, Swap

Acceptdato 18.okt.1990
Startdato 22.okt.1990
Udløbsdato 22.apr.1993
Modpart Security Pacific National Bank, London

	Staten betaler ydelser svarende til fast forrentet lån i DEM	Staten modtager ydelser svarende til variabelt forrentet lån i USD
Hovedstole	DEM 75.210.000	USD 50.000.000
Rente	9,25 pct. p.a.	6 mdrs. USD–Libor
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	9,25 pct. p.a. helårlig i DEM mod 6 mdrs. USD–Libor halvårlig.	
Udveksling af hoved- stole	Ved aftalens afslutning.	

Nr. 450, Swap

Acceptdato 22.okt.1990
Startdato 25.okt.1990
Udløbsdato 25.apr.1994
Modpart Credit Suisse Financial Products, London

	Staten betaler ydelser svarende til fast forrentet lån i DEM	Staten modtager ydelser svarende til variabelt forrentet lån i USD
Hovedstole	DEM 75.400.000	USD 50.000.000
Rente	9,17 pct. p.a.	6 mdrs. USD–Libor
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	9,17 pct. p.a. helårlig i DEM mod 6 mdrs. USD–Libor halvårlig.	
Udveksling af hoved- stole	Ved aftalens start og afslutning.	

Nr. 451, Swap

Acceptdato	22.okt.1990
Startdato	25.okt.1990
Udløbsdato	25.apr.1994
Modpart	Bank of Tokyo Ltd., Tokyo

	Staten betaler ydelser svarende til fast forrentet lån i DEM	Staten modtager ydelser svarende til variabelt forrentet lån i USD
Hovedstole	DEM 37.687.500	USD 25.000.000
Rente	9,15 pct. p.a.	6 mdrs. USD-Libor
Omkostninger	Nutidsværdien af 0,01 pct. p.a. af hovedstolen (tilbagediskon- teret med 9,15 pct. p.a.), svarende til USD 6.035.	
Effektiv rente	9,16 pct. p.a. helårlig i DEM mod 6 mdrs. USD-Libor halvårlig.	
Udveksling af hoved- stole	Ved aftalens start og afslutning.	

Nr. 452, Swap

Acceptdato	24.okt.1990
Startdato	26.okt.1990
Udløbsdato	26.okt.1994
Modpart	Banque Paribas, Paris

	Staten betaler ydelser svarende til fast forrentet lån i CHF	Staten modtager ydelser svarende til variabelt forrentet lån i USD
Hovedstole	CHF 75.000.000	USD 58.708.415
Rente	7,96 pct. p.a.	6 mdrs. USD-Libor
Omkostninger	Nutidsværdien af 0,01 pct. p.a. af hovedstolen (tilbagediskon- teret med 7,96 pct. p.a.), svarende til CHF 24.863.	
Effektiv rente	7,97 pct. p.a. helårlig mod 6 mdrs. USD-Libor halvårlig.	
Udveksling af hoved- stole	Ved aftalens start og afslutning.	

Bilagstabel 3 – fortsat

Nr. 453, Swap

Acceptdato 24.okt.1990
 Startdato 26.okt.1990
 Udløbsdato 26.okt.1994
 Modpart Royal Bank of Canada, London

	Staten betaler ydelse svarende til variabelt forrentet lån i USD	Staten modtager ydelse svarende til fast forrentet lån i USD
Hovedstole	USD 58.708.415	USD 58.708.415
Rente	6 mdr. USD-Libor	8,93 pct. p.a.
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	6 mdr. USD-Libor halvårlig mod 8,93 pct. p.a. helårlig.	
Udveksling af hoved- stole	Der sker ingen udveksling af hovedstole.	

Nr. 454, Swap

Acceptdato 25.okt.1990
 Startdato 29.okt.1990
 Udløbsdato 29.okt.1993
 Modpart Deutsche Bank AG, Frankfurt

	Staten betaler ydelse svarende til fast forrentet lån i CHF	Staten modtager ydelse svarende til fast forrentet lån i USD
Hovedstole	CHF 63.500.000	USD 50.000.000
Rente	8,145 pct. p.a.	8,705 pct. p.a.
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	8,145 pct. p.a. helårlig i CHF mod 8,705 pct. p.a. helårlig i USD.	
Udveksling af hoved- stole	Ved aftalens start og afslutning.	

Nr. 455, Swap

Acceptdato	5.nov.1990
Startdato	8.nov.1990
Udløbsdato	8.nov.1993
Modpart	Credit Suisse Financial Products, London

	Staten betaler ydelser svarende til fast forrentet lån i DEM	Staten modtager ydelser svarende til fast forrentet lån i USD
Hovedstole	DEM 74.700.000	USD 50.000.000
Rente	9,32 pct. p.a.	8,65 pct. p.a.
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	9,32 pct. p.a. helårlig i DEM mod 8,65 pct. p.a. helårlig i USD.	
Udveksling af hoved- stole	Ved aftalens start og afslutning.	

Nr. 456, Swap

Acceptdato	8.nov.1990
Startdato	13.nov.1990
Udløbsdato	14.nov.1994
Modpart	Deutsche Bank AG, Frankfurt

	Staten betaler ydelser svarende til fast forrentet lån i CHF	Staten modtager ydelser svarende til fast forrentet lån i USD
Hovedstole	CHF 62.875.000	USD 50.000.000
Rente	7,99 pct. p.a.	8,8375 pct. p.a.
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	7,99 pct. p.a. helårlig i CHF mod 8,8375 pct. p.a. helårlig i USD.	
Udveksling af hoved- stole	Ved aftalens start og afslutning.	

Bilagstabel 3 – fortsat

Nr. 457, Swap

Acceptdato	12.nov.1990
2Startdato	14.nov.1990
Udløbsdato	14.nov.1994
Modpart	Bank of Tokyo Ltd., Tokyo

	Staten betaler ydelser svarende til variabelt forrentet lån i USD	Staten modtager ydelser svarende til fast forrentet lån i USD
Hovedstole	USD 25.000.000	USD 25.000.000
Rente	6 mdrs. USD-Libor	8,76 pct. p.a.
Omkostninger	Nutidsværdien af 0,01 pct. af hovedstolen (tilbagediskonteret med 8,76 pct. p.a.), svarende til USD 8.142,00.	
Effektiv rente	6 mdrs. USD-Libor +0,01 pct. halvårlig, mod 8,76 pct. p.a. i USD helårlig.	
Udveksling af hovedstole	Der er ingen udveksling af hovedstole.	

Nr. 458, Swap

Acceptdato	12.nov.1990
Startdato	15.nov.1990
Udløbsdato	15.nov.1994
Modpart	Dresdner Bank AG, Frankfurt

	Staten betaler ydelser svarende til fast forrentet lån i DEM	Staten modtager ydelser svarende til fast forrentet lån i USD
Hovedstole	DEM 74.000.000	USD 50.000.000
Rente	9,30 pct. p.a.	8,72 pct. p.a.
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	9,30 pct. p.a. helårlig i DEM mod 8,72 pct. p.a. helårlig i USD.	
Udveksling af hovedstole	Ved aftalens start og afslutning.	

Nr. 459, Swap

Acceptdato	13.nov.1990
Startdato	16.nov.1990
Udløbsdato	16.maj 1994
Modpart	Credit Suisse Financial Products, London

	Staten betaler ydelse svarende til fast forrentet lån i DEM	Staten modtager ydelse svarende til fast forrentet lån i USD
Hovedstole	DEM 110.850.000	USD 75.000.000
Rente	9,33 pct. p.a.	8,57 pct. p.a.
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	9,33 pct. p.a. helårlig i DEM mod 8,57 pct. p.a. helårlig i USD.	
Udveksling af hoved- stole	Ved aftalens start og afslutning.	

Nr. 460, Swap

Acceptdato	14.nov.1990
Startdato	19.nov.1990
Udløbsdato	20.nov.1995
Modpart	Union Bank of Switzerland, Zürich

	Staten betaler ydelse svarende til fast forrentet lån i CHF	Staten modtager ydelse svarende til variabelt forrentet lån i USD
Hovedstole	CHF 62.500.000	USD 50.000.000
Rente	7,93 pct. p.a.	6 mdrs. USD-Libor
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	7,93 pct. p.a. helårlig i CHF mod 6 mdrs. USD-Libor halvårlig.	
Udveksling af hoved- stole	Ved aftalens start og afslutning.	

Bilagstabel 3 – fortsat

Nr. 461, Swap

Acceptdato 14.nov.1990
Startdato 19.nov.1990
Udløbsdato 20.nov.1995
Modpart Barclays Bank PLC, London

	Staten betaler ydelse svarende til variabelt forrentet lån i USD	Staten modtager ydelse svarende til fast forrentet lån i USD
Hovedstole	USD 50.000.000	USD 50.000.000
Rente	6 mdr. USD-Libor	8,82 pct. p.a.
Omkostninger	Nutidsværdien af 0,01 pct. p.a. af hovedstolen (tilbagediskonteret med 8,82 pct. p.a.), svarende til USD 19.539,40.	
Effektiv rente	6 mdr. USD-Libor +0,01 pct. halvårlig mod 8,82 pct. p.a. i USD helårlig.	
Udveksling af hovedstole	Der sker ikke udveksling af hovedstole.	

Nr. 462, Terminkontrakt

Startdato 16.nov.1990
Udløbsdato 28.feb.1991
Modpart Danmarks Nationalbank

Staten har købt USD 30.000.000 for DKK 171.555.000 til levering den 28.feb.1991.

Bemærkninger Denne terminkontrakt blev indgået med henblik på forventet førtidig indfrielse af USD-lån nr. 206 pr. 28.feb.1991. Det er senere besluttet ikke at indfri lånet til denne termin.

Nr. 463, Terminskontrakt

Startdato 19.nov.1990
Udløbsdato 10.jul.1991
Modpart Danmarks Nationalbank

Staten har købt USD 225.000.000 for DKK 1.290.375.000
til levering den 10.jul.1991.

Bemærkninger Denne terminskontrakt er indgået til brug for tilbagebetaling
af USD-lån nr. 262 pr. 10.jul.1991.

Nr. 464, Terminskontrakt

Startdato 20.nov.1990
Udløbsdato 10.jun.1991
Modpart Danmarks Nationalbank

Staten har købt USD 155.000.000 for DKK 890.320.000 til
levering den 10.jun.1991.

Bemærkninger Denne terminskontrakt er indgået til brug for tilbagebetaling
af USD-lån nr. 365 pr. 10.jun.1991.

Nr. 465, Terminskontrakt

Startdato 21.nov.1990
Udløbsdato 26.sep.1991
Modpart Danmarks Nationalbank

Staten har købt USD 103.000.000 for DKK 595.391.500 til
levering den 26.sep.1991.

Bemærkninger Denne terminskontrakt er indgået til brug for tilbagebetaling
af USD-lån nr. 210 pr. 26.sep.1991.

Nr. 466, Terminskontrakt

Startdato 23.nov.1990
Udløbsdato 14.aug.1991
Modpart Danmarks Nationalbank

Staten har købt USD 104.000.000 for DKK 603.044.000 til levering den 14.aug.1991.

Bemærkninger Denne terminskontrakt er indgået til brug for tilbagebetaling af USD-lån nr. 205 pr. 14.aug.1991.

Nr. 467, Terminskontrakt

Startdato 23.nov.1990
Udløbsdato 15.jul.1991
Modpart Danmarks Nationalbank

Staten har købt USD 58.000.000 for DKK 336.255.000 til levering den 15.jul.1991.

Bemærkninger Denne terminskontrakt er indgået til brug for tilbagebetaling af USD-lån nr. 197 pr. 15.jul.1991.

Nr. 468, Terminskontrakt

Startdato 26.nov.1990
Udløbsdato 15.mar.1991
Modpart Danmarks Nationalbank

Staten har købt USD 103.000.000 for DKK 592.816.500 til levering den 15.mar.1991.

Bemærkninger Denne terminskontrakt er indgået til brug for tilbagebetaling af USD-lån nr. 189 pr. 15.mar.1991.

Nr. 470, Terminskontrakt

Startdato 27.nov.1991
Udløbsdato 23.maj 1991
Modpart Danmarks Nationalbank

Staten har købt USD 103.000.000 for DKK 595.546.000 til levering den 23.maj 1991.

Bemærkninger Denne terminskontrakt er indgået til brug for tilbagebetaling af USD-lån nr. 195 pr. 23.maj 1991.

Nr. 471, Lån med tilknyttet swap

Acceptdato 28.nov.1990
Underskrivelsesdato . . 17.dec.1990
Hjemtagelsesdato . . . 20.dec.1990
Udløbsdato 20.dec.2005
Lånetype Privat placeret obligationslån
Ledende bank J.P. Morgan Securities Ltd., London
Nominelt lånebeløb . . FRF 5.000.000.000
Nominel rente 0 pct. p.a.
Emissionskurs 22,364842
Kommissioner –
Andre omkostninger . . USD 50.000
Tilbagebetaling Hele beløbet 20.dec.2005
Førtidig indfrielse . . . Lånet kan ikke førtidsindfries.
Udbetalt i mill.kr. . . . 1.269

Bilagstabel 3 – fortsat

Swap:

Startdato	20.dec.1990
Indhold	Nettoprovenuet på FRF 1.118.242.088 af 0-kupon-lånet er swappet til et variabelt forrentet lån i FRF med samme løbetid. Forskellen mellem den nominelle hovedstol, 5 mia. FRF, og provenuet betales i stigende halvårlige rater af modparten til staten. Derved vokser lånet, som staten skal forrente over swappens løbetid for i år 15 at udgøre FRF 5.000.000.000.
Swap-modpart	Morgan Guaranty Trust Company of New York, London
Nominel rente	6 mdrs. FRF-Pibor -0,30 pct. p.a. halvårligt.
Effektiv rente	0,32 pct. p.a. under helårsrenten for et lån forrentet med 6 mdrs. FRF-Pibor-sats på 10,50 pct. p.a.

Nr. 472, Terminskontrakt

Startdato	28.nov.1990
Udløbsdato	19.feb.1991
Modpart	Danmarks Nationalbank

Staten har købt USD 268.000.000 for DKK 1.524.518.000 til levering den 19.feb.1991.

Bemærkninger	Denne terminskontrakt er indgået til brug for tilbagebetaling af USD-lån nr. 317 pr. 19.feb.1991.
--------------	---

Nr. 473, Terminskontrakt

Startdato	29.nov.1990
Udløbsdato	10.jul.1991
Modpart	Danmarks Nationalbank

Staten har købt USD 99.000.000 for DKK 573.160.500 til levering den 10.jul.1991.

Bemærkninger	Denne terminskontrakt er indgået til brug for tilbagebetaling af USD-lån nr. 262 pr. 10.jul.1991.
--------------	---

Nr. 474, Lån med tilknyttet swap

Acceptdato	11.dec.1990
Underskrivelsesdato . .	17.dec.1990
Hjemtagelsesdato . . .	27.dec.1990
Udløbsdato	27.dec.2005
Lånetype	Privat placeret obligationslån
Ledende bank	JP Morgan Securities Ltd., London
Nominelt lånebeløb . .	FRF 5.000.000.000
Nominel rente	0 pct. p.a.
Emissionskurs	22,364842
Kommissioner	–
Andre omkostninger . .	USD 25.000
Tilbagebetaling	Hele beløbet 27.dec.2005
Førtidigt indfrielse . .	Lånet kan ikke førtidsindfries.
Udbetalt i mill.kr. . . .	761
 Bemærkninger	 FRF 2.000.000.000 er genudlånt til Storebæltsforbindelsen A/S på samme betingelser.

Swap:

Startdato	27.dec.1990
Indhold	Nettoprovenuet på FRF 670.945.252,80 af de ikke genudlånte 3 mia. FRF af den nominelle hovedstol af 0-kupon-lånet er swappet til et variabelt forrentet lån i FRF med samme løbetid. Forskellen mellem den nominelle hovedstol, 3 mia. FRF, og provenuet betales i stigende halvårlige rater af modparten til staten. Derved vokser lånet, som staten skal forrente over swappens løbetid for i år 15 at udgøre FRF 3.000.000.000.
Swap-modpart	Morgan Guaranty Trust Company of New York, London
Nominel rente	6 mdrs. FRF-Pibor -0,33 pct. p.a., halvårligt.
Effektiv rente	0,35 pct. p.a. under helårsrenten for et lån forrentet med en 6 mdrs. FRF-Pibor-sats på 10,50 pct. p.a.

Bilagstabel 4.**Statsgaranterede enheders låntagning i 1990****A. Hypotekbankens isolerede swaptransaktioner i 1990**

Accept- dato	Der modtages			Der betales			Effektiv rente pct. p.a.	Løbe- tid, år	Beløb i mill.kr.
	Valuta	Mill.	Rente	Valuta	Mill.				
16.nov.	USD	40,1	Libor	CHF	50,0	8,04		5	227,0
19.nov.	USD	40,3	Libor	CHF	50,0	8,05		5	227,0
21.nov.	USD	20,0	Libor	CHF	25,0	7,96		5	113,5
I alt									567,5

B. Dansk Naturgas A/S's isolerede swaptransaktioner i 1990

Accept- dato	Der modtages			Der betales			Effektiv rente pct. p.a.	Løbe- tid, år	Beløb i mill.kr.
	Valuta	Mill.	Rente	Valuta	Mill.				
6.feb.	JPY	4.760,0	5,95	DEM	54,4	Libor-0,88		6,5	211,0
15.maj	XEU	11,8	6,10	DKK	92,2	6,02		6	92,0
14.jun.	USD	15,0	7,85	DKK	96,8	Cibor-1,175		6	97,0
I alt									400,0

Bilagstabel 4 – fortsat

C. A/S Storebæltsforbindelsens låntagning i 1990

Accept- dato	Kupon pct. p.a.	Beløb mill.	Valuta	Udløbs- år	Ledende Bank/ Långiver	Effektiv rente i pct. p.a.	Udbetalt beløb i mill.kr.
2.jan.	9,65	600,0	LUF	1993	Kredietbank	9,65	111,0
18.jan.	Libor-0,08	200,0	DEM	2000	Morgan Stanley	Libor-0,08	772,0
20.feb.	12,34	100,0	DKK	1999	Unibank		
	+ swap til	92,0	DKK			V.St.lån-0,25	90,0
8.mar.	9,25	50,0	DEM	1995	Deutsche Giro- zentrale	9,25	191,0
11.apr.	Libor-0,21	100,0	USD	2002	Societe Generale	Libor-0,21	597,0
5.jul.	7,0 ¹⁾	15.000,0	JPY	1997	Finansministeriet/ Nomura		
	+ swap til	93,0	USD			Libor-0,28	537,0
12.jul.	7,21	15.000,0	JPY	1995	LTCB		
	+ swap til	101,0	USD			Libor-0,26	596,0
19.sep.	8,0 ¹⁾	18.000,0	JPY	2000	Nomura		
	+ swap til	114,5	USD			Libor-0,28	661,0
19.okt.	0,45	17,0	USD	1995	Bankers Trust		
	+ swap til	USD				Libor-0,35	97,0
11.dec.	0,0	447,0	FRF	2005	Finansministeriet/ J.P. Morgan		
	+ swap til	FRF				Pibor-0,38	508,0
19.dec. ²⁾	10,0	20,0	XEU	1996	EIB		
	+ swap til	XEU				Libor-0,325	158,0
I alt							4.318,0

¹⁾ Rentebetalingerne sker i AUD.

²⁾ Hjemtaget den 10. januar 1991.

D. A/S Storebæltsforbindelsens isolerede swaptransaktioner i 1990

Accept- dato	Der modtages			Der betales			Effektiv rente pct. p.a.	Løbe- tid, år	Beløb i mill.kr.
	Valuta	Mill.	Rente	Valuta	Mill.				
3.apr.	LUF	600,0	9,65	BEF	600,0	Eibor-0,22		3	111,0
6.apr.	DEM	50,0	9,25	FRF	168,0	Pibor+0,25		5	191,0
16.maj	USD	54,0	Libor-0,21	CHF	75,0	Libor-0,15		7	336,0
18.maj	DEM	50,0	Libor-0,08	DKK	191,0	Cibor-0,3		5	191,0
7.aug.	USD	50,0	Libor-0,26	XEU	38,0	Libor-0,225		7	301,0
20.nov.	USD	46,0	Libor-0,21	CHF	57,5	7,61		7	261,0
I alt									1.391,0

Bilagstabel 5.

Samtlige indenlandske statslån pr. 31. december 1990

Løbe- nr.	Rentesats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill. DKK)
Fast forrentede obligationslån			
1	3 1/2	Dansk Statslån 1886/uamortisabelt	46,2
2	4 1/2	Genforeningslån I, 1919/92	2,8
3	4	Genforeningslån II, 1919/92	1,5
4	4	Gældssaneringslån I, 1936/93	2,3
5	4	Gældssaneringslån III, 1936/93	3,0
7	4	Dansk Statslån III, 1944/94	6,4
8	5	Dansk Islandske Fond 1918/uamortisabelt	1,0
9	2	Stabiliseringslån af 1947/92	18,9
13	4 1/2	S 1958/97	92,2
14	5	S 1958/2007	93,6
16	4	S 1958/2017	142,1
17	5	Stabiliseringslån af 1957/92	29,6
29	8	Dansk Statslån 1979/91	198,0
30	10	Dansk Statslån 1979/91	7.465,0
38	12	S 1980/2001	29.452,5
54	10	S 1983/93	7.194,0
55	10	Stående lån 1983/93	12.500,0
56	10	S 1983/99	10.559,3
57	10	S 1983/2004	13.272,0
65	10	S 1984/94	6.560,0
72	10	Stående lån 1984/91	5.200,0
74	10	Stående lån 1984/92	5.000,0
75	10	Stående lån 1984/94	4.000,0
76	10	S 1984/95	3.900,0
84	10	S 1985/91	80,0
85	10	S 1985/2001	5,5
88	9	S 1985/91	705,0
100	8	Stående lån 1986/91	1.700,0
101	8	S 1986/92	1.440,0
102	8	Stående lån 1986/92	3.150,0
210	10	Stående lån 1988/96	4.200,0
215	9	Stående lån 1988/92	9.250,0

Bilagstabel 5 – fortsat

Låne- nr.	Rentesats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill. DKK)
216	9	Stående lån 1988/94	19.700,0
217	9	Stående lån 1988/96	27.600,0
218	9	Stående lån 1989/98	27.400,0
226	9	Stående lån 1990/2000	21.750,0
232	9	Stående lån 1990/95	6.500,0
I alt fast forrentede obligationslån			229.221,0
Statsgældsbeviser			
221	9	Statsgældsbevis I, 1989/91	9.100,0
222	9	Statsgældsbevis II, 1989/91	9.100,0
223	9	Statsgældsbevis III, 1989/91	10.000,0
224	9	Statsgældsbevis IV, 1989/91	10.100,0
225	9	Statsgældsbevis I, 1990/92	10.750,0
227	9	Statsgældsbevis II, 1990/92	9.350,0
231	9	Statsgældsbevis III, 1990/92	5.800,0
234	9	Statsgældsbevis IV, 1990/92	4.650,0
I alt statsgældsbeviser			68.850,0
Variabelt forrentede obligationslån			
78	var.	Stående lån 1984/95	14.550,0
96	var.	Stående lån 1986/96	4.160,0
202	var.	Stående lån 1987/92	10.000,0
203	var.	Stående lån 1987/97	7.500,0
208	var.	Stående lån 1988/93	15.000,0
209	var.	Stående lån 1988/98	10.400,0
219	var.	Stående lån 1989/94	13.200,0
220	var.	Stående lån 1989/99	10.200,0
I alt variabelt forrentede obligationslån			85.010,0

Bilagstabel 5 – fortsat

Låne- nr.	Rentesats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill. DKK)
Præmieobligationslån			
11	3 1/2	Præmieobligationslån af 1948/98	100,0
15	4	Præmieobligationslån af 1954/99	100,0
19	3 1/2	Præmieobligationslån af 1959/98	100,0
20	7	Præmieobligationslån af 1965/99	100,0
21	7	Præmieobligationslån af 1969/99	100,0
24	8	Præmieobligationslån af 1977/2002, I, II, III, IV og V	500,0
39	10	Præmieobligationslån af 1980/2005	200,0
I alt præmieobligationslån			1.200,0
Bunden opsparing			
92		Bunden opsparing 1985/92	863,6
I alt bunden opsparing			863,6
Skatkammerbeviser			
230	0	Skatkammerbevis 1991 I	10.400,0
233	0	Skatkammerbevis 1991 II	10.950,0
I alt skatkammerbeviser			21.350,0
Indenlandsk gæld, i alt			406.494,6

Bilagstabel 6.

Samtlige udenlandske statslån pr. 31. december 1990

Lånene forfalder i sin helhed til tilbagebetaling ved udløb, såfremt andet ikke er nævnt (Tal i () henviser til bemærkninger sidst i tabellen)

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
AUD-lån					
363	12,25	1988/93	75,0	341,7	
-	12,25	1988/93 swap til USD med variabel rente	-75,0	-341,7	
396	7,3	1989/96	1.068,0	4.866,0	
-	7,3	1989/96 swap til DEM med variabel rente	-623,0	-2.838,5	
-	7,3	1989/96 swap til DEM med variabel rente	-445,0	-2.027,5	
I alt AUD			0,0	0,0	
BEF-lån					
36	8,5	EIB-lån I 1973/93	9,9	1,9	(2)
37	8,5	EIB-lån II 1973/93	10,8	2,0	(2)
199	12,6	1984/91	986,2	184,4	
-	12,6	1984/91 swap til CHF med fast rente	-986,2	-184,4	
200	12,6	1984/91	246,6	46,1	(4)
-	12,6	1984/91 swap til CHF med fast rente	-246,6	-46,1	(4)
235	10,15	EIB-lån global IX 1985/95	94,5	17,7	(2)
277	7,77	1986/91 swap fra USD med variabel rente	2.142,5	400,5	
278	7,53	1986/91 swap fra USD med variabel rente	2.166,0	404,9	
279	7,38	1986/93 swap fra USD med variabel rente	1.000,0	186,9	
288	7,325	1986/91 swap fra USD med variabel rente	1.519,3	284,0	

Bilagstabel 6 – fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
BEF-lån fortsat					
410	10,5	1990/93 swap fra USD med variabel rente	1.000,0	186,9	
432	9,74	1990/95 swap fra USD med variabel rente	1.693,6	316,6	
I alt BEF			9.636,7	1.801,4	
CAD-lån					
229	11,625	1985/91	100,0	499,0	
-	11,625	1985/91 swap til DEM med fast rente	-84,4	-420,9	
288	9,375	1986/91	50,0	249,5	
-	9,375	1986/91 swap til USD med variabel rente	-50,0	-249,5	
312	9,125	1987/92	150,0	748,5	
-	9,125	1987/92 swap til USD med variabel rente	-150,0	-748,5	
I alt CAD			15,6	78,1	
CHF-lån					
68	4,75	1977/92	45,0	203,7	(6)
82	5	EIB-lån, Motorvej Sønderjylland 1978/93	27,4	123,9	(2)
86	4,55	EIB-lån, skibe til KGH 1979/93	7,3	32,9	(2)
90	3,75	1979/91	70,0	316,8	(6)
106	6,45	EIB-lån, Narssarsuaq Lufthavn 1980/95	4,9	22,1	(2)
129	9,5	EIB-lån VI, 2. tranche 1981/91	0,3	1,4	(2)
136	10,5	EIB-lån, Farøbroerne, 2. tranche 1981/91	1,0	4,7	(2)
139	10,5	EIB-lån VIII 1982/92	2,3	10,3	(2)
141	7,7	EIB-lån, Farøbroerne 1982/97	26,4	119,3	(2)

Bilagstabel 6 – fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
CHF-lån fortsat					
163	6,45	EIB-lån, Farøbroerne 1982/97	18,4	83,4	(2)
164	6,45	EIB-lån, Farøbroerne, NIC 1982/97	26,4	119,5	(2)
179	6,6	EIB-lån, grønlandske pakhuse 1983/98	5,7	26,0	(2)
198	6,85	EIB-lån IV 1984/99	5,2	23,6	(2)
199	6,25	1984/91 swap fra BEF med fast rente	40,0	181,0	
200	6,1	1984/91 swap fra BEF med fast rente	10,0	45,3	(4)
213	6,75	1984/92	100,0	452,6	
233	5,78	1985/93 swap fra USD med variabel rente	101,8	460,5	
235	6,35	EIB-lån global IX 1985/95	1,3	5,7	(2)
252	5,4	EIB-lån global XII 1986/96	4,0	18,0	(2)
259	5	1986/91 swap fra USD med 0-kupon	185,0	837,3	
260	4,18	1986/91 swap fra USD med variabel rente	97,7	442,0	
271	5,19	1986/91 swap fra USD med variabel rente	100,0	452,6	
272	5,14	1986/91 swap fra USD med variabel rente	40,0	181,0	
289	5,125	1986/91	14,7	66,6	
-	5,125	1986/91 swap fra USD med variabel rente	100,0	452,6	
-	5,125	1986/91 swap til XEU med variabel rente	-184,3	-833,9	
-	5,125	1986/91 swap fra USD med variabel rente	69,5	314,7	
294	4,6	1986/91 swap fra USD med variabel rente	81,6	369,3	

Bilagstabel 6 – fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
CHF-lån fortsat					
297	5	1986/91 swap fra USD med variabel rente	100,3	454,0	
301	5,08	1986/91 swap fra USD med variabel rente	100,0	452,6	
302	5,09	1986/91 swap fra USD med variabel rente	100,0	452,6	
311	4,96	1987/92 swap fra USD med variabel rente	150,0	678,9	
313	0	1987/2002	100,0	452,6	
319	4,97	1987/94 swap fra USD med variabel rente	100,0	452,6	
320	5,0125	1987/92 swap fra USD med variabel rente	75,0	339,5	
334	4,7	1987/92 swap fra JPY med fast rente	104,0	470,7	
340	4,25	1987/92 med sølvwarrants	100,0	452,6	
349	4,39	1987/92 swap fra USD med variabel rente	100,0	452,6	
354	3	1987/92 med warrants	50,0	226,3	
356	4,75	1987/94 swappet til variabel rente	150,0	678,9	
358	4	1988/93	2300,0	1.357,8	
362	4,14	1988/93 swap fra GBP med fast rente	200,6	907,9	
366	var.	1988/93 swap fra USD med variabel rente	100,0	452,6	
367	var.	1988/94 swap fra USD med variabel rente	50,0	226,3	
368	var.	1988/94 swap fra USD med variabel rente	130,0	588,4	
369	var.	1988/91 swap fra USD med variabel rente	80,0	362,1	
371	var.	1988/92 swap fra USD med variabel rente	100,0	452,6	

Bilagstabel 6 – fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
CHF-lån fortsat					
372	var.	1988/93 swap fra USD med variabel rente	100,0	452,6	
373	var.	1988/93 swap fra DEM med variabel rente	250,0	1.131,5	
389	8	1989/93	100,0	452,6	
-	8	1989/93 swap til XEU med variabel rente	-100,0	-452,6	
411	7,5188	1990/95 swap fra USD med variabel rente	75,0	339,5	
413	var.	1990/95 swap fra USD med variabel rente	200,0	905,2	
418	7,5188	1990/95 swap fra USD med variabel rente	75,1	339,9	
-	8,2	1990/95 swap fra USD med variabel rente	100,0	452,6	
419	7,6822	1990/95 swap fra USD med variabel rente	100,3	454,0	
423	7,66	1990/95 swap fra USD med variabel rente	71,1	321,6	
424	7,6	1990/95 swap fra USD med variabel rente	70,4	318,4	
425	7,44	1990/95 swap fra USD med variabel rente	50,0	226,3	
437	7,1628	1990/95 swap fra USD med variabel rente	100,1	453,2	
452	7,96	1990/94 swap fra USD med variabel rente	75,0	339,5	
454	8,145	1990/93 swap fra USD med fast rente	63,5	287,4	
456	7,99	1990/94 swap fra USD med fast rente	62,9	284,6	

Bilagstabel 6 – fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
CHF-lån fortsat					
460	7,93	1990/95 swap fra USD med variabel rente	62,5	282,9	
I alt CHF			4.647,3	21.033,5	
DEM-lån					
36	8,5	EIB-lån I 1973/93	0,4	1,4	(2)
37	8,5	EIB-lån II 1973/93	0,4	1,5	(2)
70	8,4	EIB-lån IV 1978/92	1,5	5,9	(2)
101	10,25	EIB-lån, Holsteinsborg Elværk 1979/94	2,1	8,2	(2)
102	10,25	EIB-lån, Grønlands telekommu- nikation 1979/94	1,3	5,0	(2)
129	9,5	EIB-lån VI, 2. tranche 1981/91	0,2	0,7	(2)
140	9,8	EIB-lån, P&T kabelforbindelse 1982/97	0,7	2,7	(2)
146	9,15	1981/95	10,3	39,7	(4)
154	10,125	1982/92	100,0	386,0	
158	9	1983/93	75,0	289,5	(5)
164	8,5	EIB-lån, Farøbroerne, NIC 1982/97	51,7	199,4	(2)
172	8	1983/93	100,0	386,0	
192	7,875	1984/94	150,0	579,1	
217	7,75	1984/94	150,0	579,1	
222	7,625	1984/94	100,0	386,0	
229	7,5	1985/91 swap fra CAD med fast rente	200,0	772,1	
249	var.	1985/95 swap fra USD med variabel rente	261,1	1.008,0	
258	5,65	1986/93 swap fra USD med fast rente	232,5	897,6	
267	1,6	1986/93 swap fra JPY med fast rente	256,6	990,5	

Bilagstabel 6 – fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
DEM-lån fortsat					
284	var.	1986/91 swap fra USD med variabel rente	50,7	195,6	
286	5,875	1986/91	750,0	2.895,3	
287	6,25	1986/93	250,0	965,1	
290	5,98	1986/92 swap fra USD med variabel rente	100,0	386,0	
296	5,94	1986/91 swap fra USD med variabel rente	60,0	231,6	
303	6	1986/91 swap fra USD med variabel rente	98,4	379,7	
315	5,93	1987/93 swap fra USD med variabel rente	200,0	772,1	
321	var.	1987/92 swap fra USD med variabel rente	100,0	386,0	
323	5,73	1987/92 swap fra USD med variabel rente	100,0	386,0	
324	5,65	1987/92 swap fra USD med variabel rente	150,0	579,1	
325	5,67	1987/92 swap fra USD med variabel rente	100,0	386,0	
326	5,68	1987/92 swap fra USD med variabel rente	91,3	352,6	
327	5,67	1987/92 swap fra USD med variabel rente	50,0	193,0	
329	5,62	1987/92 swap fra USD med variabel rente	200,0	772,1	
332	5,49	1987/92 swap fra USD med variabel rente	100,0	386,0	
335	5,3	1987/91 swap fra NLG med fast rente	88,6	342,1	
336	5,24	1987/92 swap fra NLG med fast rente	200,0	772,1	

Bilagstabel 6 – fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
DEM-lån fortsat					
337	5,18	1987/91 swap fra USD med variabel rente	100,0	386,0	
341	6,29	1987/97 swappet fra variabel rente	100,0	386,0	
-	var.	1987/97 swappet til fast rente	-100,0	-386,0	
342	5,39	1987/92 swap fra JPY med fast rente	253,4	978,1	
343	var.	1987/97 swappet fra fast rente	50,0	193,0	
-	6,3	1987/97 swappet til variabel rente	-50,0	-193,0	
-	var.	1987/97 swappet fra fast rente	50,0	193,0	
-	6,725	1987/97 swappet til variabel rente	-50,0	-193,0	
344	var.	1987/93 swap fra USD med variabel rente	253,0	976,7	
346	0	1987/91 swap fra NLG uden rente	100,0	386,0	
347	var.	1987/96 swapet fra fast rente	100,0	386,0	
-	6,64	1987/96 swappet til variabel rente	-100,0	-386,0	
350	var.	1987/97 swappet fra fast rente	100,0	386,0	
-	6,6	1987/97 swappet til variabel rente	-100,0	-386,0	
352	var.	1987/94 swappet fra fast rente	200,0	772,1	
-	6,33	1987/94 swappet til variabel rente	-200,0	-772,1	
353	5,78	1987/92 swap fra USD med variabel rente	120,0	463,2	
373	var.	1988/93 swap fra USD med variabel rente	300,0	1.158,1	
-	var.	1988/93 swap til CHF med variabel rente	-300,0	-1.158,1	
374	var.	1988/91 swap fra USD med variabel rente	1.093,8	4.222,5	
380	var.	1988/91 swappet fra fast rente	100,0	386,0	
-	6,1	1988/91 swappet til variabel rente	-100,0	-386,0	
381	var.	1988/91 swappet fra fast rente	100,0	386,0	
-	6,11	1988/91 swappet til variabel rente	-100,0	-386,0	

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
DEM-lån fortsat					
393	var.	1989/93 swap fra ITL med fast rente	204,5	789,6	
396	var.	1989/96 swap fra JPY med fast rente	636,9	2.458,6	
397	7,65	EIB-lån, Danske Motorveje B, 2. tranche 1989/95	100,0	386,0	
400	var.	1989/95 swap fra JPY med fast rente	180,5	696,8	
401	var.	1990/95 swap fra USD med variabel rente	171,0	659,9	
415	9,56	1990/95 swap fra USD med variabel rente	50,0	193,0	
416	9,25	1990/95	150,0	579,1	
421	9,31	1990/92 swap til DKK med fast rente	-0,2	-0,8	
426	9,1	1990/93	100,0	386,0	
427	9,1	1990/93	50,0	193,0	
429	9,08	1990/93	50,0	193,0	
430	9,06	1990/95 swap fra USD med variabel rente	83,8	323,3	
431	9	1990/95 swap fra USD med variabel rente	50,4	194,4	
434	var.	1990/95 swap fra ESB med fast rente	162,6	627,7	
435	8,865	1990/94 swappet fra variabel rente	50,0	193,0	
-	var.	1990/94 swappet til fast rente	-50,0	-193,0	
436	8,87	1990/93 swappet fra variabel rente	50,0	193,0	
-	var.	1990/93 swappet til fast rente	-50,0	-193,0	
438	8,85	1990/93 swappet fra variabel rente	60,0	231,6	
-	var.	1990/93 swappet til fast rente	-60,0	-231,6	
439	9,25	1990/93 swap fra USD med variabel rente	157,6	608,2	

Bilagstabel 6 – fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
DEM-lån fortsat					
440	9,25	1990/95 swap fra USD med variabel rente	100,0	386,0	
441	9,17	1990/93 swap fra USD med variabel rente	77,7	300,0	
442	13,125	1990/95 swappet til variabel rente	50,0	193,0	
443		1990/91 omlagt fra JPY	149,6	577,5	
444	9,33	1990/93 swap fra USD med variabel rente	77,4	298,6	
447	9,31	1990/93 swap fra USD med variabel rente	77,4	298,8	
448	9,31	1990/93 swap fra USD med variabel rente	77,1	297,7	
449	9,25	1990/93 swap fra USD med variabel rente	75,2	290,3	
450	9,17	1990/94 swap fra USD med variabel rente	75,4	291,1	
451	9,15	1990/94 swap fra USD med variabel rente	37,8	145,5	
455	9,32	1990/93 swap fra USD med fast rente	74,7	288,4	
458	9,3	1990/94 swap fra USD med fast rente	74,0	285,7	
459	9,33	1990/94 swap fra USD med fast rente	110,9	427,9	
I alt DEM			9.506,8	36.700,1	
DKK-lån					
1	3	1894 uamortisabelt (8)	66,3	66,3	
2	3,5	1901 uamortisabelt (8)	30,7	30,7	
3	3,5	1909 uamortisabelt (8)	40,3	40,3	
36	8,5	EIB-lån I 1973/93	3,0	3,0	(2)
37	8,5	EIB-lån II 1973/93	3,2	3,2	(2)

Bilagstabel 6 – fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
DKK-lån fortsat					
39	8,75	EIB-lån III 1974/94	5,4	5,4	(2)
264	8,625	1986/91	500,0	500,0	
275	9,75	1986/91	500,0	500,0	
333	0	1987/91 3. tranche	200,0	200,0	
348	0	1987/92	500,0	500,0	
361	10,1	1988/91 swap til USD med variabel rente	-100,0	-100,0	
421	10,86	1990/92 swap fra DEM med fast rente	0,8	0,8	
462		1990/91 omlagt fra USD	171,6	171,6	
463		1990/91 omlagt fra USD	1.290,4	1.290,4	
464		1990/91 omlagt fra USD	890,3	890,3	
465		1990/91 omlagt fra USD	595,4	595,4	
466		1990/91 omlagt fra USD	603,0	603,0	
467		1990/91 omlagt fra USD	336,3	336,3	
468		1990/91 omlagt fra USD	592,8	592,8	
470		1990/91 omlagt fra USD	595,5	595,5	
472		1990/91 omlagt fra USD	1.524,5	1.524,5	
473		1990/91 omlagt fra USD	573,2	573,2	
I alt DKK			8.922,7	8.922,7	
ESB-lån					
434	13,75	1990/95	10.000,0	604,0	
-	13,75	1990/95 swap til DEM med variabel rente	-10.000,0	-604,0	
I alt ESB			0,0	0,0	
FRF-lån					
224	12,9	EIB-lån, DSB 1984/99	68,0	77,2	(2)
282	4,5	1986/91	928,0	1.053,3	
299	8,125	1986/91	1.000,0	1.135,0	

Bilagstabel 6 – fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
FRF-lån fortsat					
328	8,8025	1987/93 swap fra USD med variabel rente	500,0	567,5	
390	9	1989/96	1.000,0	1.135,0	
420	0	1990/2005	1.000,0	1.135,0	
445	var.	1990/96 swappet fra fast rente	1.000,0	1.135,0	
-	10,8	1990/96 swappet til variabel rente	-1.000,0	-1.135,0	
471	0	1990/2005 swappet til variabel rente	1.118,2	1.269,2	
474	0	1990/2005 swappet til variabel rente	1.118,2	1.269,2	
I alt FRF			6.732,5	7.641,4	
GBP-lån					
120	13	1980/2005	75,0	835,6	
138	12,25	EIB-lån, Jakobshavn Lufthavn 1982/97	1,4	15,7	(2)
208	11,875	1984/94	75,0	835,6	
247	11,55	EIB-lån, DSB 1985/2000	5,1	57,1	(2)
359	8,67	1988/98	43,0	479,1	
-	8,67	1988/98 swap til USD med variabel rente	-43,0	-479,1	
362	9,5	1988/93	80,0	891,3	
-	9,5	1988/93 swap til CHF med fast rente	-80,0	-891,3	
407	11,625	1990/2000	100,0	1.114,2	
-	11,625	1990/2000 swap til USD med variabel rente	-75,0	-835,6	
-	11,625	1990/2000 swap til USD med variabel rente	-25,0	-278,5	
I alt GBP			156,5	1.744,0	

Bilagstabel 6 – fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
ITL-lån					
393	12,375	1989/93	150,0	767,7	
-	12,375	1989/93 swap til DEM med variabel rente	-150,0	-767,7	
I alt ITL			0,0	0,0	
JPY-lån					
70	8,4	EIB-lån IV 1977/92	0	0	
101	10,25	EIB-lån, Holsteinsborg Elværk 1979/94	151,2	6,4	(2)
102	10,25	EIB-lån, Grønlands telekommu- nikation 1979/94	92,1	3,9	(2)
130	9,3	EIB-lån, Grønlands telekommu- nikation 1981/96	933,7	39,7	(2)
170	9,25	EIB-lån global IX 1983/93	635,5	27,1	(2)
201	8	1984/94 swap fra USD med fast rente	12.000,0	510,8	
218	7,7	1984/92	4.500,0	191,5	(4)
-	7,7	1984/92 swap til USD med variabel rente	-4.500,0	-191,5	(4)
225	6,75	1984/92	20.000,0	851,3	
-	6,75	1984/92 swap til USD med variabel rente	-10.000,0	-425,7	
-	6,75	1984/92 swap til USD med variabel rente	-10.000,0	-425,7	
245	7,50	1985/97	20.000,0	851,3	
-	7,50	1985/97 swap til USD med fast rente	-20.000,0	-851,3	
246	6,25	1985/92	15.000,0	638,5	
-	6,25	1985/92 swap til USD med fast rente	-15.000,0	-638,5	

Bilagstabel 6 – fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
JPY-lån fortsat					
254	6,375	1986/96	10.000,0	425,7	
-	6,375	1986/96 swap til USD med fast rente	-10.000,0	-425,7	
255	5,75	1986/91	10.000,0	425,7	
-	5,75	1986/91 swap til USD med fast rente	-10.000,0	-425,7	
261	6,4	1986/93	5.220,0	222,2	
-	6,4	1986/93 swap til USD med variabel rente	-5.220,0	-222,2	
267	6,5	1986/93	14.700,0	625,7	
-	6,5	1986/93 swap til DEM med fast rente	-14.700,0	-625,7	
269	5,875	1986/93	10.000,0	425,6	
-	5,875	1986/93 swap til USD med variabel rente	-10.000,0	-425,6	
274	var.	1986/91 swappet til fast rente	26.000,0	1.106,7	
-	5,47	1986/91 swap til USD med variabel rente	-16.000,0	-681,0	
-	var.	1986/91 Indskud	-10.000,0	-425,7	
280	8,5	1986/92	23.063,4	981,7	
-	8,5	1986/92 swap til USD med variabel rente	-20.000,0	-851,3	
-	5,45	Indskud	-1.131,2	-48,1	
295	9	1986/96 swap til USD med variabel rente	-12.800,0	-544,8	
310	5,125	1987/92	1.760,0	74,9	
317	5,125	1987/92	40.000,0	1.702,6	
-	5,125	1987/92 swap til USD med variabel rente	-40.000,0	-1.702,6	
-	5,125	1987/92	60.000,0	2.553,9	
334	4,57	1987/92 swap til CHF med fast rente	-10.002,2	-425,7	

Bilagstabel 6 – fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
JPY-lån fortsat					
342	4,94	1987/92 swap til DEM med fast rente	-20.000,0	-851,3	
344	5,49	1989/93 swap til USD med variabel rente	-20.000,0	-851,3	
345	8	1987/91	10.000,0	425,7	
-	8	1987/91 swap til USD med variabel rente	-10.000,0	-425,7	
391	5,375	1989/96	16.600,0	706,6	
-	5,375	1989/96 swap til USD med variabel rente	-16.600,0	-706,6	
-	9	1989/96 swap fra USD med variabel rente	16.000,0	706,6	
396	7,3	1989/96 JPY/AUD (rente)	120.240,0	5.118,0	
-	7,3	1989/96 swap til DEM med variabel rente	-70.140,0	-2.985,5	
-	7,3	1989/96 swap fra AUD med fast rente	70.000,0	2.979,6	
-	5,48	1989/96 swappet til fast rente	-50.100,0	-2.132,5	
400	6,25	1990/95	30.000,0	1.277,0	
-	6,25	1990/95 swap til USD med variabel rente	-15.000,0	-638,5	
-	6,25	1990/95 swap til DEM med variabel rente	-15.000,0	-638,5	
405	7	1990/95	40.000,0	1.702,6	
-	7	1990/95 swap til USD med variabel rente	-20.000,0	-851,3	
-	7	1990/95 swap til USD med variabel rente	-20.000,0	-851,3	
412	6,8	1990/95	10.000,0	425,7	
-	6,8	1990/95 swap til USD med variabel rente	-10.000,0	-425,7	

Bilagstabel 6 – fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
JPY-lån fortsat					
433	7	1990/97 JPY/AUD (rente)	15.000,0	638,5	
-	7	1990/97 swap til USD med variabel rente	-15.000,0	-638,5	
443		1990/91 omlagt til DEM	-13.000,0	-553,3	
I alt JPY			84.502,5	3.596,9	
LUF-lån					
138	13	EIB-lån, Jakobshavn Lufthavn 1982/97	112,0	20,9	(2)
139	10,5	EIB-lån VIII 1982/92	39,0	7,3	(2)
163	12,75	EIB-lån, Farøbroerne 1982/97	1.058,7	197,9	(2)
179	10,4	EIB-lån, grønlandske pakhuse 1983/98	144,7	27,0	(2)
193	11,45	EIB-lån global X 1984/94	7,8	1,5	(2)
248	8,97	EIB-lån DSB 1985/95	1.000,0	186,9	
252	9,55	EIB-lån global XII 1986/96	99,2	18,5	(2)
330	7,9	EIB-lån global XIII 1987/97	192,1	35,9	(2)
360	7,5	EIB-lån, Sydmotorvej 1988/95	600,1	112,2	
I alt LUF			3.253,6	608,2	
NLG-lån					
49	9,25	1976/91	10,0	34,2	(4)
76	7,75	1978/93	30,0	102,7	(4)
101	10,25	EIB-lån, Holsteinsborg Elværk 1979/94	1,2	4,0	(2)
102	10,25	EIB-lån, Grønlands telekommu- nikation 1979/94	0,7	2,5	(2)
124	11	1980/2000	50,0	171,1	(5)
129	9,5	EIB-lån VI, 2. tranche 1981/91	0,2	0,6	(2)
136	10,5	EIB-lån, Farøbroerne, 2. tranche 1981/91	1,5	5,2	(2)

Bilagstabel 6 – fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
NLG-lån fortsat					
140	11,25	EIB-lån, P&T kabelforbindelse 1982/97	3,1	10,5	(2)
141	11,4	EIB-lån, Farøbroerne 1982/97	34,9	119,5	(2)
175	9,25	1984/94	120,0	410,7	(4)
193	9,1	EIB-lån global X 1984/94	6,8	23,2	(2)
194	8,5	1984/91	100,0	342,2	
-	8,5	1984/91 swap til USD med variabel rente	-100,0	-342,2	
211	9,5	1984/2004	87,5	299,4	(4)
221	8,4	1984/94	37,5	128,3	(4)
224	8,15	EIB-lån, DSB 1984/99	100,4	343,6	(2)
226	8,25	1985/95	49,0	167,7	(4)
227	8,375	1985/2000	61,0	208,7	(4)
265	6,5	1986/96	250,0	855,5	
266	6,54	1986/91 swap fra USD med variabel rente	375,0	1.283,3	
305	6,55	1986/91 swap fra USD med variabel rente	112,0	383,1	
335	6,25	1987/91 swap til DEM med fast rente	-100,0	-342,2	
336	6,25	1987/92 swap til DEM med fast rente	-225,5	-771,7	
346	0	1987/91 swap til DEM uden rente	-112,6	-385,4	
I alt NLG			892,6	3.054,5	
NOK-lån					
232	9,5	1985/92	250,0	245,6	
I alt NOK			250,0	245,6	

Bilagstabel 6 – fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
NZD-lån					
295	9	1986/96 swap til USD med variabel rente	-39,2	-135,9	
382	14	1988/91	60,0	208,3	
-	14	1988/91 swap til USD med variabel rente	-60,0	-208,3	
391		1989/96	39,2	135,9	
I alt NZD			0,0	0,0	
SEK-lån					
22	7,50	SAAB-lån V 1971/91	5,0	5,1	(4)
26	7,25	SAAB-lån VI 1972/92	10,0	10,3	(4)
I alt SEK			15,0	15,4	
USD-lån					
36	8,5	EIB-lån I 1973/93	0,4	2,1	(2)
37	8,5	EIB-lån II 1973/93	0,4	2,3	(2)
39	8,75	EIB-lån III 1974/94	1,3	7,7	(2)
70	8,4	EIB-lån IV 1978/92	1,4	8,1	(2)
101	10,25	EIB-lån, Holsteinsborg Elværk, 1979/94	1,6	9,3	(2)
102	10,25	EIB-lån, Grønlands telekommu- nikation 1979/94	1,0	5,7	(2)
148	9,25	CECA IV 1978/97	9,3	54,0	(3)
185	12	1989/93 swappet til variabel rente	80,2	463,3	
189	12	1984/91 swappet til variabel rente	100,0	577,6	
194	var.	1984/91 swap fra NLG med fast rente	33,7	194,7	
195	13	1984/91 swappet til variabel rente	100,0	577,6	
197	12,75	1988/91	56,5	326,4	

Bilagstabel 6 – fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
USD-lån fortsat					
201	14,25	1984/94	50,0	288,8	
-	14,25	1984/94 swap til JPY med fast rente	-50,0	-288,8	
205	13,875	1988/91	99,7	575,9	
206	var.	1984/99 Floating rate notes	200,0	1.155,2	
210	13,25	1984/91 swappet til variabel rente	100,0	577,6	
218	var.	1984/92 swap fra JPY med fast rente	17,8	102,7	(4)
219	13	1985/92 swappet til variabel rente	-100,0	-577,6	
-	12,75	1985/92 Warrants	99,9	577,0	
220	12,75	1985/92 swappet til variabel rente	16,0	92,4	
-	12,5	1985/92 Warrants	235,5	1.360,1	
225	var.	1984/92 swap fra JPY med fast rente	40,0	231,0	
-	var.	1984/92 swap fra JPY med fast rente	40,0	231,0	
228	11,5	1985/92 swappet til variabel rente	100,0	577,6	
233	var.	1985/95	37,5	216,6	
-	var.	1985/93 swap til CHF med fast rente	-37,5	-216,6	
234	var.	1985/95 Floating rate notes	250,0	1.444,0	
244	var.	Commercial Paper (7)	375,7	2.169,8	
245	9,47	1985/97 swap fra JPY med fast rente, swappet til variabel rente	82,6	476,9	
246	10,5	1985/92 swap fra JPY med fast rente, swappet til variabel rente	68,7	396,8	
249	11	1985/95 swappet til variabel rente	100,0	577,6	
-	var.	1985/95 swap til DEM med variabel rente	-100,0	-577,6	
-	11	1985/95 Warrants	66,0	381,2	
254	8,795	1986/96 swap fra JPY med fast rente	50,0	288,8	

Bilagstabel 6 – fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
USD-lån fortsat					
255	7,6	1986/91 swap fra JPY med fast rente	56,6	326,9	
257	7,75	1986/93	250,0	1.444,0	
258	7,25	1986/93	100,0	577,6	
-	7,25	1986/93 swap til DEM med fast rente	-100,0	-577,6	
259	0	1986/91	150,0	866,4	
-	0	1986/91 swap til CHF med fast rente	-150,0	-866,4	
260	var.	1986/91 swap til CHF med fast rente	-50,0	-288,8	
261	var.	1986/93 swap fra JPY med fast rente	30,0	173,3	
262	8,25	1986/91	300,0	1.732,8	
263	0	1986/98 swappet til variabel rente	95,4	550,9	
266	var.	1986/91 swap til NLG med fast rente	-153,3	-885,2	
268	8	1986/91 swappet til variabel rente	99,7	575,7	
269	var.	1986/93 swap fra JPY med fast rente	65,1	375,8	
271	var.	1986/91 swap til CHF med fast rente	-57,3	-331,0	
272	var.	1986/91 swap til CHF med fast rente	-24,1	-138,9	
273	var.	1986/96 Floating rate notes	1.000,0	5.776,0	
274	var.	1986/91 swap fra JPY med fast rente	65,0	375,4	
277	var.	1986/91 swap til BEF med fast rente	-50,0	-288,8	
278	var.	1986/91 swap til BEF med fast rente	-50,0	-288,8	
279	var.	1986/93 swap til BEF med fast rente	-23,3	-134,6	

Bilagstabel 6 – fortsat

Løbe-	Rente-		Udestående	Udestående	
nr.	sats	Titel	beløb pr.	beløb pr.	Af-
	pct. p.a.		31.dec.1990	31.dec.1990	drags-
			(mill. af	(mill.kr.)	form
			valutaen)	(1)	
USD-lån fortsat					
280	var.	1986/92 swap fra JPY med fast			
		rente	129,2	746,0	
281	7,25	1986/96 swappet til variabel rente	120,0	693,1	
284	var.	1986/91 swap til DEM med			
		variabel rente	-25,0	-144,4	
285	3	1986/93	166,8	963,4	
288	var.	1986/91 swap fra CAD med fast			
		rente	35,8	207,0	
-	var.	1986/91 swap til BEF med fast			
		rente	-35,8	-207,0	
289	var.	1986/91 swap til CHF med fast			
		rente	-60,3	-348,1	
-	var.	1986/91 swap til CHF med fast			
		rente	-41,9	-242,0	
290	var.	1986/92 swap til DEM med fast			
		rente	-50,1	-289,1	
291	var.	1986/93 swap til XEU med fast			
		rente	-75,6	-436,4	
292	7,375	1986/91	300,0	1.732,8	
294	var.	1986/91 swap til CHF med fast			
		rente	-50,0	-288,8	
295	var.	1986/96 swap fra JPY og NZD			
		med fast rente	78,8	455,0	
296	var.	1986/91 swap til DEM med fast			
		rente	-29,6	-171,0	
297	var.	1986/91 swap til CHF med fast			
		rente	-60,0	-346,4	
298	var.	Commercial Paper (korte lån) (7)	10,0	57,8	
301	var.	1986/91 swap til CHF med fast			
		rente	-59,3	-342,3	
302	var.	1986/91 swap til CHF med fast			
		rente	-59,6	-344,0	

Bilagstabel 6 – fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
USD-lån fortsat					
303	var.	1986/91 swap til DEM med fast rente	-50,0	-288,8	
305	var.	1986/91 swap til NLG med fast rente	-50,0	-288,8	
306	7,75	1986/96	300,0	1.732,8	
311	var.	1987/92 swap til CHF med fast rente	-88,0	-508,5	
312	var.	1987/92 swap fra CAD med fast rente	111,1	641,8	
314	7,125	1987/92	500,0	2.888,0	
315	var.	1987/92 swap til DEM med fast rente	-112,7	-650,7	
317	var.	1987/92 swap fra JPY med fast rente	258,7	1.494,0	
319	var.	1987/94 swap til CHF med fast rente	-65,6	-378,9	
320	var.	1987/92 swap til CHF med fast rente	-49,0	-282,9	
321	var.	1987/92 swap til DEM med variabel rente	-53,7	-310,0	
323	var.	1987/92 swap til DEM med fast rente	-54,1	-312,6	
324	var.	1987/92 swap til DEM med fast rente	-81,1	-468,3	
325	var.	1987/92 swap til DEM med fast rente	-54,1	-312,2	
326	var.	1987/92 swap til DEM med fast rente	-50,0	-288,8	
327	var.	1987/92 swap til DEM med fast rente	-27,0	-156,1	
328	var.	1987/93 swap til FRF med fast rente	-80,6	-465,6	

Bilagstabel 6 – fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
USD-lån fortsat					
329	var.	1987/92 swap til DEM med fast rente	-109,9	-634,7	
332	var.	1987/92 swap til DEM med fast rente	-55,2	-318,7	
337	var.	1987/91 swap til DEM med fast rente	-55,7	-321,8	
344	var.	1987/93 swap fra JPY med fast rente	140,0	808,6	
-	var.	1987/93 swap til DEM med variabel rente	-140,0	-808,6	
345	var.	1987/91 swap fra JPY med fast rente	68,2	393,9	
349	var.	1987/92 swap til CHF med fast rente	-64,9	-374,9	
353	var.	1987/92 swap til DEM med fast rente	-64,6	-373,3	
359	var.	1988/98 swap fra GBP med fast rente	75,7	437,1	
361	var.	1988/91 swap fra DKK med fast rente	15,7	90,4	
363	var.	1988/93 swap fra AUD med fast rente	59,6	344,1	
365	8,5	1988/91 swap til variabel rente	150,0	866,4	
366	var.	1988/93 swap til CHF med variabel rente	-71,7	-413,9	
367	var.	1988/94 swap til CHF med variabel rente	-35,7	-206,5	
368	var.	1988/94 swap til CHF med variabel rente	-93,4	-539,6	
369	var.	1988/91 swap til CHF med variabel rente	-56,1	-324,3	
370	var.	1988/93 swap til XEU med variabel rente	-120,3	-694,9	

Bilagstabel 6 – fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
USD-lån fortsat					
371	var.	1988/92 swap til CHF med variabel rente	-66,2	-382,1	
372	var.	1988/93 swap til CHF med variabel rente	-69,4	-400,7	
373	var.	1988/93 swap til DEM med variabel rente	-179,0	-1.033,8	
374	8,75	1988/91 swappet til variabel rente	600,0	3.465,6	
-	var.	1988/91 swap til DEM med variabel rente	-600,0	-3.465,6	
382	var.	1988/91 swap fra NZD med fast rente	37,2	214,9	
383	var.	1988/93 swap til XEU med variabel rente	-119,3	-688,8	
384	var.	1988/93 swap til XEU med variabel rente	-62,7	-362,2	
385	var.	1989/93 swap til XEU med variabel rente	-57,9	-334,4	
391	var.	1989/96 swap fra JPY med fast rente	117,3	677,5	
-	var.	1989/96 swap til NZD/JPY med fast rente	-117,3	-677,5	
392	8,25	1989/94 swappet til variabel rente	150,0	866,4	
400	var.	1990/95 swap fra JPY med fast rente	104,3	602,1	
401	8,875	1990/95 swappet til variabel rente	100,0	577,6	
-	var.	1990/95 swap til DEM med variabel rente	-100,0	-577,6	
402	var.	1989/95 swap til XEU med variabel rente	-57,3	-331,0	
403	var.	1989/95 swap til XEU med variabel rente	-34,7	-200,6	
404	var.	1989/95 swap til XEU med variabel rente	-58,8	-339,7	

Bilagstabel 6 – fortsat

Løbe-	Rente-		Udestående	Udestående	Af-
nr.	sats	Titel	beløb pr.	beløb pr.	drags-
	pct. p.a.		31.dec.1990	31.dec.1990	form
			(mill. af	(mill.kr.)	
			valutaen)	(1)	
USD-lån fortsat					
405	var.	1990/95 swap fra JPY med fast rente	136,8	789,9	
–	var.	1990/95 swap fra JPY med fast rente	136,8	790,2	
407	var.	1990/2000 swap fra GBP med fast rente	123,3	712,0	
–	var.	1990/2000 swap fra GBP med fast rente	41,1	237,3	
408	var.	1990/95 swap til XEU med variabel rente	-72,6	-419,3	
409	var.	1990/95 swap til XEU med variabel rente	-75,0	-433,2	
410	var.	1990/93 swap til BEF med fast rente	-28,0	-161,4	
411	var.	1990/95 swap til CHF med fast rente	-49,4	-285,1	
412	var.	1990/95 swap fra JPY med fast rente	68,8	397,4	
413	var.	1990/95 swap til CHF med variabel rente	-134,2	-775,3	
414	9,25	1990/95	771,0	4.453,3	
415	var.	1990/95 swap til DEM med fast rente	-29,5	-170,1	
418	var.	1990/95 swap til CHF med fast rente	-49,8	-287,5	
–	var.	1990/95 swap til CHF med fast rente	-66,4	-383,3	
419	var.	1990/95 swap til CHF med fast rente	-66,1	-381,8	
423	var.	1990/95 swap til CHF med fast rente	-50,0	-288,8	
424	var.	1990/95 swap til CHF med fast rente	-50,0	-288,8	

Bilagstabel 6 – fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
USD-lån fortsat					
425	var.	1990/95 swap til CHF med fast rente	-35,5	-204,8	
428	9,25	1990/95	800,0	4.620,8	
430	var.	1990/95 swap til DEM med fast rente	-50,0	-288,8	
431	var.	1990/95 swap til DEM med fast rente	-30,0	-173,3	
432	var.	1990/95 swap til BEF med fast rente	-50,0	-288,8	
433	var.	1990/97 swap fra JPY med fast rente	93,4	539,5	
437	var.	1990/95 swap til CHF med fast rente	-72,5	-418,6	
439	var.	1990/93 swap til DEM med fast rente	-100,0	-577,6	
440	var.	1990/95 swap til DEM med fast rente	-63,5	-366,7	
441	var.	1990/93 swap til DEM med fast rente	-50,0	-288,8	
444	var.	1990/93 swap til DEM med fast rente	-50,0	-288,8	
447	var.	1990/93 swap til DEM med fast rente	-50,0	-288,8	
448	var.	1990/93 swap til DEM med fast rente	-50,0	-288,8	
449	var.	1990/93 swap til DEM med fast rente	-50,0	-288,8	
450	var.	1990/94 swap til DEM med fast rente	-50,0	-288,8	
451	var.	1990/94 swap til DEM med fast rente	-25,0	-144,4	
452	var.	1990/94 swap til CHF med fast rente	-58,7	-339,1	

Bilagstabel 6 – fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
USD-lån fortsat					
453	var.	1990/94 swappet fra fast rente	58,7	339,1	
-	8,93	1990/94 swappet til variabel rente	-58,7	-339,1	
454	8,705	1990/93 swap til CHF med fast rente	-50,0	-288,8	
455	8,65	1990/93 swap til DEM med fast rente	-50,0	-288,8	
456	8,8375	1990/94 swap til CHF med fast rente	-50,0	-288,8	
457	var.	1990/94 swappet fra fast rente	25,0	144,4	
-	8,76	1990/94 swappet til variabel rente	-25,0	-144,4	
458	8,72	1990/94 swap til DEM med fast rente	-50,0	-288,8	
459	8,57	1990/94 swap til DEM med fast rente	-75,0	-433,2	
460	var.	1990/95 swap til CHF med fast rente	-50,0	-288,8	
461	var.	1990/95 swappet fra fast rente	50,0	288,8	
-	8,82	1990/95 swappet til variabel rente	-50,0	-288,8	
462		1990/91 omlagt til DKK	-30,0	-173,3	
463		1990/91 omlagt til DKK	-225,0	-1.299,6	
464		1990/91 omlagt til DKK	-155,0	-895,3	
465		1990/91 omlagt til DKK	-103,0	-594,9	
466		1990/91 omlagt til DKK	-104,0	-600,7	
467		1990/91 omlagt til DKK	-58,0	-335,0	
468		1990/91 omlagt til DKK	-103,0	-594,9	
470		1990/91 omlagt til DKK	-103,0	-594,9	
472		1990/91 omlagt til DKK	-268,0	-1.548,0	
473		1990/91 omlagt til DKK	-99,0	-571,8	
I alt USD			2.693,2	15.556,2	

Bilagstabel 6 – fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
XEU-lån					
256	7,625	1986/96	250,0	1.978,8	
289	var.	1986/91 swap fra CHF med fast rente	100,0	791,5	
291	7,94	1986/93 swap fra USD med variabel rente	72,8	576,0	
307	7,75	1987/92	100,0	791,5	
308	7,875	1987/94	125,0	989,4	
316	7,75	1987/97	50,0	395,8	
318	7,625	1987/94	200,0	1.583,0	
331	7,25	1987/92	200,0	1.583,0	
364	7,25	1988/93	100,0	791,5	
370	var.	1988/93 swap fra USD med variabel rente	100,0	791,5	
375	7,9	EIB-lån global XIV 1988/98	4,4	34,7	
376	7,65	EIB-lån, Kastrup Lufthavn 1988/93	90,4	715,3	
377	var.	1988/93 swappet fra fast rente	90,5	716,3	
-	8,28	1988/93 swappet til variabel rente	-90,5	-716,3	
378	7,65	EIB-lån, Sydmotorvej 1988/93	72,8	576,3	
379	var.	1988/93 swappet fra fast rente	73,0	577,8	
-	8,28	1988/93 swappet til variabel rente	-73,0	-577,8	
383	var.	1988/93 swap fra USD med variabel rente	100,0	791,5	
384	var.	1988/92 swap fra USD med variabel rente	52,0	411,6	
385	var.	1989/93 swap fra USD med variabel rente	48,0	379,9	
387	8,75	1989/94	100,0	791,5	
388	9,10	EIB-lån global XIV, 2. tranche 1989/99	4,3	34,2	
389	var.	1989/93 swap fra CHF med fast rente	55,4	438,6	

Bilagstabel 6 – fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1990 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
XEU-lån fortsat					
394	9	EIB-lån, Danske Motorveje A, 1. tranche 1989/94	100,0	791,5	
395	var.	1989/94 swappet fra fast rente	100,0	791,5	
-	9,38	1989/94 swappet til variabel rente	-100,0	-791,5	
398	var.	1989/94 swappet fra fast rente	100,0	791,5	
-	10,16	1989/94 swappet til variabel rente	-100,0	-791,5	
399	9,5	EIB-lån, DSB 1990/94	100,0	791,5	
402	var.	1989/95 swap fra USD med variabel rente	50,0	395,8	
403	var.	1989/95 swap fra USD med variabel rente	30,0	237,5	
404	var.	1989/95 swap fra USD med variabel rente	50,0	395,8	
406	9	1989/95 swappet fra variabel rente	75,0	593,6	
-	var.	1989/95 swappet til fast rente	-75,0	-593,6	
408	var.	1990/95 swap fra USD med variabel rente	60,0	474,9	
409	var.	1990/95 swap fra USD med variabel rente	62,1	491,8	
I alt XEU			2.287,2	18.103,2	
Udenlandsk statsgæld i alt				119.101,0	

- (1) Det udestående beløb pr. 31.dec.1990 er udregnet efter følgende kurser opgivet af Danmarks Nationalbank pr. 31.dec.1990 som kurs pr. 100 enheder: AUD = 455,62, BEF = 18,693, CAD = 499,00, CHF = 452,60, DEM = 386,04, ESB = 6,040, FRF = 113,50, GBP = 1114,15, ITL = 0,5118, JPY = 4,2565, LUF = 18,693, NLG = 342,20, NOK = 98,23, NZD = 346,68, SEK = 102,68, USD = 577,60, XEU = 791,50.
- (2) Lånet afdrages efter annuitetsprincippet med halv- eller helårlige terminer, dog mindst 1 års afdragsfrihed.
- (3) Lånet afdrages efter annuitetsprincippet med halv- eller helårlige terminer.
- (4) Lånet afdrages med lige store afdrag i halv- eller helårlige serier igennem hele lånets løbetid, begyndende efter mindst et års afdragsfrihed.

- (5) Lånet afdrages med lige store afdrag i halv- eller helårlige terminer igennem hele lånets løbetid.
- (6) Lånet forfalder til tilbagebetaling senest ved udløb. Staten er dog forpligtet til at afdrage lånet ved opkøb af nærmere fastsatte beløb til et bestemt antal terminer, forudsat at obligationerne i en vis periode før hver afdragstermin kan købes til kurs 100 eller derunder.
- (7) Den 31.dec.1988 havde staten 2 kreditfaciliteter på hver 1 mia. USD. Disse kreditfaciliteter omfatter statens Commercial Paper-programmer i henholdsvis USA og Europa. De udstedte gældsbeviser har i begge tilfælde korte løbetider, og der er ingen formel garanti for, at udstedelsen af gældsbeviser altid kan ske.
- (8) Lån, der kan trækkes i flere valutaer, er i denne tabel opgjort i DKK.

Bilagstabel 7.

Rente og afdrag af statens indenlandske gæld, ultimo 1990. Mia.kr.

	Fast forrentet			Variabelt forrentet			I alt			FEKT ²⁾
	Renter	Afdrag	Total	Renter ¹⁾	Afdrag	Total	Renter	Afdrag	Total	
1991	28,5	85,4	113,9	8,6	0,4	9,1	37,1	85,8	123,0	6,5 ³⁾
1992	22,5	58,3	80,8	8,6	10,4	19,1	31,1	68,8	99,9	3,5
1993	17,1	22,1	39,2	7,6	15,0	22,6	24,7	37,1	61,8	4,1
1994	14,8	31,0	45,9	6,1	13,2	19,3	20,9	44,2	65,2	2,8
1995	11,9	12,2	24,1	3,6	14,6	18,2	15,5	26,8	42,2	1,8
1996	10,7	36,6	47,3	3,0	4,2	7,1	13,6	40,8	54,4	2,9
1997	7,2	4,8	12,0	2,8	7,5	10,3	10,1	12,3	22,4	1,3
1998	6,7	32,4	39,1	2,1	10,4	12,5	8,8	42,8	51,6	2,9
1999	3,7	4,9	8,6	1,0	10,2	11,2	4,7	15,1	19,8	1,3
2000	3,1	25,4	28,5	0,0	0,0	0,0	3,1	25,4	28,5	3,0
2001	0,8	3,6	4,4	0,0	0,0	0,0	0,8	3,6	4,4	1,0
2002	0,3	1,5	1,8	0,0	0,0	0,0	0,3	1,5	1,8	0,2
2003	0,2	1,0	1,2	0,0	0,0	0,0	0,2	1,0	1,2	0,2
2004	0,1	1,0	1,1	0,0	0,0	0,0	0,1	1,0	1,1	0,2
2005	0,0	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,0
2006	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

¹⁾ Beregnet med de den 31.dec.1990 gældende rentesatser.

²⁾ Fordelte emissionskurstab – den del af afdragene, der på de pågældende års finanslov og statsregnskab registreres som låneomkostninger på linie med renteudgifter på baggrund af, at statspapirerne udstedes med kurstab (til kurser under pari).

³⁾ Heraf 1,0 mia.kr. vedr. skatkammerbeviser.

Bilagstabel 8.

Rente og afdrag af statens og statsgaranterede enheders udenlandske gæld, ultimo 1990. Mia.kr.

	Staten			Statsgaranterede enheder		
	Renter ¹⁾	Afdrag	Total	Renter ¹⁾	Afdrag	Total
1991	7,3	24,1	31,4	2,0	3,6	5,6
1992	6,7	15,0	21,6	1,8	4,7	6,5
1993	5,7	15,3	21,0	1,5	4,5	6,0
1994	4,6	10,1	14,7	1,2	1,2	2,4
1995	3,5	18,8	22,3	1,1	3,0	4,1
1996	2,0	18,7	20,7	0,8	2,5	3,3
1997	0,5	1,8	2,3	0,8	2,0	2,7
1998	0,4	1,1	1,5	0,6	0,9	1,6
1999	0,3	1,3	1,6	0,5	1,2	1,7
2000	0,2	1,0	1,2	0,4	3,0	3,5
2001	0,1	0,0	0,1	0,2	0,6	0,8
2002	0,1	0,5	0,6	0,1	0,6	0,7
2003	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1
2004	0,1	0,0	0,1	0,1	0,5	0,6
2005	0,1	4,5	4,6	0,1	0,5	0,6
2006	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2007	0,0	2,4	2,4	0,0	0,0	0,0

¹⁾ Beregnet med de den 31.dec.1990 gældende rentesatser.

Ordliste over finansielle betegnelser

Ordlisten indeholder forklaringer på en række fagudtryk på det finansielle område. Sidst i ordlisten er en fortegnelse over den internationale *møntkode-standard* (ISO) samt en beskrivelse af *kreditvurderingsbetegnelser* fra de 2 førende amerikanske selskaber. Med hensyn til forklaring på mere gængse *statistiske udtryk* mv. henvises til Danmarks Statistiks publikationer, specielt ordforklaringen i Statistisk tiårsoversigt, og årsberetninger fra Danmarks Nationalbank.

Amerikansk option:

Se "Option".

Annuitetslån:

Lån hvor ydelsen pr. termin (summen af rente og afdrag) er konstant gennem lånets løbetid.

Arbitrage:

Ved handlen med varer og finansielle aktiver på forskellige markeder bliver priserne ikke nødvendigvis ens. Hvis der er tale om ens eller næsten ens aktiver (fx valuta, værdipapirer og nogle råvarer), er der fortjenstmuligheder ved at købe, hvor aktiverne er billigst, og straks sælge dem, hvor de er dyrere, så længe prisforskellen er større end omkostningerne ved køb og transport.

Ved disse aktiviteter – der betegnes arbitrage – øges efterspørgslen på det billigste marked og udbuddet på det dyreste. Arbitragen giver således en tendens til prisudligning, hvilket igen reducerer mulighederne for givtig arbitrage. Ordet arbitrage dækker i sin egentlige mening kun risikofri transaktioner, men anvendes nu også om transaktioner, der formodes at have en ringe risiko.

Asset swap:

Se "Swap".

Bankdage:

Dage på hvilke bankerne i det betragtede land har åbent for bankforretninger.

Basis point:

1/100 af 1 pct., dvs. 0,01 pct.

Basis swap:

Se "Swap".

Benchmark:

Et fast holdepunkt, som andet kan vurderes ud fra, fx en obligation, der er prisledende på obligationsmarkedet, og i forhold til hvilken andre obligationer prisfastsættes.

Betalingsbalance:

En opgørelse af alle økonomiske transaktioner, der i en periode har fundet sted mellem Danmark og udlandet. Transaktionerne fordeles mellem de såkaldte løbende poster og kapitalposter. Hovedområderne under *løbende poster* er dels varehandel, søtransport, rejser og andre tjenester, dels bidrag til og støtte fra EF, gaver og andre ensidige overførsler samt renter, udbytte mv. I mange år har disse poster givet anledning til et *løbende underskud*, der må finansieres ved, at indtægterne på *kapitalposterne* er større end udgifterne, dvs. at lån og direkte investeringer mv. fra udlandet, salg af værdipapirer og/eller brug af valutareserver er større end tilbagebetalinger, køb af værdipapirer mv.

Bid and offer/asked price:

Køberkurs og sælgerkurs.

Bill:

Normalt værdipapir uden pålydende rente med kort løbetid, fx amerikanske US Treasury Bills, se derunder.

Bond:

En obligation. Normalt vil fast forrentede obligationer med løbetider på mindst 8 år blive kaldt *bonds*, mens der for fast forrentede obligationer med kortere løbetider eller variabelt forrentede obligationer benyttes betegnelsen *notes*.

Bruttokassesaldo:

En opgørelse af alle statens indbetalinger (før optagelse af lån) fratrasket alle udbetalinger, uanset om betalingen vedrører driftsposter eller kapitalposter som fx afdrag på lån. Bruttokassesaldoen er således et mål for statens samlede finansierings/placerings behov.

Bulldog-lån:

Obligationslån udstedt af udenlandske låntagere på det indenlandske britiske marked.

Bullet loan:

Se "Stående lån".

Bull- og bear-bonds:

(Hausse og baisse-obligationer). Obligationslån, hvis indfrielseskurs er knyttet til udviklingen i prisen for en vare eller et værdipapir eller et indeks. For bull-bonds er indfrielsesprisen højere, jo højere prisen (indekset) er. Indfrielseskursen for bear-bonds varierer modsat. Ved samtidig at udstede bull- og bear-bonds er udsteder beskyttet mod ændringer i prisen på den underliggende størrelse, mens køberne af obligationerne kan spekulere i stigninger eller fald.

Callable bond:

Obligation, som af låntager kan førtidsindfries på forud fastlagte betingelser/vilkår. Modsat *puttable bond*. Se også "Call option".

Call option:

En købsoption, det vil sige en option, der giver indehaveren ret til at købe en fordring af optionsudstederen til en på forhånd fastsat pris. Specielt kan der være tale om en ret for en låntager til at indfri (tilbagekøbe) obligationer til bestemte priser før endeligt forfald. Se iøvrigt under "Option".

Cap:

Maksimum, specielt en overgrænse for renten på et variabelt forrentet lån. (Benyttes især i forbindelse med aftaler, hvor den ene part påtager sig at dække renteudgift ud over den fastsatte grænse).

Certifikatprogram:

Se "Commercial paper".

Closing date:

Se "Issue date".

Commercial paper (CP):

Korte gældsbeviser med en løbetid, der i USA kan variere fra én til 270 dage, og som typisk erstattes af nye ved forfald, så låntager konstant har et større eller mindre udestående. Betegnelsen bruges først og fremmest om markedet for sådanne papirer i USA, men i de senere år er commercial paper blevet udstedt på en række andre nationale markeder og euro-markedet (ECP). I Danmark benyttes betegnelsen virksomheds-certifikater.

Cross default:

Bestemmelse i lånekontrakt, hvorefter lånet forfalder til betaling, hvis et hvilket som helst andet af låntagerens lån eller lån garanteret af den pågældende låntager er misligholdt med hensyn til betaling. I bestemmelsen indgår oftest et mindstebeløb, således at lånet kun forfalder til betaling, hvis den manglende betaling overstiger dette mindstebeløb.

DAU-saldo:

Saldoen på statens drifts-, anlægs- og udlånsbudget.

Dual currency bonds:

Bruges normalt om obligationer, der forrentes i én valuta og tilbagebetales i en anden. Undertiden bruges betegnelsen *Hybrid bonds*.

ECU:

ECU (ISO-møntkode XEU) er en såkaldt valutakurv. Den er sammensat af faste mængder af hver af EF-landenes valuta. Disse mængder afspejler landenes relative økonomiske betydning, og sammensætningen revideres normalt med 5 års mellemrum, men således, at værdien af ECU med den ny sammensætning initialt er uændret. ECUens nuværende sammensætning blev fastsat i september 1989 og er følgende:

$$1 \text{ XEU} = 0,6242 \text{ DEM} + 1,332 \text{ FRF} + 0,08784 \text{ GBP} + 151,8 \text{ ITL} + 0,2198 \text{ NLG} + 3,301 \text{ BEC} + 0,13 \text{ LUF} + 0,1976 \text{ DKK} + 0,008552 \text{ IEP} + 1,44 \text{ GRD} + 6,885 \text{ ESB} + 1,393 \text{ PTE}.$$

Værdien af 1 ECU var ultimo 1990 7,9150 kr.

EIB:

Den europæiske Investeringsbank.

Emissionskurstab:

Kurstab og -gevinster opstået ved udstedelse af lån til kurser henholdsvis under og over pari. Udstedelsen foregår som oftest til kurser under pari, hvorfor betegnelsen emissionskurstab normalt anvendes. Visse engangsomkostninger i forbindelse med låneoptagelsen er på finansloven og i statsregnskabet medregnet under emissionskurstab.

EMS:

Det Europæiske Monetære System. Et løbende samarbejde mellem de deltagende lande om at forhindre kursen (prisen) for deltagerlandenes valutaer i at bevæge sig uden for de aftalte rammer (yderkurser eller

interventionskurser). Ændringer i sidstnævnte foretages kun sjældent og efter aftale mellem regeringerne. De deltagende lande er (februar 1991): Belgien, Danmark, England, Frankrig, Holland, Irland, Italien, Luxembourg, Spanien og Tyskland. Grækenland og Portugal deltager også i EMS-samarbejdet, men ikke i dettes fast-kurs-samarbejde.

Euro Commercial Paper (ECP):

Commercial Paper udstedt på euro-markedet. Se "Commercial paper".

Eurobond-markedet:

Markedet for obligationer, der emitteres uden for valutaområdet for den valuta, obligationen lyder på. Sådanne emissioner bliver typisk placeret af et internationalt syndikat af banker hos investorer i flere lande.

Eurocurrency:

Tilgodehavende eller gæld udtrykt i en valuta placeret i en bank udenfor valutaens hjemland.

Eurodollar:

US-dollar placeret i en bank uden for USA, men ikke nødvendigvis i Europa.

Europæisk option:

Se "Option".

Exercise af option eller warrants:

Udnyttelse af ret til at købe eller sælge obligationer (eller andre værdipapirer) til forud fastsat pris.

Federal Reserve System ("Fed"):

Den centrale pengepolitiske institution i USA. Federal Reserve System består af 12 selvstændige regionale Federal Reserve Banks under ledelse af et fælles styrelsesråd (Board of Governors) med sæde i Washington. Styrelsesrådet har 7 medlemmer, hver valgt for en periode på 14 år, og forhandlingerne ledes af en formand udpeget blandt disse af USAs præsident for en periode på 4 år. Nuværende formand er Alan Greenspan, udpeget i august 1987. Federal Reserve System udøver over for de kommercielle banker i USA samme funktioner, som i Danmark varetages af Danmarks Nationalbank og Finanstilsynet.

Floating Rate Notes (FRN):

Variabelt forrentede obligationslån.

Fordelte emissionskurstab:

På finansloven og i statsregnskabet bliver emissionskurstab på rentekontoen fordelt ligeligt ud svarende til lånets afdrag.

Forward (exchange) rate:

Terminspris udtrykt som fradrag i eller tillæg til spotkursen (dagskursen), fx den kronekurs, ved hvilken USD kan købes til levering på et aftalt fremtidigt tidspunkt.

Forwardswap:

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

Futures:

Aftaler om levering af en fordring på et senere tidspunkt til en fast pris. Der kan fx være tale om levering af en vis mængde valuta, obligationer eller aktier. Futures er sædvanligvis kendetegnet ved at være omsættelige og standardprægede – i modsætning til terminskontrakter. En future indebærer ikke nødvendigvis levering af den underliggende fordring. Der kan som oftest ske en differenceafvikling, der svarer til forskellen mellem den aftalte pris og prisen på den underliggende fordring.

Genkøbsforretning:

Blandt andet brugt om et pengeinstituts salg af obligationer til Danmarks Nationalbank med samtidig aftale om tilbagekøb til en på salgstidspunktet aftalt pris.

Hedge:

Risikoafdækning, dvs. forholdsregler mod tab som følge af fremtidige prisændringer.

Hybrid bonds:

Se "Dual currency bonds".

ISO-møntkoder:

Se særskilt afsnit efter ordlisten.

Issue date:

Identisk med Closing date. Dagen, hvor provenuet på en nyemission betales til låntager af *Lead Manager*, samtidig med at værdipapirerne i foreløbig eller endelig form af låntager overdrages til *Lead Manager*.

Kapitalbalance:

Mens betalingsbalancen er en opgørelse for en periode, er kapitalbalancen *en opgørelse af Danmarks gæld til og tilgodehavender i udlandet* ved årets udgang. Bevægelserne på betalingsbalancens kapitalposter vil føre til ændringer af samme størrelse på kapitalbalancen ved årets slutning. Herudover påvirkes kapitalbalancen af kapitalgevinster og kapitaltab, ikke mindst som følge af ændringer i valutakurser og kurser på værdipapirer.

Konvertibel obligation:

Obligation, der under nærmere bestemte betingelser af debitor kan indfries før udløb. Er ensbetydende med, at debitor har en *call option*.

Kreditværdighed:

Se sidst i ordlisten.

Launch date:

Tidspunktet hvor en emission sættes i værk, først og fremmest ved arrangørens udsendelse af telexer til andre banker med indbydelse til at deltage som *underwriters* (garanter for salget).

Ledende bank/Lead manager:

Den bank, der arrangerer et obligationslån.

Libid:

= London Interbank Bid (Rate): Den rente, hvortil banker tilbyder at modtage indskud fra andre banker på London Interbank-markedet. Se også "Libor".

Libor:

= London Interbank Offered Rate: Den rente, hvortil banker tilbyder indskud i andre banker på London Interbank-markedet. Renten vil typisk variere med indskuddets løbetid (almindeligste løbetider er én dag, én uge, én, tre eller seks måneder). Er typisk 1/8 procent point p.a. over Libid.

Limean:

= London Interbank Mean Rate: Gennemsnit af Libor og Libid.

Likviditet i obligationsmarkedet:

Refererer til den lethed, hvorved en obligation kan købes eller sælges i det sekundære marked. Se "Sekundært marked".

Lombard rente:

Den rente, tyske banker kan låne til i *Bundesbank* mod sikkerhed i værdipapirer. Der kan dog højst lånes et beløb svarende til værdien af de værdipapirer, banken har deponeret i Bundesbank.

Lånevifte:

Samtlige papirer staten i en given periode sælger i.

Matador-marked:

Det spanske marked for offentlige obligationslån med pålydende i spanske pesetas, udstedt af låntagere, der ikke er bosiddende i Spanien.

Market maker:

En handler, som til stadighed noterer både køber- og sælgerkurser, som han er villig at handle til (sædvanligvis med maksimering af handelsstørrelse).

Medium Term Note (MTN):

Et værdipapir med længere løbetid end Commercial Paper, normalt udstedt i mindre portioner under et låneprogram aftalt med et antal banker (dealers). Forekommer især på det amerikanske marked, men også på Euromarkedet.

Mindsterenten:

Den mindste kuponrente på værdipapirer, der tillades for personer og ikke-næringsbeskattede selskaber, hvis kursgevinster skal friholdes for skattepligt, jf. kursgevinstloven (lov 532, 1985).

Mindsterenten fastsættes for halvårene januar-juni og juli-december, jf. dog senere. Mindsterenten beregnes på grundlag af et simpelt gennemsnit opgjort med to decimaler af en af Københavns Fondsbørs dagligt udregnet effektiv obligationsrente 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 pct.point.

Er den effektive obligationsrente i 10 på hinanden følgende børsdage mere end 2 pct.point højere eller 1 pct.point lavere end det gennemsnit, der danner grundlag for den opgjorte mindsterente, beregnes en ny mindsterente på grundlag af et simpelt gennemsnit af den effektive obligationsrente i disse 10 børsdage.

Moody's Investors Service:

Amerikansk kreditvurderingsinstitut (Rating Agency), se i øvrigt sidst i ordlisten.

Multicurrency-klausul:

Bestemmelse, der giver låntager mulighed for at omlægge et lån fra én valuta til en anden.

Negative pledge:

Bestemmelse i lånekontrakt, hvorefter låntager afskriver sig retten til fremtidigt at give gammel og ny gæld en fortrinsstilling i form af pant eller anden sikkerhed. Ofte er der aftalt undtagelser fx at lån til ejendomskøb kan sikres ved pant. Der er negative pledge bestemmelser, for så vidt angår stort set alle statens udlandslån.

NIB:

Den nordiske Investeringsbank.

Note:

En obligation. Betegnelsen bruges normalt om fast forrentede obligationer med løbetider på op til 8 år eller variabelt forrentede obligationer. Se "Bond".

Nul-kupon-lån:

Lån, hvor der ikke betales renter i lånets løbetid. Lånets omkostninger vil alene fremkomme som underkurs ved låneoptagelsen.

Offentligt obligationslån:

Public issue. Obligationslån, der udbydes til offentligheden og er noteret på en børs.

Option:

En kontrakt, der giver ejeren (køberen) ret til, men ikke pligt til, at købe eller sælge et finansielt instrument eller en valuta til en aftalt pris på et aftalt fremtidigt tidspunkt. Sælgeren er naturligvis forpligtet til at opfylde ejerens ret. Man taler om følgende typer optioner:

Call option: købsoption

Put option: salgsoption

Med udgangspunkt i, hvornår en option kan benyttes, inddeles optionerne i følgende to kategorier:

Europæisk option: retten kan kun benyttes på udløbstidspunktet.

Amerikansk option: retten kan benyttes i hele perioden frem til udløbsdatoen.

Pibor:

= Paris Interbank Offered Rate: Den rente, hvortil banker tilbyder indskud i andre banker på Paris Interbank-markedet. Se også "Libor".

Partly paid:

(Delvis betalt). Benyttes om et obligationslån, hvor kun en del af provenuet betales af obligationskøberne ved emissionen, mens resten betales på bestemt(e) senere tidspunkt(er).

Prime rate:

Den rentesats, banker i USA benytter som basisrente ved udlån til deres mest kreditværdige kunder.

Primær likviditet:

Summen af pengeinstitutternes likviditetsmæssige nettostilling over for Nationalbanken og den private sektors postgiroindskud og beholdning af sedler og mønt.

Primært marked:

I Danmark holdes "en serie" af statsgældsbeviser og -obligationer samt realkreditobligationer åben i en periode, således at det samlede salg i serien finder sted over en periode, og dets størrelse er i almindelighed ikke fastlagt på forhånd. I udlandet er det mere almindeligt at udstede obligationslån i en på forhånd fastlagt størrelse. Med få undtagelser, fx amerikanske statsobligationer, aftaler låntageren med (hyppigst) en gruppe af banker at forestå salget af obligationer. Gruppen ledes af den ledende bank (lead manager), der fører regnskabet (book runner). Sædvanligvis investerer disse (formidlende) banker ikke selv i obligationerne, men sælger dem alle inden for en ret kort periode, hvilket betegnes *det primære marked* (hvor selvsagt også førstegangskøberne kan sælge osv.) Se "Sekundært marked".

Privat placering:

(Private placement). Obligationslån eller andet lån, der udbydes til en begrænset kreds af købere, og som normalt ikke er børsnoteret.

Prospekt:

Dokumentet udfærdiges i forbindelse med emissioner. Indeholder alle relevante informationer vedrørende den offentlige emission, låntager og garant.

Purchase fund:

(Opkøbsfond). Når aftalte afdrag i et låns levetid kun skal foretages i det omfang der er opkøbt obligationer af lånet og under anvendelse af disse, siger man, at der er knyttet en purchase fund til lånet.

Put option:

En salgsoption, det vil sige en option, der giver indehaveren ret til at sælge en fordring til optionsudstederen til en forud fastsat pris. Specielt benyttet om en investors ret til at kræve et lån førtidsindfriet. Se også "Option".

Rating:

Kreditvurdering givet af kreditvurderingsinstitutter som Standard & Poor's Corporation eller Moody's Investors Service. (Se oversigt over disses kreditvurderingsbetegnelser sidst i ordlisten).

Rentearbitrage:

Arbitrage med henblik på at udnytte renteforskelle, jf. "Arbitrage".

Samurai-lån:

Offentligt JPY-obligationslån udstedt i Japan af ikke-japanske låntagere.

Schuldschein:

Omsætteligt, ikke-børsnoteret gældsbevis på det tyske marked. Udstedes til en bank, der kan afhænde papiret til institutionelle investorer.

SEC:

The Securities and Exchange Commission, en institution i USA til beskyttelse af amerikanske investorer.

SDR (Special Drawing Rights):

Den internationale Valutafonds regningsenhed, hvis værdi er summen af værdien af de fem valgte beløb, der danner kurven. 1 SDR = 0,452 USD + 0,527 DEM + 1,02 FRF + 33,4 JPY + 0,0893 GBP.

Værdien af 1 SDR var ultimo 1990 8,2195 kr.

Sekundært marked:

Markedet for handel med obligationer igennem deres løbetid efter at de ved udstedelsen sælges i *det primære marked*. Se "Primært marked".

Serielån:

Lån hvor gælden afdrages med lige store beløb ved hvert terminstidspunkt. Da restgælden falder gennem lånets løbetid, bliver rentebetalingerne mindre og mindre for hver termin.

Sinking fund:

Hvis afdrag på et lån til hver termin sker enten ved hjælp af opkøbte obligationer eller ved udtrækning til bestemt kurs, benyttes *sinking fund* som betegnelse for de opkøbte obligationer.

Skatkammerbevis:

Statspapir med løbetid under 1 år.

Spotmarked:

Marked for umiddelbar overdragelse, modsat terminsmarked.

Spread:

Benyttes i praksis ofte i flæng med *margin* som betegnelse for differencer i forskellige rente- og prissammenhænge, fx:

- 1) Købs- og salgpris (kurs) på et værdipapir.
- 2) Differencen mellem renten af sammenlignelige værdipapirer udstedt af to forskellige låntagere (fx renten af en USD-obligation udstedt af den danske og den amerikanske stat), eller marginen over eller under Libor (eller andet rentemål) som opnås i en transaktion.
- 3) Ved obligationsudstedelser: differencen mellem prisen realiseret af udsteder og prisen betalt af investor.

Standard & Poor's Corporation:

Amerikansk kreditvurderingsinstitut, se endvidere bagest i ordlisten.

Statsgældsbevis:

Statspapir med løbetid på 1–2 år ved udstedelsen.

Stående lån:

Lån, der i sin helhed tilbagebetales på udløbsdagen.

Subscription Agreement:

Lånekontrakt, der regulerer forholdet mellem låntageren og lånets arrangører, lead manager og co-lead managers.

Supra-national:

Overnationalt organ som fx Den europæiske Investeringsbank, Den nordiske Investeringsbank eller Verdensbanken.

Swap:

Swap betyder at bytte. En swap er en selvstændig finansiel transaktion. Man skelner mellem *asset(aktiv)-swaps* og *liability(passiv)-swaps*, efter om det er et tilgodehavende eller en gæld, man ønsker byttet til noget andet, men bortset fra motivet er der ikke forskel på transaktionernes karakter. I administrationen af statens låntagning er der typisk tale om *liability-swaps*. Der kan være tale om bytte af ydelser svarende til lån enten i samme valuta, men med forskellig rente, eller i forskellige valutaer. En swap kan aftales som led i en låneoptagelse eller uafhængigt deraf, og den behøver ikke med hensyn til beløb, løbetid, betalingsdatoer etc. at knytte sig til noget bestemt lån. Baggrunden for at foretage swap-transaktioner er, at der ønskes en omlægning af rente- og/eller valutabasis.

Ved en *rente-swap* (identisk med en basis swap) forstås en transaktion, hvorved to parter indgår en aftale om at udveksle betalinger i den samme valuta. Betalingen udregnes som rentebetalinger af samme beregningsmæssige hovedstol, men på grundlag af forskellige renteberegningsprincipper. Renteswaps kan laves mellem fast og variabel rente eller mellem ét variabelt renteindeks og et andet.

En *valuta-swap* består i bytte af ydelser svarende til lån i forskellige valutaer. Den ene part kan fx udlåne et beløb til fast eller variabel rente i DEM, mens den anden udlåner et beløb i USD (normalt værdimæssigt svarende til DEM-beløbet på starttidspunktet) til fast eller variabel rente med samme løbetid. Den første part skal så forrente og tilbagebetale USD-hovedstolen og modtager til gengæld ydelser på DEM-hovedstolen. Der er normalt udveksling af hovedstole både ved arrangementets start og slutning, men undertiden undlades det ved start (hvor de værdier, der skal udveksles, som nævnt sædvanligvis er lige store).

Swaption:

Option på at kunne opnå en swap på et fremtidigt tidspunkt, dvs. en ret, men ikke en pligt for optionens indehaver til at indgå en swap af et i aftalen nærmere bestemt indhold (fx valuta- eller renteswap).

Syndikeret banklån:

Banklån ydet af et konsortium af banker.

Terminskontrakt:

Forward contract. Aftale om levering af varer, værdipapirer eller valuta til en fastsat pris til levering på en fremtidig dato. Se også "Forward Rate".

Terminsmarked:

Forward market. Marked, hvor varer, værdipapirer eller valuta handles til en fastsat pris til levering på den fremtidige dato. Se også "Forward Rate".

(US) Treasury bill:

(Amerikansk) skatkammerbevis med løbetid op til og med 1 år.

(US) Treasury note:

(Amerikansk) statsobligation (med længere oprindelig løbetid end treasury bills).

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, fx dagligt eller hver 6. måned (Libor, renten på amerikanske skatkammerbeviser eller beviser for indskud i banker) eller når de pågældende rentesatser måtte blive ændret (bl.a. bankudlånsrente, fx prime rate i USD).

Varighed:

Den periode, der går efter en rentestigning, før den højere rente, der (under det højere renteniveau) kan opnås ved at geninvestere investeringens afkast, opvejer det kurstab, der udløste rentestigningen. For fast forrentede låns vedkommende kan varigheden beregnes som et vejet gennemsnit af løbetiderne for de enkelte ydelser under lånet. Vægtene er ydelserne diskonteret tilbage til begyndelsestidspunktet med den gældende effektive rente. Med betegnelserne $Y(t)$ = ydelse på tidspunkt t og i = effektiv rente, fås

$$\text{Varighed} = \frac{\sum_t Y(t)(1+i)^{-t}}{\sum Y(t)(1+i)^{-t}}$$

Warrant:

En option, der giver indehaveren ret til inden for en bestemt periode fra udstedelsen at købe et værdipapir til forud fastsat pris.

Yankee-lån:

Offentligt obligationslån udstedt i USA af ikke-amerikanske låntagere.

ISO-møntkoder

Land	Møntsort	ISO-møntkode
Australien	Dollar	AUD
Belgien	Franc	BEF
Canada	Dollar	CAD
Danmark	Krone	DKK
England	Pund	GBP
Finland	Mark	FIM
Frankrig	Franc	FRF
Grækenland	Drachme	GRD
Holland	Gylden	NLG
Irland	Pund	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	ESB
Sverige	Krone	SEK
Tyskland	Deutsche Mark	DEM
USA	Dollar	USD
Østrig	Schilling	ATS
ECU	Europæisk Regningsenhed	XEU
SDR	Speciel Trækningsrettighed	XDR

Kreditvurderingsbetegnelser

De to mest kendte kreditvurderingsselskaber, Moody's Investors Service og Standard & Poor's Corporation anvender for gæld i almindelighed følgende betegnelser, som knyttes til konkrete lån, og ikke til låntageren som sådan:

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.

S & Ps: AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C, CI og D.

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

Aaa/AAA (triple A) er den bedste vurdering (rating). Den danske stats lån har Aa1/AA. For så vidt angår DKK-obligationer dog Aaa hos Moody's.

I Moody's beskrivelse af Aa-kategorier står bl.a., at obligationer, der rates Aa, bedømmes som på alle måder værende af høj kvalitet.

AA rating gives ifølge *Standard & Poor's* definition, når der er en meget stærk evne til at betale renter og afdrag, og *Standard & Poor's* anfører, at lån med AA rating kun i ringe grad afviger fra gæld med højeste rating.

Kreditværdighedsvurderinger for den danske stat

	Standard & Poor's	Moody's Investors Service
1981, marts	AAA	Aa
1982, september . .	AAA ¹⁾	
1983, januar	AA+	Aa1 ²⁾
1986, august		
1987, marts	AA	
1990, juni	AA ³⁾	

¹⁾ Genstand for "Credit Watch", dvs. særlig observation for mulige ændringer i kreditværdigheden.

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

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

Standard & Poor's giver også kreditværdighedsvurderinger, som ikke er knyttet til konkrete lån (*Sovereign assessments*). Disse vurderinger gives for en række af de lande, som ikke har rating hos *Standard & Poor's* (og således ikke for Danmark). Her anvendes 6 kategorier for evnen til at forrente og afdrage udlandsgælden til tiden, nemlig

- meget stærk evne

- stærk evne, og kun ubetydelig sårbarhed over for uheldig udvikling
- tilfredsstillende evne, men sårbar over for uheldig udvikling
- kun tilstrækkelig evne; sandsynligvis minimalt værn mod en uheldig udvikling
- ringe evne; betydelig usikkerhed og stor risiko
- utilstrækkelig evne; betydelig sandsynlighed for restancer, moratorier eller misligholdelse.

Moody's giver ikke tilsvarende vurderinger, men har i den senere tid foretaget rating af en række lande, som ikke har anmodet herom.

For *Commercial Paper* anvendes følgende betegnelser:

Moody's	Standard & Poor's
P1 (Prime 1)	A-1+
P2	A-1
P3	A-2
Not Prime	A-3
	B
	C
	D

P1/A-1+ er den bedste vurdering (rating), hvilket er vurderingen for statens *Commercial Paper*.