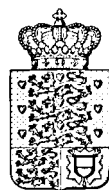


STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD 1991



DANMARKS NATIONALBANK

STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD 1991

Tryk: Danmarks Nationalbank

Papir: Dalum-offset, 95 g.

Oplag: 3.000

ISSN: 0902-6681

Danmarks Nationalbank

Havnegade 5

1093 København K

Telefon 33 14 14 11

Telefax 33 14 85 39

Redaktionel note:

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

Redaktionen er afsluttet den 30. marts 1992.

Indholdsfortegnelse

Forord	7
Beretningskapitler	
Kapitel 1: Indenlandsk låntagning	9
1.1. Indledning	9
1.2. Statspapirsalgets fordeling på papirer	9
1.3. Statens netto- og bruttokassesaldo	14
1.4. Statspapirsalgets fordeling over året	16
1.5. Statspapirsalgets fordeling på købersektorer	17
1.6. Ny lånebemyndigelseslov	18
1.7. Postordresalg af statsobligationer	19
1.8. Sammensætningen af den indenlandske gæld	19
1.9. Udsigter for 1992	21
Kapitel 2: Udenlandsk låntagning	23
2.1. Baggrund for tilbagebetaling af udenlandsk gæld ...	23
2.2. Den danske stats kreditværdighed	25
2.3. Låne- og swapaktiviteter	25
2.4. Gældens struktur	31
2.5. Udsigter for 1992	33
Kapitel 3: Statsgæld og renteudgifter	35
3.1. Statsgælden	35
3.2. Renteudgifter	38
Specialkapitler	
Kapitel 4: Eculån i København	39
4.1. Baggrund	39
4.2. Ecu'en	40
4.3. Ecu-markedet	41
4.4. Ecu'en i fremtiden	47
4.5. Statens eculån	49
4.6. Styrkelse af handelen i København	51
Appendiks	56

Kapitel 5:	Opkøb af variabelt forrentede statsobligationer	59
5.1.	Indledning	59
5.2.	Udstedelsen af variabelt forrentede obligationer	59
5.3.	Kursdannelsen på variabelt forrentede obligationer . .	60
5.4.	Beregning af teoretiske kurser	61
5.5.	Overvejelser om opkøbsmetode	65
5.6.	Forløbet af den omvendte auktion	67
	Appendiks	71
Kapitel 6:	Samordnet styring af statsgæld og valutareserve	77
6.1.	Baggrund for samordnet styring af gæld og reserve .	77
6.2.	Styring på baggrund af en neutral valutafordeling . .	80
6.3.	Administrationen af nettogælden	80
Kapitel 7:	Bestemmelse af neutral valutafordeling ved hjælp af porteføljemodel	83
7.1.	Indledning	83
7.2.	Porteføljemodeller	83
7.3.	Forventet risiko	84
7.4.	Risikospredning og samvariation mellem valutaer . .	86
7.5.	Forventede omkostninger	87
7.6.	Restriktioner på valutaandelene	88
7.7.	Den efficiente rand	90
7.8.	Følsomheden over for ændringer i forventningerne . .	92
	Appendiks	94
Kapitel 8:	Markedet for fast forrentede statsobligationer	95
8.1.	Indledning	95
8.2.	Rentestrukturen	96
8.3.	Nulkuponrentestrukturen i 1991	97
8.4.	De enkelte papirer	99
8.5.	Volatilitet	104
Kapitel 9:	Månedsfordeling af statens betalinger	107
9.1.	Indledning	107
9.2.	Månedsfordelingssystemet	107
9.3.	Betalingstidspunkter	109
	Bilag 9.1. Månedsfordeling af finansloven for 1992	110
	Bilag 9.2. Betalingsdatoer for statslige betalinger	116

Bilagstabeller

1.	Statsgælden ved udgangen af finansårene 1981 til 1991	122
2.	Indenlandske statslån optaget i 1991	125
3.	Udenlandske statslån optaget i 1991	129
4.	Statsgaranterede enheders låntagning i 1991	
	Hypotekbanken	137
	Dansk Naturgas A/S	138
	A/S Storebæltsforbindelsen	139
5.	Samtlige indenlandske statslån pr. 31. december 1991	
	Fast forrentede obligationslån	141
	Statsgældsbeviser	142
	Variabelt forrentede obligationslån	142
	Præmieobligationslån	142
	Bunden opsparing	143
	Skatkammerbeviser	143
6.	Samtlige udenlandske statslån pr. 31. december 1991	
	AUD-lån	145
	BEF-lån	145
	CAD-lån	146
	CHF-lån	146
	DEM-lån	149
	DKK-lån	153
	ESB-lån	153
	FRF-lån	154
	GBP-lån	154
	ITL-lån	155
	JPY-lån	155
	LUF-lån	158
	NLG-lån	158
	NOK-lån	159
	NZD-lån	159
	SEK-lån	159
	USD-lån	160
	XEU-lån	168
7.	Renter og afdrag af statens indenlandske gæld, ultimo 1991	171
8.	Renter og afdrag af statens og statsgaranterede enheders udenlandske gæld, ultimo 1991	173

Ordliste over finansielle begreber	175
--	-----

Forord

"Statens låntagning og gæld" (SLOG) er i år - i modsætning til tidligere år - udarbejdet af Danmarks Nationalbank. Dette er en følge af den ændrede arbejdsdeling mellem Finansministeriet og Nationalbanken, der gennemførtes i sommeren 1991.

Finansministeriet har som hidtil ansvaret for statens gældsforvaltning og låntagning, herunder for relationerne til Folketinget. Den ændrede arbejdsdeling betyder imidlertid, at de administrative opgaver vedrørende statsgælden - samt den overvejende del af personalet beskæftiget med denne administration - er overgået fra Finansministeriet til Nationalbanken.

Overflytningen indebærer, at den overordnede strategi for statens låntagning og gældsforvaltning fastlægges ved regelmæssige møder med deltagelse af Finansministeriet, Økonomiministeriet og Danmarks Nationalbank på baggrund af oplæg udarbejdet af Nationalbanken. Nationalbanken varetager den løbende låntagning og administration af gældsporteføljen i henhold til den besluttede strategi.

For den indenlandske låntagning var den væsentligste del af det praktiske administrative arbejde i forvejen placeret i Nationalbanken. Her bevirkede overflytningen, at Nationalbanken overtog ansvaret for udarbejdelse af oplæg om den strategiske planlægning.

Udarbejdelsen og offentliggørelsen af månedsfordelinger af skøn over statens betalinger er ligeledes overgået til Nationalbanken.

Overflytningen af opgaver vedrørende den udenlandske låntagning og gældspleje (i dette tilfælde såvel oplæg om den strategiske planlægning som det praktiske administrative arbejde) betyder, at den valuta-mæssige fordeling af Nationalbankens aktiver (valutareserven) nu direkte kan samordnes med gældsstyringen, således at der kan foretages en overordnet valutastyring på basis af sammensætningen af nettogælden (statens valutagæld minus valutareserven).

Et af formålene med overflytningen er netop at opnå en forbedret gældsadministration via en koordinering af valutaaktiver og -passiver.

"Statens låntagning og gæld" indeholder som i de foregående år en *beretningsdel* om udviklingen i statens låntagning og gæld. Desuden redegøres der i en *specialdel* for forhold af betydning for låntagningen.

Efter specialdelen følger *bilagstabeller* med oversigter over statens låntagning og gæld, samt detaljerede oplysninger om de transaktioner,

der fandt sted i 1991. Bagest i bogen findes en *ordliste*, hvor en række fagudtryk er forklaret.

Beretningsdelen omfatter *kapitel 1* om statens indenlandske låntagning i 1991. Statens udenlandske gældsforvaltning beskrives i *kapitel 2*. I *kapitel 3* beskrives udviklingen i statsgælden samt en ændret opgørelse af gælden, så denne nu opgøres med fradrag af obligationsbeholdningen i Den Sociale Pensionsfond.

Specialdelen indeholder seks kapitler af varierende karakter. Det er tilstræbt at øge tilgængeligheden ved at samle formler og beregninger i boxe eller særlige afsnit, der eventuelt kan overspringes.

Kapitel 4 omhandler det eculån på 1 mia.ecu, som blev udstedt i marts 1992. Foruden en beskrivelse af selve lånet mv. omtales udviklingen af ecuen og ecuobligationsmarkederne generelt.

I *kapitel 5* beskrives den i marts 1992 gennemførte "omvendte auktion" over variabelt forrentede statsobligationer, og der redegøres for valget af opkøbsmetode og fastsættelse af skæringskurser.

Kapitel 6 og *kapitel 7* indeholder en redegørelse om den samordning af styringen af statens udenlandske gæld og Nationalbankens valutareserve, der nu arbejdes med. Det første af de to kapitler indeholder de administrative overvejelser, og det andet en mere teknisk redegørelse om den anvendte porteføljemodel.

I *kapitel 8*, der har et ret teknisk præg, redegøres for nul kuponrentestrukturen i Danmark i 1991 og for kursdannelsen for udvalgte statspapirer.

I *kapitel 9* omtales en revision af månedsfordelingssystemet, og kapitlet indeholder desuden en detaljeret oversigt over betalingstidspunkter for udvalgte statslige ind- og udbetalinger.

Kapitel 1.

Indenlandsk låntagning

1.1. Indledning

Der er i 1991 solgt statspapirer for 120,4 mia.kr. opgjort til nominel værdi. I kursværdi svarer dette til 114,4 mia.kr. Sammenlignet med 1990 er der tale om en stigning på 12,6 mia.kr.

Afdragene på den indenlandske statsgæld, ekskl. afdrag på bunden opsparing, udgjorde 64,0 mia.kr. Dermed kan nettosalget af statspapirer i 1991 opgøres til 50,3 mia.kr. Dette er 27,0 mia.kr. mere end i 1990.

1.2. Statspapirsalgets fordeling på papirer

Af det samlede salg af statspapirer på 120,4 mia.kr. nominelt var 41 pct. fast forrentede obligationer, 36 pct. statsgældsbeviser og 23 pct. skatkammerbeviser. Ved årets begyndelse, jf. "Statens låntagning og gæld 1990", blev der forudsat en salgsfordeling på 45 pct. fast forrentede obligationer, 40 pct. statsgældsbeviser og 15 pct. skatkammerbeviser. Afgivelsen skyldes, at der for at neutralisere likviditetseffekten ved omdannelsen af Postgiro til GiroBank A/S var et "ekstrasalg" af skatkammerbeviser, jf. afsnit 1.3. Trækkes dette salg ud, svarer det faktiske salgs fordeling omtrent til det planlagte. Fordelingen af statspapirsalg i 1991 på de enkelte lånetyper svarede stort set til fordelingen i 1990 bortset fra, at udstedelsen af variabelt forrentede obligationer blev erstattet af skatkammerbeviser.

Tabel 1.2.1.

Den nominelle bruttolåntagnings fordeling på papirtyper. Pct.

	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Fast forrentede obligationer	54	21	35	50	41	41
Statsgældsbeviser	25	51	38	33	35	36
Variabelt forrentede obligationer	22	28	27	17	4	0
Skatkammerbeviser	-	-	-	-	20	23
I alt	100	100	100	100	100	100

Et vigtigt element i statsgældspolitikken er gældens varighed. Varigheden er et udtryk for den udestående gælds følsomhed over for renteændringer. Sammensætningen af låntagningen i 1991 betød, at gældens varighed ved årets udgang var omtrent den samme som ultimo 1990, jf. afsnit 1.8. om den indenlandske gælds sammensætning.

Nedenfor redegøres der nærmere for statspapirsalgets fordeling på de enkelte papirtyper i 1991. I kapitel 5 er udviklingen for de variabelt forrentede statsobligationer gennemgået.

Statsobligationer

Statsobligationerne er det vigtigste instrument i den indenlandske låntagning. Alle de udbudte obligationer gennem de seneste år har været stående lån, hvor hele lånebeløbet tilbagebetales på én gang ved den sidste termin.

Tidligere var udjævning af afdragsprofilen et vigtigt element i statsgældspolitikken. I de senere år er der i stigende grad blevet lagt vægt på at opbygge store serier, der opnår en sådan omsætning på obligationsmarkedet, at de får del i den likviditetspræmie, dvs. lavere rente, der karakteriserer de mest likvide obligationer. Denne effekt er blevet forstærket af, at de pågældende serier samtidig har været udformet med henblik på at kunne handles internationalt på lige fod med andre EMS-landes mest likvide obligationsserier.

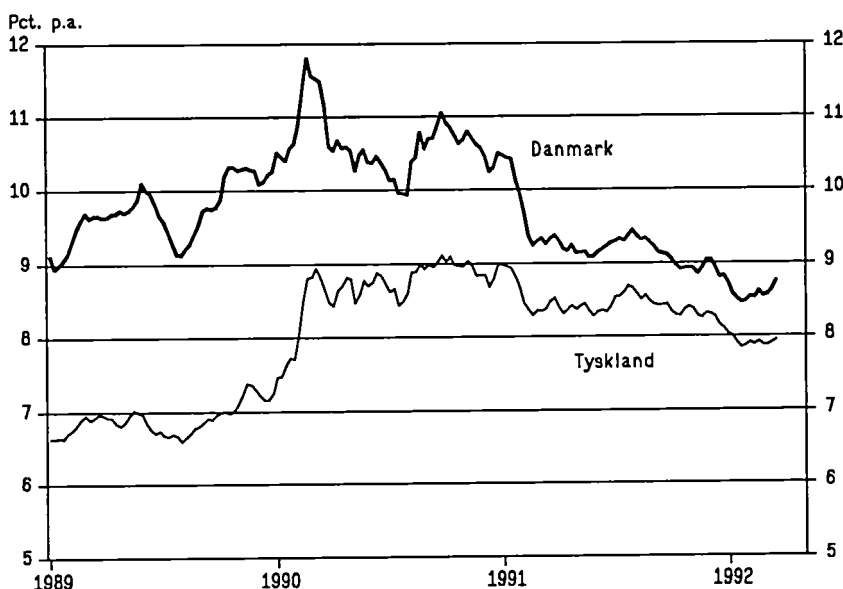
Der er i de senere år sket en stærk indsnævring af forskellen mellem de effektive renter på danske og tyske statsobligationer, jf. figur 1.2.1. For 10-årige statsobligationer har rentespændet i det meste af 1991 ligget omkring 75 basispoint.

Der har i 1991 udelukkende været udstedt obligationer i to serier, 9 pct. stående lån 1995 og 9 pct. stående lån 2000, der begge blev åbnet i 1990. Disse to serier har haft de internationalt mest anvendte løbetider på henholdsvis 5 og 10 år.

Det var målet at gøre 9 pct. st. 2000 til toneangivende papir på Københavns Fondsbørs i løbet af 1991, jf. "Statens låntagning og gæld 1990", kapitel 1. Med en andel på ca. 17 pct. af den samlede omsætning af danske og udenlandske obligationer på Københavns Fondsbørs i 1991 må målsætningen siges at være opfyldt. Statens 9 pct. st. 2000 overtog dermed realkreditens 9 pct. 2006's rolle som toneangivende obligation på det danske obligationsmarked. Som det fremgår af tabel 1.2.2., har staten i 1991 solgt for 25,6 mia.kr. i 9 pct. st. 2000 til nominel værdi. Dette betyder, at udeståendet i serien ultimo 1991 udgjorde 47,4 mia.kr.

Figur 1.2.1.

**Rente af 10-årige statsobligationer i Danmark og Tyskland. Ugegen-
snemsnit.**



Derudover blev der solgt for 23,4 mia.kr. til nominal værdi i 9 pct. st. 1995. Udeståendet i denne serie var ultimo 1991 knap 30 mia.kr.

Som nævnt ovenfor opnår staten en likviditetspræmie ved at sælge i en toneangivende obligation. I praksis betød dette, at 9 pct. st. 2000 kunne sælges til meget fordelagtige kurser gennem hele året. Når det på trods af dette blev valgt ikke udelukkende at sælge i 9 pct. st. 2000, var det af hensyn til den samlede gælds varighed og ønsket om at opbygge likvide serier i andre dele af løbetidsspektret.

Statsgældsbeviser

Der blev i 1991 solgt statsgældsbeviser for 43,5 mia.kr. til nominal værdi. Salget var fordelt på seks forskellige serier, som vist i tabel 1.2.2. Den sædvanlige rulning af statsgældsbeviserne fortsatte dermed i 1991. Rulningen sker ved, at der ved begyndelsen af hvert kvartal åbnes for salg i et nyt statsgældsbevis med 2 år og 50 dages løbetid. Normalt sælges der i de enkelte serier i tre kvartaler. Dette betyder, at der kun sælges statsgældsbeviser med en restløbetid på mere end et år.

Mindsterenten, der i henhold til kursgevinstbeskatningsloven beregnes med udgangspunkt i den gennemsnitlige effektive rente for alle åbne fastforrentede kroneobligationsserier, blev nedsat fra 9 pct. til 8 pct. den 17. juni 1991. I forbindelse med denne nedsættelse blev det besluttet, at det næste statsgældsbevis skulle have en kupon på 8 pct. Salget i 8 pct. stgb. 1993 III var stort i juli, hvor serien blev åbnet. Dette er normalt ved åbningen af et nyt statsgældsbevis. Formålet med et stort salg kort efter åbningen er hurtigt at få opbygget likviditet i serien.

Tabel 1.2.2.

Emission af indenlandske statslån 1991. Mill.kr.

Papir	Emission			Udestående ultimo 1991
	Nominelt	Kursværdi	Kurstab	
9 pct. stående lån 2000	25.600	25.000	600	47.350
9 pct. stående lån 1995	23.400	22.830	570	29.900
Obligationer, fast rente i alt .	49.000	47.829	1.171	
8 pct. statsgældsbevis 1993 IV	1.450	1.413	37	1.450
8 pct. statsgældsbevis 1993 III	5.650	5.489	161	5.650
9 pct. statsgældsbevis 1993 II	13.000	12.845	155	13.000
9 pct. statsgældsbevis 1993 I .	14.050	13.816	234	14.050
9 pct. statsgældsbevis 1992 IV	5.450	5.340	110	10.100
9 pct. statsgældsbevis 1992 III	3.900	3.823	77	9.700
Statsgældsbeviser, i alt	43.500	42.726	774	
Skatkammerbevis 1992 III ..	17.050	15.887	1.163	17.050
Skatkammerbevis 1992 II ...	16.700	15.808	892	16.700
Skatkammerbevis 1992 I	15.500	14.961	539	15.500
Skatkammerbevis 1991 IV ..	19.400	18.606	794	0
Skatkammerbevis 1991 III ..	15.350	14.740	610	0
Skatkammerbevis 1991 II ...	3.877	3.778	99	0
Indfrielse	-59.977	-59.977		
Skatkammerbeviser i alt, netto	27.900	23.803	4.097	
Statspapirsalg i alt	120.400	114.358	6.042	

I modsætning hertil var salget resten af året ret beskedent i 8 pct. stgb. 1993 III og det i oktober åbnede 8 pct. stgb. 1993 IV. Årsagen til dette beskedne salg i de to 8 pct. statsgældsbeviser var til dels, at størstedelen af det planlagte salg for 1991 i statsgældsbeviser allerede tidligt på efteråret havde fundet sted. Derudover spillede også skattetekniske forhold ind. For den overvejende del af deltagerne på obligationsmarkedet, f.eks. pengeinstitutter, institutionelle investorer, selskaber mv., er både renter og kursgevinster skattepligtig indkomst. For disse investorer skal to papirer med forskellig kupon have samme effektive før-skat rente, såfremt investorerne skal være indifferente i valget mellem dem. Tilsvarende gælder for de fleste udenlandske investorer. Papiret med den lave kupon vil derfor ofte kun kunne sælges til en effektiv før-skat rente, der er lig med eller tæt på den effektive før-skat rente på papiret med den høje kupon. For private, der ikke skal betale skat af kursgevinster på obligationer, der overholder mindsterenten, er der et incitament til at anskaffe papirer med den lavest mulige kupon. I praksis betyder dette især noget for meget korte obligationer. Da dette burde give sig udslag i en vis forskel i før-skat renten, blev tempoet i salget af de nye beviser reduceret.

Forskellen mellem den pålydende rente og den effektive rente var i 1991 for 8 pct. statsgældsbeviserne ikke større end den forskel, der ofte har eksisteret for 9 pct. statsgældsbeviser. I perioden kort efter nedsættelsen af mindsterenten spillede det dog en væsentlig rolle, at der kun var få 8 pct. obligationer i omløb. De nye 8 pct. statsgældsbeviser blev således udsat for unormalt store kursbevægelser. Det skyldes, at der i perioder var betydelig efterspørgsel fra private investorer, der var villige til at betale så høje kurser, at den effektive efter-skat rente faldt til niveauet for 9 pct. statsgældsbeviserne. I andre perioder, hvor denne efterspørgsel ikke var så stærk, var det nærmere før-skat renterne for disse papirer, der blev ens.

På det tidspunkt, hvor der gennem en længere periode kun er solgt i 8 pct. statsgældsbeviser, må problemer af den ovennævnte art antages at forsvinde.

Skatkammerbeviser

De korteste papirer i gældsporteføljen er skatkammerbeviserne. Disse er nul kuponpapirer, hvor hele forrentningen sker ved, at papirerne sælges til kurser under pari og indfries til pari. Udeståendet i skatkammerbeviser var ultimo 1990 21,4 mia.kr. Det var målsætningen at øge udeståendet ganske betydeligt for dermed at opbygge et dybt og velfungerende marked for de helt korte statspapirer. Udviklingen henimod dette er godt

på vej. Der har været en kraftig stigning i den udestående mængde, og resultatet af auktioner og løbende salg var, at der ultimo 1991 var et udestående på 49,3 mia.kr. Der har desuden været en indsnævring i spredningen i buddene på skatkammerbevisauktionerne. Det er et tegn på, at markedets vurdering af skatkammerbevisrenterne samtidig er blevet mere sikker. I løbet af 1990 og 1991 har skatkammerbeviserne overtaget de variabelt forrentede obligationers plads som det toneangivende korte instrument i statsgældspolitikken.

I april 1991 blev fondsbørsloven ændret, således at pengemarkedsmæglerne fik mulighed for at formidle handel med skatkammerbeviser. Baggrunden for lovændringen var, at skatkammerbeviserne er velegnede til brug for udligning af likviditet pengeinstitutterne imellem. Pengeinstitutterne anvender især pengemarkedsmæglerne til sådanne forretninger.

Pr. 1. juli 1991 blev det besluttet at introducere et skatkammerbevis med en løbetid på 9 måneder. Baggrunden for introduktionen var, at markedet var blevet så stort og dybt, at det kunne bære en udvidelse. Indførelsen af et 9-månedersbevis betyder, at der altid er et skatkammerbevis med en restløbetid på mindst 6 måneder, hvilket er hensigtsmæssigt for rentedannelsen for andre korte finansielle instrumenter.

Der blev afholdt fire auktioner i 1991, hvoraf den sidste havde valør 2. januar 1992. Årets tre første auktioner var kendetegnet ved, at der ikke blev solgt tilstrækkeligt mange papirer til at refinansiere de samtidige indfrielse. Løbende salg fra Nationalbanken betød imidlertid, at det manglende beløb blev dækket ind allerede kort tid efter den enkelte auktion efterfulgt af en yderligere stigning i den cirkulerende mængde op til den efterfølgende auktion. Disse forhold kan henføres til, at der med hensyn til anvendelsen af auktioner er tale om en læreproces for markedsdeltagerne. Det er ønsket, at hovedparten af skatkammerbevis-salget finder sted på auktionerne. Ved den sidste auktion i 1991 oversteg salget det beløb, der forfaldt til indfrielse.

1.3. Statens netto- og bruttokassesaldo

I tabel 1.3.1. er vist sammenhængen mellem statens drifts-, anlægs- og udlånsbudget og netto- og bruttokassesaldi i henhold til forslag til til-lægsbevillingslov for finansåret 1991.

Det er en målsætning for statsgældspolitikken, at de likviditetsmæssige virkninger af statens budgetunderskud skal neutraliseres på årsbasis ved udstedelse af indenlandske kroneobligationer. Der er således gennem en årrække solgt indenlandske statspapirer svarende til bruttokasse-saldoen fratrullet afdrag på den udenlandske statsgæld.

Tabel 1.3.1.**Statens netto- og bruttokassesaldo. Mia.kr.¹⁾**

	1987	1988	1989	1990	1991
Drifts-, anlægs- og udlånsbudget .	3,6	-13,5	-18,7	-23,2	-38,8
Nettoobligationskøb ²⁾	-5,6	-6,6	-6,2	-6,9	-7,9
Genudlån	-0,1	-1,2	-1,3	-2,2	-0,8
Fordelte emissionskurstab	8,5	9,2	7,9	6,2	8,4
Andre kapitalposter	-5,5	-3,8	-0,7	8,2	-20,6
Nettokassesaldo	0,9	-15,9	-19,0	-17,9	-59,7
<i>Afdrag på statsgæld</i>					
Indenlandske obligationer ³⁾	52,3	61,3	62,8	45,2	26,2
Statsgældsbeviser	15,5	25,5	26,8	33,9	38,3
Bruttokassesaldo ekskl. udl. afdrag	-66,9	-102,7	-108,5	-97,0	-124,2
Afdrag på udenlandsk gæld	28,1	36,3	17,8	15,0	29,4
Bruttokassesaldo	-95,0	-139,0	-126,4	-112,0	-153,6

¹⁾ Statsregnskabstal, for 1991 dog forslag til tillægsbevillingslov.²⁾ Især køb til Den Sociale Pensionsfond.³⁾ Inkl. bunden opsparing.

Ved opgørelserne af netto- og bruttokassesaldoen på Nationalbankens månedsbalance blev der indtil omdannelsen af Postgiro til GiroBank A/S korigeret for bevægelser i giromidler. Bevægelser i giromidler havde karakter af kortsigtede beholdningsforskydninger, og det havde derfor ikke mening at søge at neutralisere disse bevægelser i likviditeten.

Ved Postgiros omdannelse til GiroBank A/S skete der en række transaktioner, hvoraf nogle var bogholderitekniske, mens andre havde likviditetsmæssig betydning. På forslag til tillægsbevillingslov er et beløb svarende til Postgiros indskud i Nationalbanken ved udgangen af finansåret 1990 optaget som en udgift på kapitalbudgettet for 1991, idet alle Postgiros aktiver og passiver blev overført til GiroBank A/S med regnskabsmæssig virkning pr. 1. januar 1991. Herved blev statens netto- og bruttokasseunderskud forøget med ca. 21 mia.kr.

Selve omdannelsen af Postgiro skete dog først pr. 1. juni 1991, og på det tidspunkt blev det vurderet, at den likviditetsmæssige effekt af om-

dannelsen udgjorde ca. 7 mia.kr. Dette var baseret på Nationalbankens opgørelse af Postgiros indestående. Omdannelsen indebar, at GiroBanks indestående i Nationalbanken fremover skulle medregnes i pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken og ikke længere i statens indestående. Til neutralisering af dette skift i status for GiroBanks indestående blev der udstedt "ekstra" skatkammerbeviser for 7 mia.kr. i 1991. Udgiften for staten ved udstedelsen af disse skatkammerbeviser opvejes af, at Finansministeriet ikke længere betaler forrentningen af GiroBanks indestående i Nationalbanken, idet GiroBank efter omdannelsen har samme vilkår som andre pengeinstitutter.

Størrelsen af statspapirsalget på årsbasis for årene 1988-91 sammenholdt med bruttokasseunderskuddet ekskl. udenlandske afdrag fremgår af tabel 1.3.2. Tabellen viser, at der er forskel på graden af likviditetsopsugning i de enkelte år. Dette forhold skyldes til en vis grad, at opgørelsen af det endelige bruttokasseunderskud først foreligger, når salget af statspapirer er afsluttet det pågældende år.

Tabel 1.3.2.
Statens likviditetsopsugning. Mia.kr.

	1988	1989	1990	1991
Salg af statspapirer, kursværdi	94,7	108,7	101,8	114,4
Bruttokassesaldo ekskl. udl. afdrag	102,7	108,5	97,0	124,2
Statens likviditetsopsugning	-8,0	0,2	4,8	-9,9

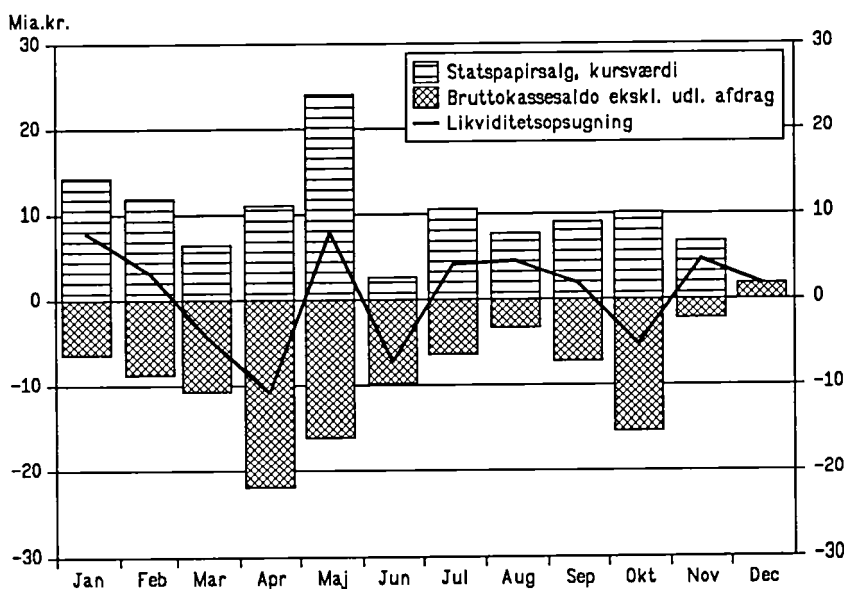
1.4. Statspapirsalgets fordeling over året

Figur 1.4.1. viser salget af statspapirer og bruttokassesaldoen fratrullet udenlandske afdrag for 1991 fordelt på måneder. Differencen mellem disse to er statens likviditetsopsugning. Opgørelsen i dette afsnit er ekskl. effekten på netto- og bruttokassesaldene af omdannelsen af Postgiro.

Figuren viser, at bruttokasseunderskuddet ekskl. udenlandske afdrag for størstedelens vedkommende var placeret i 1. halvår 1991. I månederne marts og april blev der ikke solgt tilstrækkeligt mange statspapirer til at neutralisere likviditetsvirkningen af de statslige nettoudbetalinger. Dette skyldes bl.a., at bruttokasseunderskuddet ekskl. udenlandske afdrag i disse måneder var større end forventet. Det samme var tilfældet

for månederne juni og oktober, hvor afvigelsen i forhold til det forventede dog var noget mindre. I de øvrige otte måneder var der en likviditetsopsugende effekt af statspapirsalget. Der skete, specielt i 1. halvår 1991 hvor finansieringsbehovet var størst, en vis udjævning af salget af statspapirer mellem måneder med stort finansieringsbehov og måneder med lille finansieringsbehov.

Figur 1.4.1.
Statspapirsalgets fordeling over året



1.5. Statspapirsalgets fordeling på købersektorer

Nettosalget af statspapirer til kursværdi fordelt på købersektorer er vist i tabel 1.5.1. Der har siden 1988 været en relativt kraftigt stigende nettotilgang af statsobligationer. Både 1990 og 1991 har været kendetegnet ved et stort salg til valutaudlændinge. Dette må ses på baggrund af, at der siden 1989 er sket en kraftig forbedring af betalingsbalancen. Samtidig er inflationstakten i Danmark kommet under den tyske, og forventningerne om kursjustering inden for EMS-systemet er stærkt reduceret. Det store salg til udlandet er sket på trods af, at der er sket en stadig indsnævring af rentespændet til Tyskland.

Endvidere er det bemærkelsesværdigt, at pengeinstitutternes andel af et års nettosalg svinger meget kraftigt over årene. Således har pengeinstitutterne i 1990 og 1991 netto solgt statspapirer.

Tabel 1.5.1.

Nettostatspapirsalgets fordeling på købersektorer, kursværdi. Mill.kr.

	Udlandet	Penge- institutter	Institutionelle investorer mv. ¹⁾	Øvrige	I alt
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	25.083	-16.147	3.780	10.546	23.262
1991 ²⁾	42.478	-8.853	7.294	9.397	50.316
- 1.kvartal	7.693	701	922	9.937	19.253
- 2.kvartal	11.427	-8.182	5.942	-125	9.062
- 3.kvartal ²⁾ . . .	17.958	2.223	902	-4.935	16.148
- 4.kvartal ²⁾ . . .	5.400	-3.595	-472	4.520	5.853

Kilde: Danmarks Statistik.

¹⁾ Omfatter Den Sociale Pensionsfond, Postgiro, ATP, Lønmodtagernes Dyrtdsfond, obligationsudstedende institutter, forsikringsselskaber og pensionskasser.

²⁾ Skøn.

1.6. Ny lånebemyndigelseslov

I november 1991 trådte en ny lånebemyndigelseslov i kraft (lov nr. 760 af 27. november 1991). Denne giver bemyndigelse til optagelse af indenlandske statslån for indtil 50 mia.kr. oven i den eksisterende bemyndigelse. Loven giver en nettobemyndigelse forstået således, at afdrag på gælden forøger den samlede bemyndigelse. Den samlede bemyndigelse til optagelse af indenlandske statslån var ultimo 1991 på 534,0 mia.kr. Med en samlet indenlandsk statsgæld på 462,0 mia.kr. ekskl. bunden opsparring udgjorde restbemyndigelsen til optagelse af indenlandske statslån ultimo 1991 72,0 mia.kr.

1.7. Postordresalg af statsobligationer

Som resultat af arbejdet i udvalget til fremme af den private opsparing (Betænkning nr. 1178) er der fra 1991 givet mulighed for privatpersoner for at købe statsobligationer pr. postordre. Endvidere er muligheden for gratis indskrivning af statsobligationer blevet genindført pr. 1. november 1990, jf. "Statens låntagning og gæld 1990". Begge ordninger administreres af Kongeriget Danmarks Hypotekbank og Finansforvaltning.

Postordresalget blev etableret i slutningen af juli 1991. På landets posthuse er der opstillet brochurer, der forklarer, hvordan et postordre-køb foregår. Ideen med postordresalget er at give private mulighed for at foretage især mindre obligationskøb til lavest mulige omkostninger. Gebyret, der betales, er p.t. 25 kr. + 0,2 pct. af de købte obligationers pålydende værdi. Derimod er det ikke muligt at få den information om aktuelle markedsforhold og vejledning i øvrigt, som et pengeinstitut kan levere.

Køb af statsobligationer pr. postordre foregår ved udfyldelse af en blanket og indbetaling på girokort, som er indlagt i den ovenfor nævnte brochure. På blanketten skal den ønskede løbetid angives, og der skal vælges mellem fast og variabelt forrentede papirer. Statspapirer, der er udstedt efter den 1. januar 1988, og som er indskrevet i Hypotekbanken, kan på ethvert tidspunkt tilbagesælges til denne til gældende markeds-kurser.

Fra etableringen af postordresalget i slutningen af juli 1991 til 31. december 1991 har det samlede salg udgjort 103,9 mill.kr. opgjort til kursværdi. Af dette beløb er 45 pct. handler, hvor det samlede køb har været mindre end 15.000 kr., mens 7 pct. af det samlede salg er sket ved handler, hvor det samlede beløb har været større end 100.000 kr. Antallet af handler har været 3.461, hvilket betyder, at der i gennemsnit er købt for 30.000 kr. opgjort til kursværdi. Størstedelen af salget (88 pct.) er foregået i papirer med restløbetid på under 4 år.

Postordresalget af statsobligationer har i 1991 fungeret i 5 måneder. Det gennemsnitlige salg pr. måned har været ca. 20 mill.kr. Sammenlignet med statspapirsalget i øvrigt er det således en meget beskedne del af salget, der foregår via postordre.

1.8. Sammensætningen af den indenlandske gæld

Statens udestående obligationsgæld, inkl. bunden opsparing, voksede i 1991 med 55,9 mia.kr. Ved udgangen af 1991 udgjorde den indenlandske obligationsgæld 462,4 mia.kr. til nominel værdi. Gældens sammensætning er et resultat af de enkelte års fordeling af statspapirsalget på

forskellige papirtyper. Langt hovedparten af gælden (ca. 82 pct.) er fast forrentet. Da der ikke blev solgt variabelt forrentede statsobligationer i 1991, fortsatte disse papirers andel af den samlede gæld med at falde. I tabel 1.8.1. er den indenlandske statsgæld opdelt efter restløbetid.

Tabel 1.8.1.

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		
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
1991 ..	37	22	21	1	18	100

Af tabellen fremgår det, at mere end en tredjedel af gælden har en restløbetid på mindre end 2 år. I denne gruppe er både statsgældsbeviser og skatkammerbeviser placeret. Andelen af gælden med en restløbetid på under 2 år er vokset i 1991. Årsagen er det relativt store salg af skatkammerbeviser. Andelen af gælden med en restløbetid på mellem 2 og 5 år er også vokset i 1991. Dette skyldes et relativt stort salg i 9 pct. st. 1995 samt, at 9 pct. st. 1996, der har et stort udestående, er rykket til denne kategori. Den andel af gælden, som har en restløbetid på mere end 10 år, har siden 1987 været meget lille og udgør knap 1 pct. ultimo 1991.

Med en antagelse om at varigheden for de variabelt forrentede statsobligationer er 0,25 år, kan varigheden for den samlede indenlandske statsgæld ultimo 1991 opgøres til 2,3 år, mod 2,4 år ultimo 1990. Ved årets begyndelse var der planlagt en stort set uændret varighed ultimo 1991. Det lille fald fra 1990 til 1991 kan tilskrives skatkammerbevissalget, der som nævnt ovenfor blev ca. 7 mia.kr. større end forventet ved

årets begyndelse. Varigheden af den fast forrentede gæld har siden 1983 været omkring 3 år, jf. tabel 1.8.2. Fra 1990 til 1991 er der sket et lille fald, således at varigheden ultimo 1991 er 2,8 år for den fast forrentede gæld. Statsgældens gennemsnitlige restløbetid er blevet reduceret relativt kraftigt i 1991, således at den ultimo 1991 er 3,6 år.

Tabel 1.8.2.

Statsgældens gennemsnitlige restløbetid og varighed. 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 ¹⁾	4,4	3,1	2,4
1991	3,6	2,8	2,3

¹⁾ Beregningsmetoden er ændret fra og med 1990.

1.9. Udsigter for 1992

Statsgælden er i de senere år blevet styret ved hjælp af en planlagt salgsfordeling for papirerne i viften og ved varigheden på gælden. Fremover vil styringen af salget af indenlandske kroneobligationer i højere grad ske ved anvendelse af varighedsmålet. Der vil dog stadig blive taget hensyn til, at der skal være en hensigtsmæssig spredning af gælden, og at der bliver opbygget tilstrækkelig likviditet i de enkelte serier. For 1992 sigtes der indtil videre mod en forlængelse af varigheden til 2,8 år.

Salget af indenlandske kroneobligationer forventes at blive ca. 106 mia.kr. ifølge finansloven for 1992. Den 9. marts 1992 blev der gennemført en såkaldt omvendt auktion, jf. kapitel 5, hvor der blev opkøbt variabelt forrentede obligationer for 15,3 mia.kr. til nominel værdi. De opkøbte obligationer blev annulleret. Baggrunden for auktionen var en

principiel beslutning om at foretage opkøb som led i gældsplejen, såfremt dette er fordelagtigt for staten og kan give bedre kursdannelse på statspapirer generelt.

Den 2. januar 1992 blev der åbnet et nyt stående lån, 8 pct. st. 2003. Lånet har termin den 15. maj og havde dermed en restløbetid på 11,4 år ved åbningen. Det er meningen, at 8 pct. st. 2003 med tiden skal afløse 9 pct. st. 2000 som toneangivende obligation på Københavns Fondsbørs. 8 pct. st. 2003 er blevet godt modtaget i markedet. Der er således solgt for i alt 8,9 mia.kr. i 1. kvartal. Den toneangivende 9 pct. st. 2000 holdes stadig åben for salg. Det forventes dog, at salget i papiret vil være relativt beskedent. For at få en spredning på de stående lån genåbnedes 9 pct. st. 1998 ved årsskiftet, og der er fortsat åbent for salg i 9 pct. st. 1995. Det samlede salg i disse to papirer i årets første tre måneder har været 7,6 mia.kr.

For statsgældsbeviser er den hidtidige praksis med åbning af en ny serie hvert kvartal fortsat i 1992. Der vil endvidere fortsat blive solgt skatkammerbeviser med løbetider på 3, 6 og 9 måneder. Låneviften pr. 2. januar 1992 fremgår af tabel 1.9.1.

Tabel 1.9.1.
Lånevifte pr. 2. januar 1992

	Termin
<i>Obligationer, fast rente</i>	
8 pct. stående lån 2003	15. maj
9 pct. stående lån 2000	15. november
9 pct. stående lån 1998	15. november
9 pct. stående lån 1995	15. november
<i>Statsgældsbeviser</i>	
8 pct. statsgældsbevis 1994 I	20. februar
8 pct. statsgældsbevis 1993 IV	20. november
8 pct. statsgældsbevis 1993 III	20. august
<i>Skatkammerbeviser</i>	
Skatkammerbevis 1992 IV	1. oktober
Skatkammerbevis 1992 III	1. juli
Skatkammerbevis 1992 II	1. april

Kapitel 2.

Udenlandsk låntagning

2.1. Baggrund for tilbagebetaling af udenlandsk gæld

Der blev ikke optaget nye langfristede statslån i udlandet i 1991. Det eneste lån hjemtaget i 1991 var et beskedent lån aftalt i 1990 med Den Europæiske Investeringsbank. Dog blev der i slutningen af året, jf. tabel 2.1.1., trukket på de kortfristede låneprogrammer (commercial papers) med henblik på styrkelse af valutareserven.

Den danske stats udenlandske gæld, der ultimo 1990 beløb sig til 119 mia.kr., blev derved gennem store afdrag nedbragt med 27 mia.kr. til godt 92 mia.kr. ultimo 1991. Baggrunden for denne udvikling var overskuddet på Danmarks løbende betalingsbalance med udlandet på 14,2 mia.kr. i 1991 og en nedbringelse af valutareserven fra et meget højt niveau ved udgangen af 1990, jf. tabel 2.1.2.

Tabel 2.1.1.
Statens udenlandske låntagning. Mia.kr.¹⁾

	1991							
	1988	1989	1990	Kvartaler				Året
				1.	2.	3.	4.	
Bruttolåntagning ²⁾ .	11,7	13,6	21,3	-0,3	-0,4	-0,0	3,0	2,4
- Emissionskurstab .	0,3	0,5	1,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Bruttolåntagning ³⁾ .	11,4	13,1	20,1	-0,3	-0,4	-0,0	2,9	2,2
- Ordinære afdrag .	10,2	12,3	13,1	10,4	3,0	7,3	7,9	28,6
- Førtidsindfrielser .	11,2	5,6	1,9	0,0	0,0	0,0	0,8	0,8
Nettolåntagning . . .	-10,0	-4,7	5,1	-10,7	-3,4	-7,3	-5,8	-27,2

¹⁾ Statsregnskabstal, for 1991 dog forslag til tillægsbevillingslov.

²⁾ Nominel værdi inkl. nettoudstedelse af commercial papers.

³⁾ Kursværdi.

Udlandets beholdning af danske statspapirer denomineret i kroner er steget ganske betydeligt i de sidste par år, jf. tabel 2.1.3., mens statens gæld i udenlandsk valuta er faldet. Hovedparten af statens forpligtelser over for udenlandske investorer er således nu denomineret i danske kroner. Denne udvikling er sket i takt med, at rentespændet mellem DKK og DEM er blevet indsnævret og må ses i lyset af den stærkere danske økonomi og det tætte valutasamarbejde i EMS. Den private sektors nettogæld i udlandet er samtidig gået stærkt ned, jf. tabel 2.1.3.

Tabel 2.1.2.

Betalingsbalance og udenlandsk nettolåntagning. Mia.kr.

	(1) Overskud på betalingsba- lancens lø- bende poster	(2) Udenlandsk nettolåntagning Staten ¹⁾	(3) Øvrige off. sektor	(4) Privat sektor	(1)+(2)+(3) +(4) Forøgelse af valuta- reserven ²⁾
1988	-8,9	-10,7	4,8	23,5	8,7
1989	-8,1	-4,9	1,1	-15,7	-27,7
1990	8,1	5,6	2,8	5,1	21,6
1991,1 ..	1,6	-10,4	1,0	2,6	-5,3
1991,2 ..	2,2	-4,0	-0,7	-0,2	-2,7
1991,3 ..	7,4	-7,0	1,1	-5,6	-4,2
1991,4 ..	3,1	-6,4	-1,5	-3,8	-8,7
1991	14,2	-27,8	-0,1	-7,1	-20,8

¹⁾ Statens nettolåntagning ifølge valutastatistikken. Afviger fra tabel 2.1.1. som følge af opkøb af egne obligationer, lån til ulande og forskelle i opgørelsesmetoder.

²⁾ Ekskl. kursregulering.

Tabel 2.1.3.**Danmarks udlandsgæld, netto, ultimo. Mia.kr.**

	1988	1989	1990	1991
Staten, udlandslån ¹⁾	124	116	119	92
Offentlige sektor i øvrigt	71	69	70	70
Udlændinges beholdning af danske kroneobligationer	85	71	95	141
- Heraf danske statspapirer	(54)	(47)	(72)	(118)
Pengeinstitutter	4	12	2	-9
Private sektor i øvrigt	85	67	59	15
Valutareserve	-76	-45	-63	-45
I alt	293	290	282	264

¹⁾ Ekskl. statens beholdning af opkøbte obligationer.

2.2. Den danske stats kreditværdighed

Den danske stats kreditværdighed vurderes med jævne mellemrum af de to amerikanske kreditvurderingsinstitutter, Standard & Poor's og Moody's Investors Service. Moody's har siden juli 1987 vurderet statens kreditværdighed for så vidt angår obligationer denomineret i andre valutaer end DKK til Aa1, hvilket er den næstbedste karakter. Standard & Poor's havde siden juni 1990 haft Danmark på instituttets "oprykningsliste", og i oktober 1991 blev staten oprykket til S&P's næstbedste karakter AA+. Oprykningen skete med henvisning til den stærke forbedring af dansk økonomi og overskuddet på betalingsbalancen.

2.3. Låne- og swapaktiviteter

Der blev som nævnt kun hjemtaget et enkelt lån i 1991. Det var et lån i Den Europæiske Investeringsbank aftalt i 1990 og lydende på modværdien af 35 mill.kr. i DEM (se løbenr. 469 i bilagstabel 3). Lånet har en løbetid på 10 år og en effektiv rente på 8,60 pct. p.a.

Der blev opkøbt obligationer i to af statens udestående lån, et i USD og et i GBP, i begge tilfælde for at opnå en fortjeneste ved erhvervelse af papirerne til en høj effektiv rente. Desuden opkøbtes nogle warrants i USD som en forholdsregel mod investorenes indfrielse af dem, hvorved staten ville være nødsaget til at udstede obligationer med en rente

betydeligt over markedsrenten. Summen af disse transaktioner beløb sig til godt 650 mill.kr.

De førtidige indfrielse var i 1991 mindre end i tidligere år, hvilket skyldes, at der nu kun er ganske få lån tilbage i den samlede låneportefølje, der kan førtidsindfries ifølge lånekontrakten. Der blev kun førtidsindfriet to lån til i alt godt 0,8 mia.kr., i begge tilfælde fordi den mulige refinansiering, der kunne opnås, var billigere og lånene derfor måtte betragtes som relativt dyre. De førtidsindfrieede lån blev dog ikke refinansieret. Det blev herudover besluttet at førtidsindfri et variabelt forrentet lån på 200 mill.USD i februar 1992, jf. afsnit 2.5.

Som led i tilpasningen af statens udlandsgæld under hensyn til udviklingen på de internationale valuta- og kapitalmarkeder blev der indgået en række swapaftaler. Som det fremgår af tabel 2.3.1., har swapaktiviteten koncentreret sig om rente- og valutaswaps i fire valutaer: USD, DEM, CHF og JPY. I det følgende er de enkelte transaktioner beskrevet.

Tabel 2.3.1.
Valutafordeling af udenlandsk statsgæld 1991. Mia.kr.¹⁾

	Gæld ultimo 1990	Nettolåntagning 1991	Swaps og terminskontrakter		Valutakursregulering	Gæld ultimo 1991
			Fra	Til		
DEM . . .	36,7	-10,5	-1,1	3,1	0,3	28,5
XEU . . .	18,1	-0,1			0,0	18,0
USD	15,6	3,5	-3,7	1,3	0,4	17,1
CHF	21,0	-4,6	-0,2	0,2	-0,6	15,8
FRF	7,6	-2,1			0,0	5,5
JPY	3,6	-2,3	-0,5	0,9	0,2	1,9
GBP	1,7	0,0			0,0	1,7
NLG . . .	3,1	-1,5			0,0	1,6
DKK . . .	8,9	-8,3				0,6
Andet . . .	2,8	-1,4			0,0	1,4
I alt	119,1	-27,2	-5,5	5,5	0,3	92,3

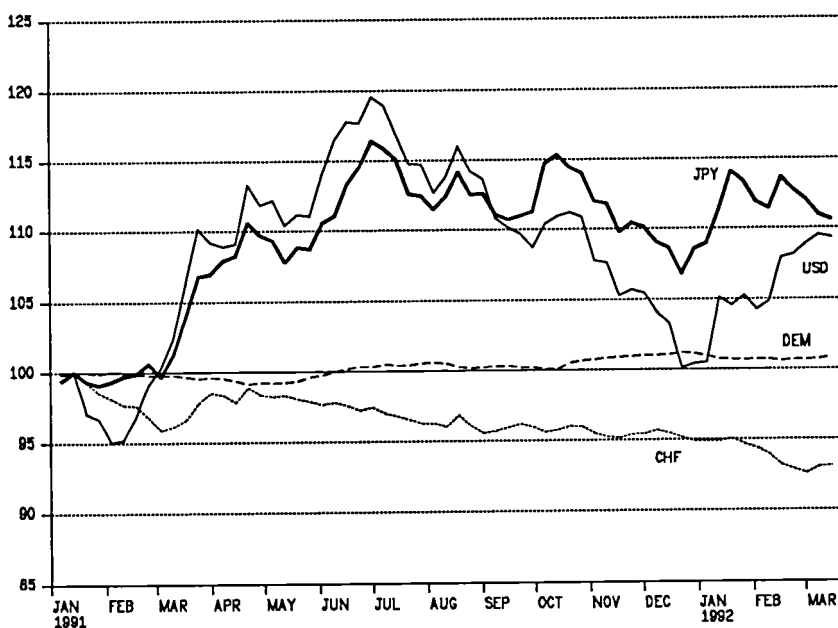
¹⁾ Inkl. låntagning på commercial papers.

USD

USD-kursen var meget volatil gennem 1991, jf. figur 2.3.1. I begyndelsen af februar kom USD ned på et historisk lavt niveau i forhold til DEM. Efter afslutningen af Golfkrigen og frem til midten af året steg USD kraftigt i forhold til DEM og andre EMS-valutaer. Ved udgangen af 1991 var kursforholdet mellem USD og DEM omtrent som ved årets begyndelse, idet USD i løbet af 2. halvår igen blev svækket.

Figur 2.3.1.

USD, DEM, CHF og JPY valutakurser 1991. Indeks 1. januar 1991 = 100

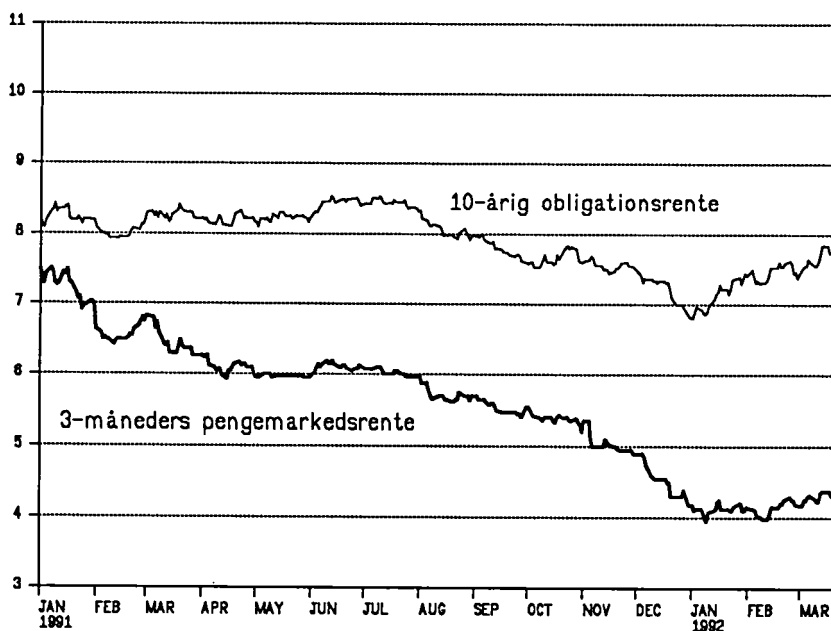


For at holde USD-andelen af gælden nede blev der swappet ud af USD, idet denne andel steg på grund af udløbet af nogle swaps ud af USD. Der blev især omlagt til DEM. I april og igen i august blev der således gennemført i alt fire swaps ud af USD for et samlet beløb på 352 mill.USD. For de tre af transaktionernes vedkommende blev der swappet ind i fast forrentede DEM med en varighed på 4 år for at matche udløbet af et stort lån i USD. Den fjerde swap var ind i fast forrentede JPY med en løbetid på 6 1/3 år.

Pengemarkedsrenten i USA blev omtrent halveret til godt 4 pct., jf. figur 2.3.2., mens renten på 10-årige amerikanske statsobligationer kun faldt lidt fra 8 pct. til knap 7 pct. På baggrund af det lave renteniveau i USD i den korte ende af rentekurven blev det anset for attraktivt at nedbringe varigheden af USD-porteføljen ved at swappe fra fast til variabel forrentning. Dette harmonerede i øvrigt godt med, at det ventede opsving i amerikansk økonomi i 2. halvår 1991 trak ud, hvorfor der opstod forventninger om fortsat pengepolitisk lempelse i USA.

I oktober blev der indgået en swap med 4 års løbetid på 200 mill.USD, hvor der modtages 7,18 pct. p.a. helårlig mod betaling af 6-måneders USD-Libor halvårlig. I begyndelsen af 1992 videreførtes denne politik med flere swaps til variabelt forrentede USD. (Der henvises til bilagstabel 3, løbenr. 478, 479, 481, 482 og 483.)

Figur 2.3.2.
USD kort og lang rente 1991



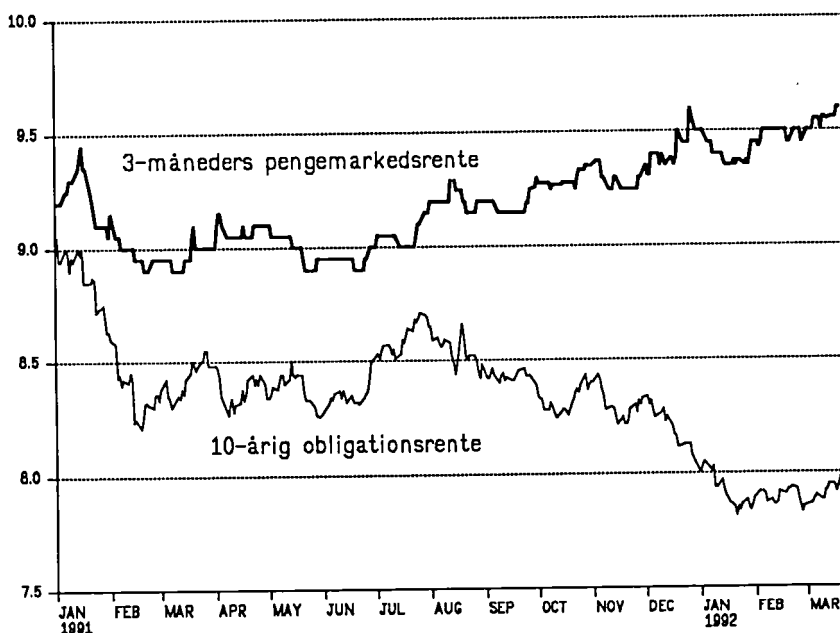
DEM

Kursrelationerne mellem EMS-valutaerne har været præget af stor tillid til de gældende pariteter. På den baggrund kunne en række centralbanker i 1991 fortsætte indsnævringen af rentespændet i forhold til det

tyske pengemarked. Den svage vækst og aftagende inflation i en række af landene gjorde det ønskeligt at tilnærme renten mest muligt til den tyske.

I løbet af 1991 blev pengemarkedsrenten i Tyskland hævet lidt til et niveau på 9 1/2 pct., jf. figur 2.3.3. Bevægelserne i de korte rentesatser havde imidlertid nærmest en positiv indflydelse på renterne på kapitalmarkederne. Renten på 10-årige tyske statsobligationer faldt med 1 pct. til 8 pct. trods stigningen i de korte renter. Dette kan tages som udtryk for, at den høje korte rente i Tyskland opfattes som et midlertidigt fænomen, og at der er udbredte forventninger om en mere normal udvikling i Tyskland, når genforeningsprocessen kommer længere frem.

Figur 2.3.3.
DEM kort og lang rente 1991



Varigheden af DEM-gælden var med 1,3 år ultimo 1990 relativt kort. I lyset af faldet i den lange DEM-rente gennemførtes en række swaps fra variabel til fast forrentning, således at et yderligere fald i varigheden på DEM-gælden blev modvirket.

På denne baggrund blev der i marts og oktober indgået i alt fire swaps på i alt 300 mill.DEM fra variabel til fast forrentning med en

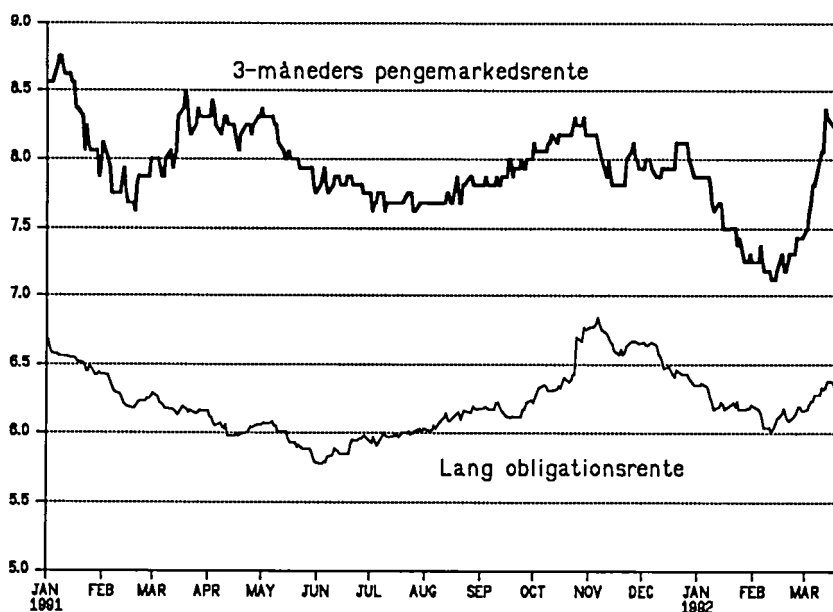
løbetid for de tre af transaktionerne på 4 år, og for den fjerde på 5 år og 3 måneder. På de to swaps i april til i alt 100 mill.DEM betales henholdsvis 8,91 og 8,93 pct. helårlig mod modtagelse af 6-måneders DEM-Libor. På de to swaps i oktober betales henholdsvis 8,89 og - for swappen med 5 år og 3 måneders løbetid - 8,79 pct. helårlig mod modtagelse af 6-måneders DEM-Libor. (Der henvises til bilagstabel 3, løbenr. 476, 477, 484, 485.)

CHF

CHF blev i løbet af 1991 svækket med ca. 5 pct. over for DEM. CHF-renterne er desuden de laveste i Europa.

I marts blev der indgået en swap med 4 års løbetid på 50 mill.CHF. Der modtages 6-måneders CHF-Libor mod betaling af 7,17 pct. helårlig. De 50 mill.CHF udgør kun en lille del af CHF-porteføljen. Swappen blev indgået på et tidspunkt, hvor der var udsigt til rentestigning i CHF. På trods af denne transaktion faldt varigheden af CHF-gælden. (Der henvises til bilagstabel 3, løbenr. 475.)

Figur 2.3.4.
CHF kort og lang rente 1991

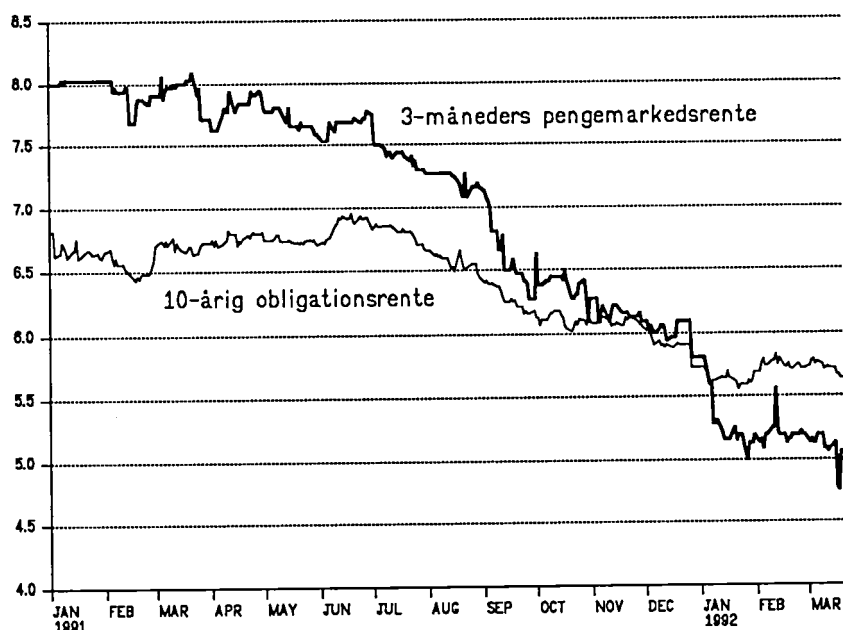


JPY

Valutakursen for JPY fulgte i store træk USD i 1991. Både de korte og de lange renter faldt mærkbart i 2. halvår 1991.

I november blev varigheden på JPY-gælden nedbragt gennem en swap med 7 års løbetid på 10 mia.JPY, hvor der modtages 6,265 pct. p.a. helårlig mod betaling af 6-måneders JPY-Libor halvårlig. Swappen skete med baggrund i forventning om fortsat rentefald i JPY. (Der henvises til bilagstabel 3, løbenr. 486.)

Figur 2.3.5.
JPY kort og lang rente 1991



2.4. Gældens struktur

Andelen af USD i statens udlandsgæld er blevet forøget noget set i forhold til 1990, jf. tabel 2.4.1. Denne udvikling dækker over en stigende USD-andel af langfristet gæld fra 11 pct. til 14 pct. samt øget låntagning via de korte CP-programmer i slutningen af 1991. Udløbet af USD/DKK-valutaterminsforretningerne mellem Finansministeriet og Nationalbanken, der var indgået i slutningen af 1990 for at afdække rente- og afdragsbetalinger på USD-gælden i 1991, nedbragte DKK's andel af ud-

landsgælden. CHF-forpligtelser udgjorde fortsat i 1991 en relativt stor del af gælden. Dette afspejler, at CHF stadig er en attraktiv lånevaluta. Andelen af XEU i gælden steg fra 15 pct. til 20 pct. Det skyldes, at den samlede gæld faldt, mens gælden i XEU var konstant.

Tabel 2.4.1.

Den udenlandske statsgælds valutasammensætning, ultimo. Pct.

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
USD	45	46	35	27	24	13	19
DEM	17	18	21	24	26	31	31
CHF	11	10	13	16	15	18	17
JPY	13	8	11	10	9	3	2
XEU	3	5	8	12	15	15	20
NLG	4	5	3	3	3	3	2
GBP	5	3	3	2	1	1	2
FRF	1	2	2	2	3	6	6
DKK	0	1	2	2	2	7	1
Andet	1	2	2	2	2	2	1

Tabel 2.4.2. viser den udenlandske statsgælds varighed ultimo 1991. Varigheden af den udenlandske statsgæld var 1,6 år ultimo 1991, hvor den ultimo 1990 var 2,2 år. Dette hang sammen med, dels at en del af gælden blev omlagt til variabel rente, dels at en del lån blev tilbagebetalt, uden at nye blev optaget.

Efter overflytningen i juli 1991 af opgaver vedrørende statsgældens administration fra Finansministeriet til Nationalbanken er valutastyringen af statens udlandsgæld i stigende grad samordnet med styringen af valuta-reserven. Der henvises i øvrigt til kapitel 6 om nettostyring af statsgæld og valutareserve.

Valutastyringen af nettoporteføljen bestående af valuta-reserven og den udenlandske statsgæld sker nu med udgangspunkt i en neutralfordeling, der fastlægges fra kvartal til kvartal. Den neutrale valuta-fordeling afspejler en afvejning af de mere langsigtede forventninger til afkast og risiko. Ved opstilling af en neutralfordeling for nettoporteføljen lægges der især vægt på lav risiko. Der henvises til kapitel 7 for en gennemgang af denne problematik.

Tabel 2.4.2.

Den udenlandske statsgælds varighed ultimo 1991

	Andel af gælden	Heraf varia- belt forrentet	Fast forrentet gælds varighed	Samlet gælds varighed
	----- Pct. -----		----- År -----	
USD	19	64	2,2	1,0
DEM . . .	31	30	1,5	1,1
CHF	17	28	2,1	1,5
JPY	2	25	11,0	8,1
XEU . . .	19	44	2,1	1,3
NLG . . .	2	0	5,0	5,0
GBP	2	0	5,7	5,7
FRF	6	54	9,4	4,5
Andet . . .	2	0	-	-
I alt	100	39	2,4	1,6

2.5. Udsigter for 1992

Der er udsigt til et fortsat overskud på betalingsbalancens løbende poster, og hvis den private nettokapitalimport bliver nul eller positiv, vil det ikke være nødvendigt med låntagning til refinansiering af planmæssigt udløbne lån. I så fald vil statens udlandsgæld kunne reduceres til et niveau på omkring 77 mia.kr. ultimo året. På den anden side bør valutareserven ikke nedbringes yderligere, og derfor vil en eventuel privat nettokapitaleksport kunne medføre behov for statslig låntagning til styrkelse af valutareserven.

I december 1991 blev det besluttet at førtidsindfri et variabelt forrentet lån 1984/99 på 200 mill.USD pr. 28. februar 1992, idet lånet viste sig relativt dyrt på grund af den anvendte rentetilskrivningsmetode. Dette lån refinansieres ved, at der samme dato er hjemtaget et fast forrentet lån med udløb i 1997 til 6,537 pct. p.a., hvor provenuet plus en engangsbetaling til staten, i alt 200 mill.USD, swappes til et variabelt forrentet lån på Libor minus 27 basispoint.

Arbejdet med at samordne styringen af statens udlandsgæld og valutareserven vil blive fortsat i 1992. Dette vil ske med udgangspunkt i en neutralfordeling for nettogælden.

Kapitel 3.

Statsgæld og renteudgifter

3.1. Statsgælden

Statsgælden steg i 1991 med 61 mia.kr. til 423 mia.kr., hvilket svarer til 51 pct. af bruttonationalproduktet (BNP). Stigningen i statsgælden skyldes dels et underskud på statens drifts-, anlægs- og udlånsbudget (DAU) på 39 mia.kr., dels en række omlægninger og bevægelser af teknisk karakter.

Statsgælden er i en årrække blevet opgjort som summen af indenlandsk og udenlandsk obligationsgæld, regnet nominelt, med fradrag af statens indestående i Nationalbanken. Begrundelsen for at modregne statens indestående i Nationalbanken i opgørelsen af statsgælden har været, at bevægelser i statens udenlandske obligationsgæld typisk er blevet modsvaret af tilsvarende bevægelser i indestændet i Nationalbanken. Dette må ses på baggrund af, at staten ud over dækning af budgetunderskuddet ved indenlandsk udstedelse af kroneobligationer løbende har optaget lån i udlandet med henblik på at sikre en passende valutareserve. Provenuet i kroner af de udenlandske statslån er indsat på statens konto i Nationalbanken, og afdrag trækkes tilsvarende her. Derfor har modregning af statens indestående i Nationalbanken givet det mest retvisende billede af bevægelserne i statsgælden.

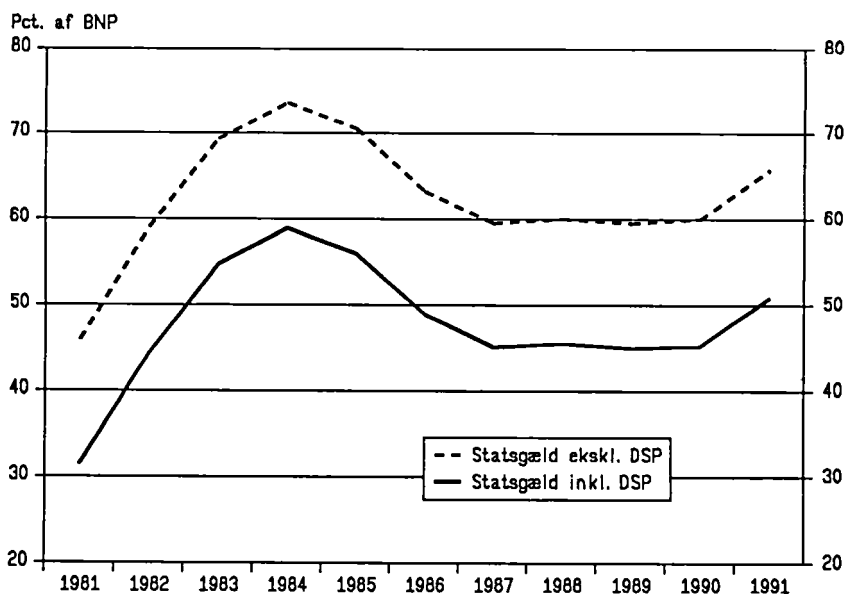
I forbindelse med omdannelsen af Postgiro til GiroBank A/S giver denne opgørelsesmåde dog et niveauskift i opgørelsen af statsgælden. Baggrunden er, at der ikke tidligere har været taget hensyn til, at en del af statens indestående i Nationalbanken blev modsvaret af kontohavernes indestående på postgirokonti (en væsentlig del af kontohavernes indestående har dog været placeret i P&T's beholdning af obligationer mv.). Da både kontohavernes tilgodehavender og Postgiros indestående i Nationalbanken med virkning fra 1. januar 1991 er taget ud af statens regnskab, skete der på dette tidspunkt en stigning af bogholderiteknisk karakter i opgørelsen af statsgælden. På forslag til tillægsbevillingslov for 1991 er denne effekt opgjort til ca. 21 mia.kr.

Denne tekniske ændring afspejler, at opgørelsen af statsgælden kan foretages på flere måder. Den snævrere mulige er summen af låntagningen under de såkaldte lånebemyndigelseslove. Den bredest mulige omfatter en samlet bruttoopgørelse af alle statens finansielle forpligtelser.

I en sådan opgørelse vil det være naturligt at modregne for statens finansielle aktiver, idet en samtidig stigning i aktiver og passiver ikke giver nogen reel vækst i statens forpligtelser. En nettoopgørelse af alle finansielle aktiver og passiver ville klart være det bedste udtryk for statsgælden, men at foretage en sådan opgørelse vil være en uhyre omfattende opgave og for at være retvisende kræve en markeds­mæssig opgørelse af værdien af hvert enkelt aktiv og passiv.

I den her viste opgørelse af statsgælden er der under hensyn til disse praktiske vanskeligheder kun medtaget forholdsvis få, store poster. I forhold til tidligere opgørelser af statsgælden er der i opgørelsen i figur 3.1.1. og i bilagstabel 1 medtaget den nominelle obligationsbeholdning i Den Sociale Pensionsfond, jf. omtalen side 54-55 i Finansministeriets Budgetoversigt 5, december 1991. Herved reduceres statsgælden ultimo 1991 med 124 mia.kr. svarende til ca. 15 pct. af BNP.

Figur 3.1.1.
Udviklingen i statsgælden 1981-91



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

	1988 R	1989 R	1990 R	1991 TB	1992 FL
<i>Nettolåntagning¹⁾</i>					
Indenlandsk nettolåntagning ³⁾ ..	7,8	19,1	22,7	49,9	32,1
Udenlandsk nettolåntagning	-10,0	-4,7	5,1	-27,2	-15,4
Træk på Nationalbanken	18,1	4,6	-10,0	37,0	10,8
Statslig nettolåntagning	15,9	19,0	17,9	59,7	27,5
<i>Kurstab mv.</i>					
Indenlandske kurstab	0,7	3,0	6,6	6,0	7,4
Udenlandske kurstab	0,3	0,5	1,2	0,1	0,3
Valutakursregulering	6,5	-4,0	-3,2	0,3	0,0
Kursregulering i alt	7,5	-0,5	4,6	6,5	7,7
<i>Nominel statsgæld²⁾</i>					
Indenlandsk gæld ³⁾	355,0	377,1	406,5	462,4	494,5
Udenlandsk gæld	124,3	116,0	119,1	92,3	76,9
Nettogæld til Nationalbanken ..	-39,9	-35,3	-45,2	-8,2	2,6
I alt	439,5	457,9	480,4	546,6	574,1
Den Sociale Pensionsfond	106,2	111,4	118,4	123,7	130,4
Statsgæld inkl. DSP	333,2	346,5	361,9	422,9	443,7

Note: Tallene til og med 1990 er statsregnskabstal, 1991 er tal fra forslag til tillægsbevillingslov, mens 1992 er finansloven for 1992.

1) Kursværdi.

2) Ultimo.

3) Inkl. bunden opsparing.

Som det fremgår af tabel 3.1.1. udgjorde den indenlandske nettolåntagning i 1991 knap 50 mia.kr. til kursværdi. Hertil kommer et emissionskurstab på 6 mia.kr. Emissionskurstabet er forskellen mellem nominel værdi og kursværdi på det tidspunkt, hvor lånet optages. Disse emissionskurstab opsamles på en beholdningskonto på statsregnskabet. I takt

med at der betales afdrag, nedskrives kontoen. For det enkelte lån betyder dette, at emissionskurstabet bliver medregnet som en del af udgiften på lånet. Statens udenlandske nettolåntagning var negativ, idet der blev afdraget 29,4 mia.kr. og optaget nye lån, især nettolåntagning i de korte commercial paper programmer, for nominelt 2,4 mia.kr. Trækket på statens konto i Nationalbanken udgjorde 37 mia.kr. i 1991. Dette skal ses i lyset af, at der netto er afdraget 27,2 mia.kr. på den udenlandske statsgæld. Den Sociale Pensionsfonds obligationsbeholdning forøgedes i 1991 med 5,2 mia.kr.

3.2. Renteudgifter

Statens renteudgifter omfatter rentebetalinger på inden- og udenlandsk statsgæld. Tabel 3.2.1. viser, at renteudgifterne på den indenlandske statsgæld, inkl. fordelte emissionskurstab, er vokset med 2,2 mia.kr. fra 1990 til 1991. Renteudgifterne på den udenlandske statsgæld voksede i samme periode med 0,7 mia.kr. Dette betød, at væksten i de samlede renteudgifter var 3,0 mia.kr. fra 1990 til 1991.

Tabel 3.2.1.
Renter af statsgæld. Mia.kr.

	1988 R	1989 R	1990 R	1991 TB	1992 FL
Renter af indenlandsk statsgæld . . .	36,0	36,7	39,2	39,3	42,2
Fordelte emissionskurstab	8,7	7,2	5,8	7,9	7,6
I alt	44,8	43,9	45,0	47,2	49,7
Renter af udenlandsk statsgæld . . .	8,6	8,2	7,8	8,3	6,5
Fordelte emissionskurstab	0,4	0,6	0,4	0,5	0,5
I alt	9,1	8,8	8,2	8,9	6,9
Renteudgifter i alt	53,9	52,7	53,1	56,1	56,7

Note: Tallene til og med 1990 er statsregnskabstal, 1991 er tal fra forslag til tillægsbevillingslov, mens 1992 er finansloven for 1992.

Kapitel 4.

Eculån i København

4.1. Baggrund

Den 18. marts 1992 udbød staten et 10-årigt obligationslån på 1 mia. ecu. Obligationerne noteres på Københavns Fondsbørs.

Et væsentligt formål med udstedelsen i ecu er at bidrage til at styrke København som regionalt finansielt center, dels gennem de danske pengeinstitutters og børsmæglerselskabers deltagelse i salget af obligationerne, dels ved at den internationale finansielle verden i højere grad bliver opmærksom på den udbyggede og velfungerende infrastruktur på det finansielle marked i Danmark. Gennem indgåelse af såkaldte "market making" aftaler, hvor en række danske børsmæglerselskaber løbende stiller to-vejspriser på ecuobligationerne på Københavns Fondsbørs, tilstræbes det at styrke handelen med ecuobligationerne på Københavns Fondsbørs. Samtidig opnår danske investorer gennem emissionen samme nemme adgang til at købe ecuobligationer som til at købe kroneobligationer.

Staten får ved emissionen adgang til et voksende marked. Den initiale udstedelse påtænkes efterfølgende suppleret med yderligere salg i serien samtidig med, at det er tanken senere at åbne nye serier af ecuobligationer.

Salget af statsobligationer i danske kroner berøres ikke af beslutningen om udstedelse af ecuobligationer, men baseres fortsat på statens bruttokasseunderskud ekskl. statens udenlandske afdrag, jf. kapitel 1.

Den danske stat har tidligere optaget flere obligationslån i ecu på det internationale eurobondmarked. Det første af disse lån, som var på 75 mill.ecu, blev optaget i 1984. Indtil det aktuelle lån er der optaget yderligere 10 ecolån for et samlet nominelt lånebeløb på 1.375 mill.ecu, hvoraf det seneste blev optaget i 1989.

Staten har én gang tidligere udstedt ecuobligationer over Københavns Fondsbørs. I 1985 blev der over en periode på 6 måneder udstedt 5-årige obligationer for 100 mill.ecu gennem et løbende salg fra Nationalbanken. Den indenlandske interesse for ecuobligationer viste sig dengang - i modsætning til nu - meget lille, og heller ikke i udlandet var der den store interesse, formentlig især pga. emissionsformen.

I det følgende beskrives først ecuen og udviklingen på ecumarkedet, hvorefter selve ecolånet, market making aftalen mv. omtales.

4.2. Ecuen

Den officielle ecu

Ecuen blev introduceret i 1979 som led i EMS-samarbejdet, der afløste det hidtidige valutakurssamarbejde ("valutaslangen") i EF. Ecuen er defineret som en "kurv" bestående af bestemte mængder af alle EF-landenes nationale valutaer. Mængden af de enkelte valutaer er hidtil taget op til revision hvert femte år. Den seneste revision blev foretaget i september 1989. Den officielle ecu anvendes af centralbankerne i EMS-samarbejdet og som regningsenhed på en lang række områder inden for EF.

Kursen på den officielle ecu kan beregnes ud fra mængderne af de enkelte valutaer i kurven og disses valutakurser over for en vilkårlig valuta. Som følge af forskydninger i valutakurserne i forhold til tidspunktet for den seneste revision af ecukurven vil de enkelte valutaers faktiske vægtandel i kurven løbende ændres. Såfremt en valuta styrkes i forhold til de øvrige valutaer i ecuen, vil den således pga. det uændrede antal enheder få større vægt i ecuen. I tabel 4.2.1. er mængderne af komponentvalutaerne angivet sammen med valutaernes vægte pr. 16. marts 1992.

Den private ecu

Den officielle ecu anvendes som nævnt kun inden for EMS-samarbejdet og blandt EF-institutioner. Der er imidlertid efterhånden udviklet et privat marked for ecuen, hvor aktiver og passiver i ecu erhverves af private personer, virksomheder, internationale institutioner, stater og offentlige institutioner. Hidtil har den private ecu kun fundet begrænset anvendelse til betaling af varer og tjenesteydelser. Derimod har den i stigende omfang vundet indpas på penge- og kapitalmarkedet. Om end den private ecu ikke formelt er knyttet til den officielle ecu, følger værdien af den private ecu alligevel tæt værdien af den officielle ecu, jf. afsnit 4.3.

Tabel 4.2.1.**Ecuens sammensætning pr. 16. marts 1992**

	Antal enh. i 1 ecu	DKK- kurs	DKK- værdi	Vægt i pct.
DEM ..	0,62420	3,8781	2,4207	30,56
FRF ...	1,33200	1,1425	1,5218	19,21
GBP ...	0,08784	11,0793	0,9732	12,28
ITL ...	151,80000	0,0052	0,7833	9,89
NLG ..	0,21980	3,4462	0,7575	9,56
BEF ...	3,30100	0,1885	0,6221	7,85
ESB ...	6,88500	0,0613	0,4218	5,32
DKK ..	0,19760	1,0000	0,1976	2,49
IEP ...	0,00855	10,3430	0,0885	1,12
PTE ...	1,39300	0,0450	0,0627	0,79
GRD ..	1,44000	0,0336	0,0484	0,61
LUF ...	0,13000	0,1885	0,0245	0,31
XEU ..			7,9221	100,00

4.3. Ecumarkedet

Obligationsmarkedet

Obligationsmarkedet i ecu har undergået store forandringer, siden den første obligationsudstedelse på 35 mill.ecu blev foretaget af Société Financière pour les Télécommunications et l'Electrique i 1981. Både de årlige udstedelser og den udestående obligationsmasse er vokset år for år. Hvor de årlige udstedelser på det internationale marked frem til 1989 udgjorde under 10 mia.ecu, steg disse i 1989 og 1990 til 11 hhv. 15 mia.ecu. Med udstedelser for godt 26 mia.ecu i 1991 cementeredes ecuens rolle som international lånevaluta kun overgået af USD og JPY.

EF-staterne tegner sig for en stadig større andel af de samlede ecu-udstedelser og bidrager dermed til markedets udvikling. I 1991 udstedte EF-staterne således for 7,7 mia.ecu statsobligationer på det internationale marked. Hertil kommer EF-institutionerne, der samme år udstedte ecuobligationer for knap 3,6 mia.ecu. England optog i foråret 1991 et 10-årigt lån på 2,75 mia.ecu, hvilket er det til dato største eculån på det internationale marked. I begyndelsen af 1992 påbegyndte England tillige et program med udstedelse af 3-årige gældsbeviser. Den første udstedel-

se var på 1 mia.ecu. Det er intentionen, at det samlede udestående i serien bringes op til ca. 4 mia.ecu. gennem kvartalsvise auktioner.

Foruden ovennævnte udstedelser af ecuobligationer på det internationale marked udsteder Italien, Frankrig, Spanien og Grækenland statsobligationer i ecu på deres respektive indenlandske markeder. De italienske ecuobligationer med et udestående på godt 26 mia.ecu afsættes langt overvejende i Italien, da de er omfattet af en kuponskat på 12,5 pct. Den franske regering har tilkendegivet, at 15 pct. af statens finansieringsbehov ønskes dækket gennem indenlandske ecuudstedelser. De franske ecolån andrager i marts 1992 godt 9 mia.ecu fordelt på 5 serier med restløbetider fra 5 til 30 år. En væsentlig del af disse obligationer er købt af udenlandske investorer.

Medvirkende til den stigende udstedelse af ecuobligationer blandt EF-staterne er Frankrigs og Englands ønsker om at fremme hhv. Paris og London som centre for ecumarkedet.

Den stærke vækst i anvendelsen af ecuen som lånevaluta kan henføres til overvejelser hos såvel investorer som udstedere. På grund af ecuens egenskab af kurvvaluta kan en investor på bekvem måde opnå en mindre valutakursrisiko gennem erhvervelse af ecuobligationer, hvilket specielt tiltrækker mindre investorer. Hensynet til en mindre valutakursrisiko er ligeledes af betydning for udstedere, herunder specielt for mindre virksomheder med kun et begrænset lånebehov i fremmed valuta. De institutionelle investorers interesse for ecuobligationer har samtidig været stigende som følge af tiltroen til økonomisk konvergens blandt EMS-landene, fremkomsten af store likvide udstedelser fra overnationale og statslige låntagere samt udbygningen af ecumarkedet generelt.

Tiltroen til den økonomiske konvergens blandt EMS-landene er forstærket gennem aftalen om etablering af den økonomiske og monetære union (ØMU) efter mødet i Maastricht i december 1991.

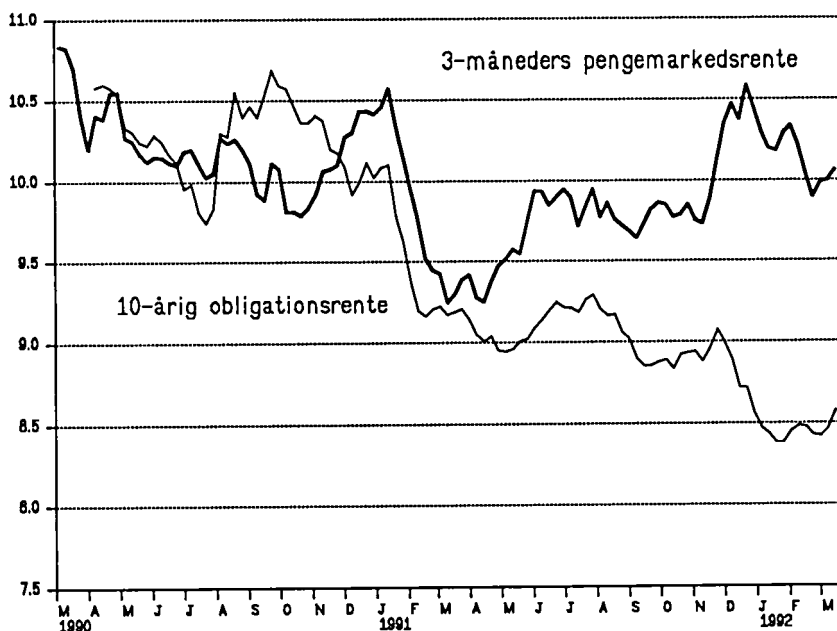
Med de seneste års store likvide udstedelser af ecuobligationer fra specielt EF-staterne er markedet blevet udbygget væsentligt, og der findes nu likvide obligationer i et bredt spektrum af løbetider fra 3 til 30 år. Den samlede mængde af udestående ecuobligationer er dog fortsat begrænset til primo 1992 at udgøre ca. 120 mia.ecu. I den korte ende er markedet også blevet udbygget. Fx udsteder England skatkammerbeviser med løbetider på 1, 3 og 6 måneder, mens Italien udsteder statspapirer med 1 års løbetid.

Renteforhold

Udviklingen i ecurenterne afspejler hovedsageligt udviklingen på de underliggende markeder for medlemsvalutaerne.

Af figur 4.3.1. fremgår det, at der siden begyndelsen af 1991 har været et betydeligt rentefald i den lange ende af rentekurven. Dette rentefald fremkom specielt i januar 1991 og efter indgåelsen af Maastricht-aftalen i december 1991. I den helt korte ende af rentekurven har renterne modsat været stigende fra foråret 1991.

Figur 4.3.1.
De korte og lange ecurenter

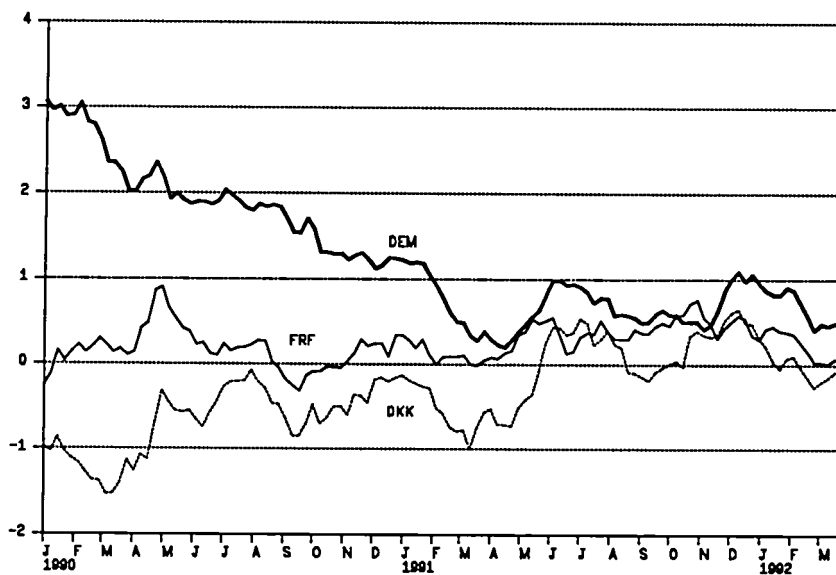


Det ses af figur 4.3.2., at den korte ecurente har ligget mellem 0,5 og 1,0 procentenheder over den korte rente i DEM fra midten af 1991. Ecurenten lå ligeledes over DKK-renten i det meste af 1991, men i begyndelsen af 1992 er dette rentespænd forsvundet.

I den lange ende er merrenten i ecu i forhold til DEM indsnævret til at udgøre ca. 0,5 procentenheder, jf. figur 4.3.3. Det ses endvidere af figuren, at den lange ecurente stort set ligger på niveau med den lange danske rente. Omkostningerne ved låntagning i ecu svarer derfor næsten til omkostningerne ved låntagning i danske kroner, såfremt der ikke sker nævneværdige ændringer i valutakursrelationerne.

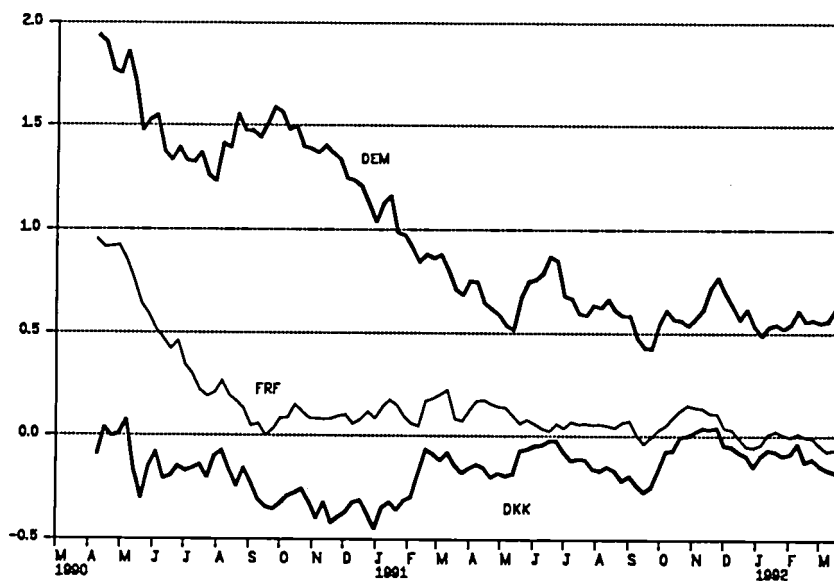
Figur 4.3.2.

3-månedersrenten i ecu i forhold til DEM, DKK og FRF



Figur 4.3.3.

10-årsrenten i ecu i forhold til DEM, DKK og FRF



Markedskurs kontra officiel kurs for ecu

Den private ecu - markedsecuen - skabes af markedsdeltagere (private banker, virksomheder m.fl.) gennem indskud og udlån af ecu. Indtil juni 1987 accepterede de banker, der deltager i ecuclearingsystemet, at betalinger i ecu kunne afregnes ved at levere komponentvalutaerne i den officielle ecu. Efter clearingsystemets overgang til afregning i markedsecu fortsatte en række banker frem til 1989 med at acceptere denne afregningsform. Dette betød, at kun transaktionsomkostninger forhindrede arbitragører i at sikre, at værdien af markedsecuen var lig den officielle ecu. Hvis der var overefterspørgsel efter ecu ved clearing, skete leveringen i komponentvalutaerne, og pristilpasningen skete i stort omfang på de underliggende valutamarkeder.

Siden midten af 1989 har muligheden for at levere kurven frem for ecuen ikke længere eksisteret. Ligevægten i markedet bygger nu på, at en række banker er villige til at yde lån eller modtage indskud i ecu (og dermed skabe ecu). Disse banker forsøger at afdække deres positioner gennem erhvervelse af passiver eller aktiver i komponentvalutaerne. Systemet forhindrer ikke, at markedsecuen kan afvige fra den officielle ecu.

Markedsdeltagernes forventninger om ecuens rolle og værdi i en kommende økonomisk og monetær union medfører dog en vis stabilisering af værdien af markedsecuen. Der er desuden i markedet en udbredt forventning om, at nogle EF-centralbanker vil reagere, hvis kursen på ecuen skulle afvige væsentligt fra den officielle kurs.

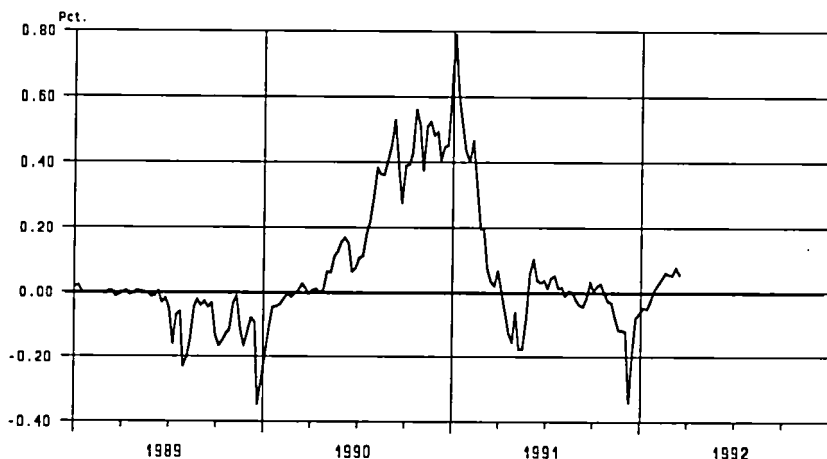
Frem til midten af 1989 var der en meget tæt sammenhæng mellem markedsecuen og den officielle ecu. Siden da har der været tale om en vis volatilitet, jf. figur 4.3.4. I foråret 1991 tilnærmede kurserne sig og lå meget tæt på hinanden frem til slutningen af 1991, hvor markedsecuen blev mindre værd end den officielle ecu. Efter indgåelsen af Maastricht-aftalen er kursdifferenten atter udlignet.

Markedsrente kontra teoretisk rente for ecu

En fordring i ecu kan betragtes som en fordring, hvor 30,56 pct. af betalingerne forfalder i DEM, 19,21 pct. af betalingerne forfalder i FRF

Figur 4.3.4.

Forskel mellem kursen på markedsecuen og den officielle ecu. Pct.



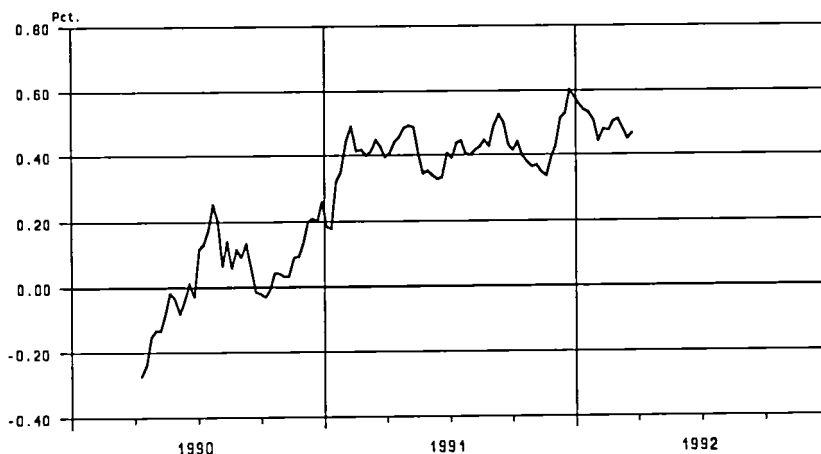
osv., jf. tabel 4.2.1. Alternativt kan der investeres direkte i komponentvalutaerne i det forhold, hvormed de indgår i den officielle ecu. Det er muligt at beregne en teoretisk rente for ecufordringen, som sikrer, at nutidsværdierne af de to investeringer bliver identiske. Såfremt den teoretiske ecurente afviger fra den faktiske ecurente, vil denne afvigelse i princippet kunne fjernes gennem arbitrage, hvorfor renten på ecufordringer burde afspejle renten på komponentvalutaerne. I praksis er denne arbitrage dog vanskelig.

Beregninger af den teoretiske ecurente kompliceres af, at der på en række nationale markeder ikke eksisterer et fuldt udbygget kapitalmarked. Samtidig er beregningerne baseret på, at komponentvalutaernes vægte i ecuen bevares i hele fordragens løbetid, og at kreditrisikoen på de enkelte nationale markeder er ens. Den teoretiske rente kan derfor alene anvendes til brug for reference og ikke som udtryk for den "rigtige" rente.

Den teoretiske lange ecurente har i det meste af 1991 ligget ca. 40 basispoint højere end den faktiske ecurente, jf. figur 4.3.5. Dette rentespænd udvidedes efter Maastricht-mødet i december 1991 til 60 basispoint, men er siden mindsket noget.

Figur 4.3.5.

Forskellen mellem den teoretiske og den faktiske lange ecurente



4.4. Ecuen i fremtiden

Såfremt ØMU gennemføres i overensstemmelse med Maastricht-aftalen, vil ecuen efter overgangen til 3. fase få et fast kursforhold til de valutaer, som deltager i ØMU, og snarest derefter vil den blive en fælles valuta for medlemmerne af ØMU.

I det følgende vurderes konsekvenserne af Maastricht-aftalen for ecuens markedskurs og renten på ecuobligationer.

Indvirkning på valutakursen

I henhold til traktatændringen vil valutakomponenterne i definitionen af ecuen blive fastfrosset ved overgangen til 2. fase af ØMU, dvs. at man ikke længere vil gennemgå og evt. revidere ecukurven hvert femte år. Dette vil betyde, at værdien af ecuen kan forventes at udvikle sig lidt stærkere, end hvis revisioner gennemføres. Dette skyldes, at andelen af de stærke valutaer i definitionen af ecuen hidtil er formindsket ved revisioner af kurven. Denne mindskelse af vægtene ved kurvrevisjoner har helt eller delvis opvejet en øget vægt af de stærke valutaer mellem revisionerne i forbindelse med kursjusteringer. Ved revisionerne har andre hensyn dog også kunnet indgå, fx optagelse af nye valutaer i ecuen. På grund af de stabile valutakurser har en fastfrysning dog kun ringe virkning under de nuværende forhold. Ecuen ville således kun

have været 0,1 pct. mere værd, såfremt revisionen i 1989 ikke var gennemført.

Da ecuen indtil 3. fase fortsætter som en kurv-valuta, hvor der ikke fra officielt hold sikres en omvekslingsret, vil værdien af den private ecu fortsat kunne afvige fra værdien af den officielle ecu. Aftalen synes dog at have styrket markedets tiltro til ecuen og dens fremtid i ØMU, hvilket må formodes at mindske risikoen for større afvigelser fremover.

Indvirkning på renterne

Da en fastfrysning af ecuen bliver en realitet, skulle det umiddelbart forventes, at renten på ecuobligationer ville svare til den teoretiske ecurente, bortset fra forskelle som følge af transaktionsomkostninger og usikkerheden ved beregningen af den teoretiske rente. Når der ikke længere sker ændringer i mængderne af komponentvalutaerne, vil det være muligt at danne en ecufordring bestående af komponentvalutaerne i hele investeringens løbetid. Denne sammenhæng vil imidlertid kun gælde i 2. fase af ØMU. I 3. fase vil en række af EMS-landene indgå i ØMU baseret på én fælles valuta - den officielle ecu - og med den europæiske centralbank (ECB) som ansvarlig for unionens pengepolitik.

Dette betyder, at der for løbetider frem til tidspunktet for overgangen til den fælles valuta bør tages udgangspunkt i den teoretiske rente, mens der for løbetider ud over tidspunktet for overgangen til den fælles valuta endvidere bør tages hensyn til den forventede pengepolitik fra ECB. I det omfang den førte pengepolitik fra ECB fører til et niveau for renten, der ligger under eller på linje med renten blandt lavinflationslandene i EMS-samarbejdet i dag, bør ecurenten for løbetider ud over det forventede tidspunkt for starten af 3. fase derfor ikke forventes højere end renteniveauet blandt disse lande.

Investorenes overvejelser omkring renteniveauet for ecuobligationer vil derfor afspejle flere forhold. For det første er det afgørende, hvorvidt investorerne tror på etableringen af ØMU, og i givet fald hvornår denne etablering finder sted. Jo stærkere en tro herpå og jo hurtigere investorerne forventer unionens dannelse, jo mindre vil de kræve i merrente for længerelevende ecuobligationer over fx DEM-obligationer med samme løbetid. For det andet vil investorenes vurdering af mulige kursjusteringer inden for EMS-samarbejdet, herunder tidspunktet og styrken heraf, indvirke. Af mindre betydning vil også være den forventede kursudvikling på GRD og PTE, som står uden for fastkurssamarbejdet. Endelig vil der frem til tidspunktet for overgangen til 3. fase fortsat være mulighed for fluktuationer mellem komponentvalutaerne inden for de tilladte

udsvingsgrænser. Renten på ecuobligationer vil derfor også afhænge af valutaernes placering i båndet.

Det må formodes, at ovennævnte overvejelser hos investorerne kan forklare en betydelig del af den observerede forskel mellem den teoretiske og faktiske rente for ecuobligationer, der opstod siden starten af ØMU-forhandlingerne i december 1990, jf. figur 4.3.5.

4.5. Statens ecolån

Statens ecolån, udbudt den 18. marts 1992 med afvikling den 24. april, blev tilrettelagt ud fra flere hensyn. Det var afgørende, at lånet så vidt muligt kunne medvirke til at fremme København som finansielt center, dels gennem inddragelse af danske pengeinstitutter og børsmæglerselskaber i placeringen af obligationerne, dels gennem etablering af en "market making" aftale for børsmæglerselskaber på Københavns Fondsbørs. Dette hensyn gjorde det nødvendigt, at lånet umiddelbart fremtrådte blandt de toneangivende lån på ecumarkedet på linje med de statslige ecuudstedelser fra fx Frankrig og England. Det skønnedes derfor nødvendigt at sikre et betydeligt udestående fra starten, hvorved investorer og market makers kunne få tillid til likviditeten i serien. Ligeledes skulle det sikres, at udstedelsen havde karakter af et dansk lån med notering på Københavns Fondsbørs, registrering i Værdipapircentralen og dansk retsgrundlag. Lånet er optaget i henhold til loven om bemyndigelse til optagelse af indenlandske statslån. Ecuobligationer, der ejes af privatpersoner, kan ligesom statens kroneobligationer indskrives gratis i Hypotekbanken. De kan også købes og sælges pr. postordre via Hypotekbanken, jf. kapitel 1.

Størrelse og løbetid

Den første udstedelse i serien er 1 mia.ecu, hvilket skønnes tilstrækkeligt til at sikre en omfattende omsætning. Derudover købte Nationalbanken obligationer for nominelt 300 mill.ecu af staten til brug for en udlånsordning, som stilles til rådighed for de danske market makers. Denne ordning er beskrevet nedenfor. Det er hensigten, under forudsætning af gunstige markedsforhold, efterfølgende at forøge udeståendet i serien.

Der er valgt en løbetid på 10 år. Dette valg afspejler, at de institutionelle investorer såvel i udlandet som herhjemme foretrækker lange løbetider. Samtidig vurderes det med den nuværende inverse rentestruktur fordelagtigt at udstede lange lån.

Emissionsform

For at sikre et stort udestående i serien fra starten blev der dannet et salgskonsortium, der garanterede for afsætningen af 1 mia.ecu. Alternativt kunne udstedelsen være sket gennem et løbende salg på Københavns Fondsbørs i lighed med salget af statens kroneobligationer, men derved ville lånets udestående kun gradvist blive opbygget med fare for, at markedet ikke ville opfatte lånet som et alternativ til de øvrige store ecolån. Dette kunne have resulteret i en for ringe kurs. Desuden er udstedelse gennem et løbende salg ukendt i ecumarkedet. En tredje mulighed var at anvende auktionsprincippet, hvor udsteder på baggrund af de indkomne bud fastlægger en skæringskurs for obligationerne og dermed også salgsmængden. Denne metode kan imidlertid indebære, at der ikke kan sikres et tilstrækkeligt udestående til en acceptabel rente, såfremt der ikke i forvejen findes en effektiv kursdannelse på tilsvarende papirer.

Yderligere udstedelser i serien vil ske gennem dannelse af et nyt salgskonsortium eller gennem afholdelse af auktioner.

De danske pengeinstitutter og børsmæglerselskaber havde en betydelig rolle i udstedelsen. På baggrund af samtaler med en række institutionelle investorer, pengeinstitutter og børsmæglerselskaber skønnedes afsætningsmulighederne i Danmark i starten begrænset til kun at udgøre 10-20 pct. af emissionen. Der var derfor også udenlandske banker i salgskonsortiet for at sikre den bedste placering blandt udenlandske investorer.

Salgskonsortiet blev ledet af Den Danske Bank, Unibank og Morgan Stanley International med de to førstnævnte som såkaldt "book runner". Alle danske pengeinstitutter, der er fondshandlere, samt børsmæglerselskaber blev inviteret til at deltage i udstedelsen.

Det viste sig efterfølgende, at de danske investorers interesse var større end forventet. Det skønnes, at ca. 30 pct. af obligationerne blev afsat indenlandsk. Den samlede garanti fra danske pengeinstitutter og børsmæglere beløb sig til 485 mill.ecu. Den Danske Bank og Unibank garanterede hver for et salg af 190 mill.ecu, mens Bikuben, Jyske Bank og Sydbank Sønderjylland hver garanterede for 20 mill.ecu. Desuden deltog 9 danske pengeinstitutter og børsmæglerselskaber hver med en garanti på 5 mill.ecu. Endelig indgik 10 danske pengeinstitutter og børsmæglere i en ren dansk salgsgruppe, hvor deltagerne ikke på forhånd skulle garantere et vist salg. En oversigt over det samlede salgskonsortium er gengivet i appendiks 4.A.

Der var typisk forskel på det salg af obligationer, som hver enkelt af salgskonsortiets medlemmer garanterede, og den tildeling, som de enkelte medlemmer endeligt opnåede. Dette skyldtes, at visse medlem-

mer af konsortiet tilkendegav en investorinteresse, som rakte ud over det garanterede salg, mens det modsatte var tilfældet for andre medlemmer. Endvidere blev der som nævnt sammensat en salgsgruppe, hvor tildelingen af obligationer til denne fragik tildelingen til de garanterende medlemmer af konsortiet.

Prisfastsættelse

Under drøftelserne med de ledende banker i konsortiet og ved drøftelser med andre pengeinstitutter og investorer fremgik det, at den danske stats eculån ville blive sammenlignet med den franske stats eculån med samme løbetid. Det var på denne baggrund ventet, at det danske lån skulle have en rente, der lå 5-10 basispoint over det franske lån.

Om morgenen på udbudsdagen den 18. marts 1992 modtog salgskonsortiets potentielle medlemmer en invitation til at deltage i salget af obligationerne til en rente, som ville ligge inden for et interval på 5-8 basispoint over den franske stats 10-årige ecuobligationer. På baggrund af positive tilbagemeldinger fra konsortiets medlemmer blev den endelige merrente midt på dagen fastsat til 6 basispoint. Fastlæggelsen af den absolutte rente fandt sted om eftermiddagen. Kuponrenten er 8,5 pct. og emissionskursen 99,27 svarende til en effektiv rente til investor på 8,61 pct. Garanti- og salgskommissioner på lånet udgør 0,325 pct. af hovedstolen. Alt i alt bliver den effektive debitorrente 8,66 pct. I ugen efter emissionen, hvor der generelt var en vis stigning i ecurenterne, lå renten på lånet fortsat 5-10 basispoint over det franske lån, jf. figur 4.5.1.

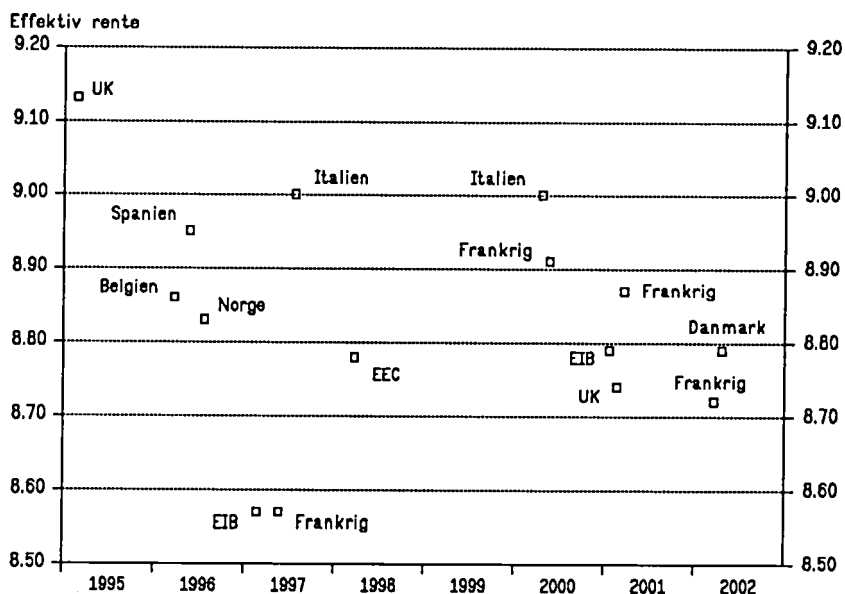
Den anvendte metode til fastsættelse af prisen på lånet indebærer en vis, mindre usikkerhed omkring de endelige rentebetingelser for låntager på tidspunktet, hvor det besluttes at gå i markedet. Fordelen ved metoden er imidlertid, at alle deltagere i salgskonsortiet enes om en "rigtig" pris for obligationerne.

4.6. Styrkelse af handelen i København

Den danske stats ecuobligationer forventes internationalt at blive handlet på linje med andre store eculån, hvor de store inden- og udenlandske banker stiller købs- og salgspriser med kun en beskedne forskel for betydelige beløb over for hinanden og deres investorer. Som tidligere omtalt er det et selvstændigt formål med ecuudstedelsen at styrke også handelen med ecuobligationer i København. Til dette formål har Nationalbanken indgået aftale med en række danske børsrådgivningselskaber

Figur 4.5.1.

Renten på toneangivende ecuobligationer pr. 24. marts 1992



om at indtræde i en market making ordning gældende for handler på Københavns Fondsbørs.

Market making aftalen

De fem danske lead- og co-lead managers i salgskonsortiet deltager alle ved deres børsmæglerselskaber i ordningen. Derudover forventes en række andre danske børsmæglerselskaber at tilmelde sig ordningen.

Et børsmæglerselskab, der er market maker, forpligter sig til hver børsdag løbende at stille købs- og salgspriser på Københavns Fondsbørs for minimum 1 mill.ecu med et maksimalt handelsspread på 0,15 kurspoint. Købs- og salgspriser skal stilles i acceptsystemet. Desuden kan market maker om ønsket stille priser i andre handelssystemer.

Market making aftalen kan opsiges af begge parter med én måneds skriftligt varsel, dog tidligst med virkning efter ét år for de børsmæglerselskaber, hvis koncernforbundne pengeinstitut deltog som lead- eller co-lead manager i lånet.

Såfremt der udstedes yderligere obligationer i serien gennem afholdelse af en eller flere auktioner, vil market makers blive indbudt til at

deltage. Nationalbanken vil derudover kunne indbyde andre til de eventuelle auktioner.

Nationalbanken stiller en udlånsordning ("repo-ordning") af statens ecuobligationer til rådighed for market makers, jf. næste afsnit. Låneordningen skal sikre, at de danske market makers kan stille forpligtende priser uden at frygte, at obligationerne ikke kan leveres til køber uden betydelige omkostninger. Desuden er det påtænkt at afhjælpe situationen, hvor en market maker ved samtidige køb og salg i afviklingsinstitutionerne Værdipapircentralen og Euroclear mangler papirerne et af stederne i én dag på grund af, at afviklingen mellem de to institutioner foregår med forsinkelse. Ikke mindst for de mindre market makers vil sådanne ordninger være værdifulde. Nedenfor beskrives den gennemførte repofacilitet og ordningen til afhjælpning af afviklingsproblemet mellem Værdipapircentralen og Euroclear. For en generel beskrivelse af repomarkedet henvises til appendiks 4.B.

Repofaciliteten

Nationalbanken har som nævnt købt obligationer for nominelt 300 mill.ecu af staten til brug for repofaciliteten. Der er tale om buy/sell back repo'er, hvor de danske market makers kan købe ecuobligationerne med afvikling i Værdipapircentralen mod betaling i ecu (spothandel). Samtidig hermed tilbagekøber Nationalbanken den samme nominelle mængde ecuobligationer med afvikling i Værdipapircentralen på en senere dato mod betaling i ecu til market maker (terminshandel).

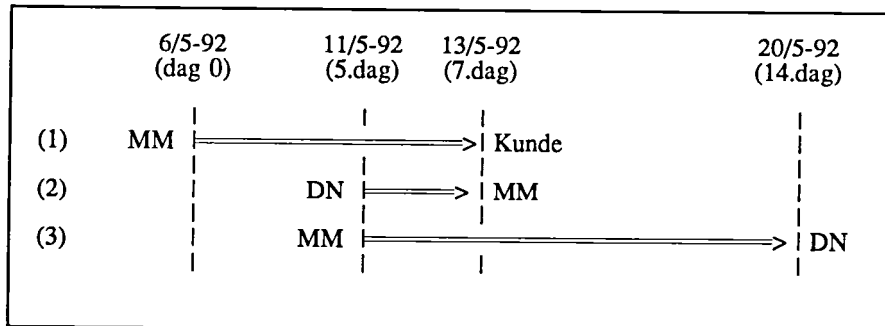
Nationalbanken forpligter sig til altid at stille bindende priser for repo'er på op til 10 mill.ecu ved henvendelse fra market makers. Prisen angives som den rente, Nationalbanken er rede til at betale til market maker for den eculikviditet, som Nationalbanken modtager i spothandlen. Nationalbanken vil indregne en mindre betaling for udlånet i renten. Denne betaling vil bl.a. afspejle, at Nationalbanken påtager sig en kreditrisiko, hvis eculikviditeten placeres som indskud på ecupengemarkedet. Market maker kan frit vælge en løbetid for repo'en på op til en uge.

Ecuobligationerne vil normalt blive handlet med 7 dages afvikling (inkl. lørdag og søndag). Repofaciliteten med en uges løbetid kan beskrives som i box 4.6.1. Market maker har onsdag den 6/5-92 (dag 0) solgt en større portion obligationer med valør den 13/5-92 (7. dag). Mandag den 11/5-92 (på 5. dag) har market maker ikke dækket sin position af gennem køb i markedet og henvender sig derfor til Nationalbanken for at indgå en repoaftale. Market maker køber obligationerne (spot) af Nationalbanken med to dages valør, altså den 13/5-92 (på 7. dag), og indgår samtidig en terminsforretning, hvor Nationalbanken køber obliga-

tionerne tilbage med valør en uge efter spothandlens valør dato, dvs. den 20/5 (på 14. dag). Hermed får market maker mulighed for at levere de solgte obligationer rettidigt, og får samtidig fleksibilitet med hensyn til, hvornår obligationerne købes i markedet.

Box 4.6.1.

Repotransaktion



MM: Market maker

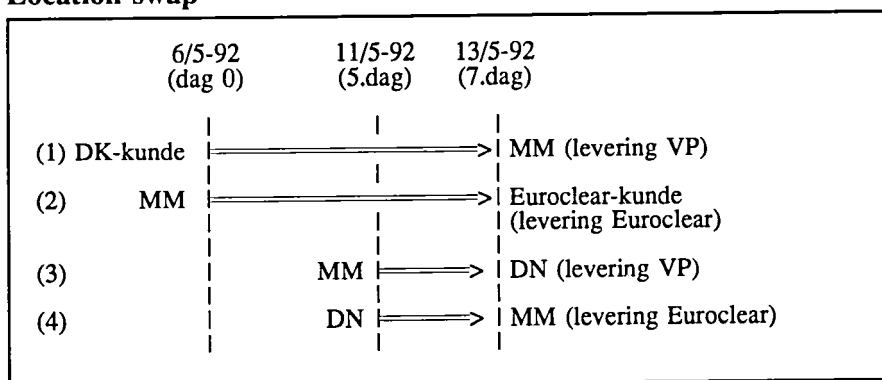
DN: Danmarks Nationalbank

==>: Obligationshandel, hvor sælger og køber er anført ved hhv. start og slut.

Afviklingsproblemet mellem Værdipapircentralen og Euroclear

Ecuobligationerne registreres i Værdipapircentralen ligesom statens kronesobligationer. Det må formodes, at en stor del af de internationale købere af obligationerne vil foretrække en indskrivning i depot hos Euroclear (eller CEDEL). For at lette omsætningen af obligationerne er det derfor vigtigt, at handler med obligationerne kan afvikles i de nævnte institutioner uden forsinkelse.

Der eksisterer i øjeblikket ikke en direkte forbindelse mellem Værdipapircentralen og Euroclear. Den nuværende forbindelse giver kun såkaldt "local settlement" status i Euroclear, hvilket indebærer, at en beholdning obligationer, der er købt til levering i Værdipapircentralen og ønskes overført til Euroclear, først er til rådighed i Euroclear dagen efter afviklingen i Værdipapircentralen. I en situation, hvor en fondshandler ønsker at videresælge en position samme dag, opstår der derfor et afviklingsproblem. Dette problem søges afhjulpet ved, at Nationalbanken kan indgå såkaldte location swaps med market makers. En sådan er illustreret i box 4.6.2.

Box 4.6.2.**Location swap**

MM: Market maker

DN: Danmarks Nationalbank

VP: Værdipapircentralen

====>: Obligationshandel, hvor sælger og køber er anført ved hhv. start og slut.

En market maker, der samme dag køber ecuobligationer med 7 dages valør til levering i Værdipapircentralen og sælger med 7 dages valør i Euroclear, indgår en location swap med Nationalbanken (senest) to dage, før handleerne skal afvikles. Her sælger market maker ecuobligationerne til Nationalbanken valør 2 dage med levering i Værdipapircentralen og tilbagekøber valør 2 dage, men med levering i Euroclear, hvilket svarer til indgåelse af to spothandler. Der sker således en udveksling af obligationer og likviditet i både Værdipapircentralen og Euroclear.

Appendiks 4.A. Salgskonsortiet for statens eculån

Lead managers: **Garanteret salg i mill.ecu:**

Den Danske Bank	190
Unibank	190
Morgan Stanley International	165

Co-lead managers:

Paribas Capital Markets Group	30
Bikuben	20
Credit Suisse First Boston Limited	20
Daiwa Europe Limited	20
Deutsche Bank Capital Markets Limited	20
Goldman Sachs International Limited	20
Jyske Bank	20
J.P. Morgan Securities Ltd.	20
Nomura International	20
Salomon Brothers International Limited	20
Swiss Bank Corporation	20
Sydbank Sønderjylland A/S	20
S.G. Warburg Securities	20
UBS Phillips & Drew Securities Limited	20
Westdeutsche Landesbank Girozentrale	20

Co-managers:

Aktivbanken A/S	5
Alicon Børsmæglerselskab A/S	5
Amagerbanken Aktieselskab	5
Arbejdernes Landsbank	5
Banco Bilbao Vizcaya, S.A.	5
Bank of Tokyo Capital Markets Group	5
Banque Generale du Luxembourg S.A.	5
Bank Brussel Lambert N.V.	5
Benzon & Bazon A/S	5
BNP Capital Markets Limited	5
Caisse des Dépôts et Consignations	5
Carnegie Jensen & Co.	5
Crédit Commercial de France	5
Commerzbank Aktiengesellschaft	5
Crédit Lyonnais	5
DKB International	5

Co-managers (fortsat):**Garanteret salg i mill.ecu:**

Dresdner Bank Aktiengesellschaft	5
Generale Bank	5
Hafnia Merchant Bank Ltd. A/S	5
IBJ International Limited	5
Kredietbank International Group	5
Lehman Brothers International	5
LTCB International Limited	5
Merrill Lynch International Limited	5
Nikko Europe PLC	5
Istituto Bancario San Paolo di Torino S.P.A.	5
SBN Bank/Sparekassen Nordjylland A/S	5
Aktieselskabet Varde Bank	5
Yamaichi International (Europe) Limited	5

Salgsgruppe:

Alm. Brand Børsmæglerselskab
A/S Egnsbank Nord
Forstædernes Bank A/S
Gudme Raaschou Børsmæglerselskab
Hadsten Bank A/S
Interbørs A/S Børsmæglerselskab
Morsø Sparekasse
A/S Møns Bank
A/S Nordfyns Bank
A/S Nørresundby Bank
Sankt Annæ Bank A/S

Appendiks 4.B.

Reporforretninger

Der er to hovedtyper af forretninger på repomarkederne. Den ene tager udgangspunkt i ønsket om at låne eller placere likviditet i en given periode. Långiver modtager obligationer som sikkerhed. Da det er likviditetssiden, der er motivet for denne type transaktion, stilles der ikke krav om, præcis hvilken obligation der indgår i handlen, men blot at den opfylder visse betingelser, som parterne er enige om. Betingelsen kan fx være, at alle typer af statsobligationer accepteres. Denne type repo kan altså opfattes som en pengemarkedsforretning mod sikkerhed, hvorfor den afbetalte rente også typisk svarer til pengemarkedsrenten.

Den anden hovedtype tager udgangspunkt i ønsket om at låne eller udlåne en *bestemt* obligation mod "sikkerhed" i likviditet eller andre værdier. En market maker, der har solgt en obligation uden at have den i egenbeholdningen, kan vurdere, at det vil være fordelagtigt at udskyde tidspunktet for købet i håbet om, at prisen falder. Market makers beslutning kan enten skyldes en konkret vurdering af den sandsynlige markedsudvikling eller det forhold, at market maker gennem sin prisstillelse bliver "fanget" af markedet, hvorefter obligationen kun kan erhverves med et tab som følge. Denne market maker kan derfor ønske at låne obligationen fra indehavere af dette papir i en kortere eller længere periode. Som på andre markeder vil prisen for dette lån afhænge af markedsforholdene.

Ved en "ren" repoforretning udfærdiger de to parter en aftale, hvori vilkårene for udlånet af den berørte obligation opstilles. Repo'en består i dette tilfælde af én transaktion, og der udfærdiges derfor kun ét dokument. Ejerskabet af værdipapiret forbliver uændret ved denne type udlån, men råderetten over obligationerne skifter til modparten. Dette betyder, at modparten kan videresælge obligationen, når blot samme type obligation tilbageleveres. Som sikkerhed for udlånet ydes der fx håndpant i en af låners andre obligationer, eller låner kan deponere likviditet hos udlåner. I sidstnævnte tilfælde vil deponeringen blive forrentet med pengemarkedsrenten, evt. justeret for et spread som betaling for lånet af papiret.

Begrundet i usikkerhed omkring sikkerhedshæftelsens betydning ved konkurs i Europa og manglen på et standardiseret repodokument er praksis i stigende grad ændret til, at der finder et egentligt ejerskifte sted. Denne type repo kaldes normalt for en buy/sell back repo. Den består af to transaktioner: en spothandel og en terminshandel. I en buy/sell back repo vil udlåneren sælge obligationen spot og modtage kontanter, men samtidig købe samme obligation tilbage på termin til en aftalt kurs og valørdato. Terminskursen afspejler da implicit pengemarkedsrenten, evt. justeret for et spread som betaling for lån af papiret. En sådan transaktion indebærer skift af både råderetten og ejerskabet, hvilket bl.a. betyder, at der regnes med vedhængende renter i begge handler. Om end der således er forskel med hensyn til ejerskabet af obligationerne, er de to former for repo i realiteten ens.

Kapitel 5.

Opkøb af variabelt forrentede statsobligationer

5.1. Indledning

Ved en såkaldt omvendt auktion afholdt den 9. marts 1992 opkøbte Nationalbanken på Finansministeriets vegne for nominelt 15,3 mia.kr. variabelt forrentede statsobligationer fordelt på 7 serier. De opkøbte obligationer blev annulleret.

Formålet med opkøbet var dobbelt. For det første var markedet for variabelt forrentede obligationer ikke længere kursstabilt og havde ikke den likviditet, der er ønskelig for både udsteder og investorer. Ved at staten fremsatte et tilbud om opkøb, kunne investorerne få mulighed for at afvikle også betydelige beholdninger uden urimelige kurstab til følge. For det andet og vigtigst vurderedes der at være en statsfinansiell fordel forbundet med opkøbet.

I dette kapitel beskrives baggrunden for ovenstående vurderinger, og der gives en beskrivelse af forløbet af den omvendte auktion. Der henvises generelt til kapitel 9 i "Statens låntagning og gæld 1989", hvor en række egenskaber ved de variabelt forrentede obligationer beskrives.

5.2. Udstedelsen af variabelt forrentede obligationer

Der var gennem det meste af 1980'erne en stigende rentekurve, dvs. at korte obligationer gav en lavere effektiv rente end obligationer med længere løbetid. Hertil kom, at der i midten af 1980'erne var yderligere rentefald i sigte. Disse forhold betød, at staten ved udstedelse af korte fordringer dels umiddelbart kunne få en lavere renteudgift, dels en forventet hurtigere tilpasning af renteudgifterne til et faldende renteniveau. Desuden spillede det en rolle, at der var behov for en udbygning af det finansielle marked med kursstabile fordringer. Variabelt forrentede obligationer har den fordel, at de ikke skal refinansieres ofte, og samtidig en forrentning, der altid afspejler de aktuelle korte markedsrenter.

De første indenlandske variabelt forrentede statsobligationer blev udstedt i november 1984. Der blev åbnet to stående lån med en løbetid på hhv. 5 og 10 år. Fra og med 1985 var de variabelt forrentede obligationer en væsentlig finansieringskilde for staten, og der blev hvert år frem til 1989 åbnet to nye variabelt forrentede stående lån med løbetider

på 5 og 10 år. I årene fra 1985 til 1989 udgjorde variabelt forrentede obligationer mellem 17 og 28 pct. af den samlede nominelle indenlandske bruttolåntagning, mens andelen i 1990 faldt til 4 pct. Staten har ikke udstedt variabelt forrentede obligationer siden. På auktionstidspunktet den 9. marts 1992 udgjorde de variabelt forrentede obligationer 18 pct. af den samlede indenlandske statsgæld, svarende til et udestående på 85 mia.kr., fordelt på 8 serier.

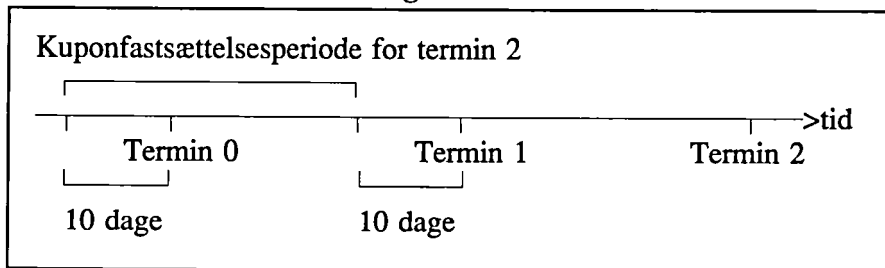
Når der ikke er udstedt variabelt forrentede lån siden 1990, skyldes det, at kurserne ikke har været vurderet at være attraktive nok til fortsat emission. I 1990 var der tillige et ønske om at gøre plads til de nyintroducerede skatkammerbeviser.

5.3. Kursdannelsen på variabelt forrentede obligationer

Statens variabelt forrentede obligationer har kvartalsvise terminer, og kuponen beregnes på grundlag af en referencerente, der er et gennemsnit af den effektive rente på statspapirer med restløbetid under 3 år¹⁾. Kuponen fastsættes ud fra et simpelt gennemsnit af referencerenten i en periode fra 6 måneder og 10 dage frem til 3 måneder og 10 dage, før kuponen forfalder, i gennemsnit 145 dage før forfald. Hermed kendes kuponen til en termin altid 10 dage før *forrige termin*, jf. figur 5.3.1.

Figur 5.3.1.

Illustration af rentetilskrivning

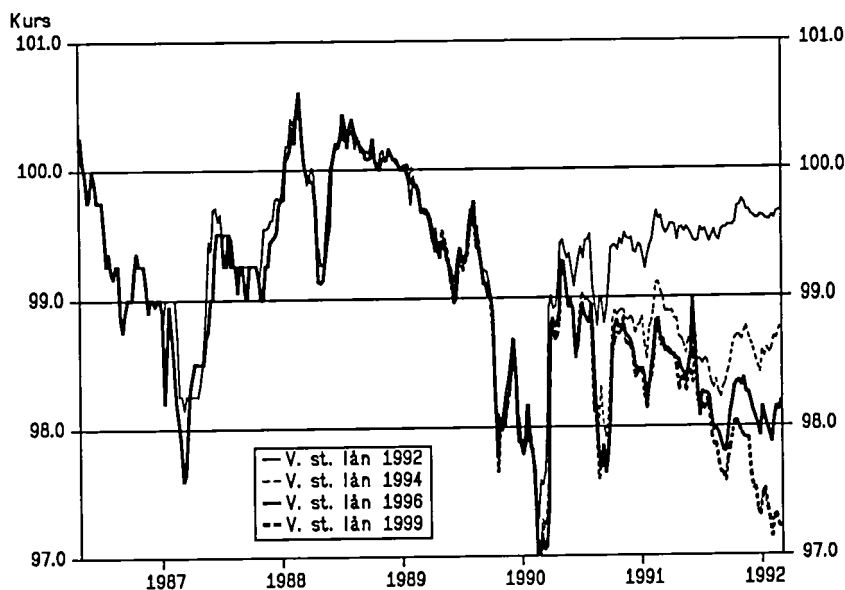


Som eksempel kan nævnes, at kuponen til terminen den 15. april 1992 er beregnet som gennemsnittet af de daglige referencerenter i tidsrummet fra den 5. oktober 1991 til den 4. januar 1992, omregnet til en kvartårlig rente.

¹⁾ Dog ekskl. skatkammerbeviser.

Kursdannelsen på statens variabelt forrentede obligationer er ændret ganske meget i de seneste år. I figur 5.3.2. er afbildet kursudviklingen fra 1986 til 1992 for 4 af de 8 obligationer, der fortsat var i omløb den 9. marts 1992.

Figur 5.3.2.
Kurser på variabelt forrentede obligationer



Det ses af figuren, at der i perioder har været relativt store udsving i kurserne, på trods af at man skulle forvente en høj grad af kursstabilitet. Det mest karakteristiske er imidlertid, at der fra midten af 1990 er indtrådt en løbetidseffekt. Obligationerne med den korteste restløbetid har holdt kursniveauet i underkanten af kurs 100, mens de længere obligationer gradvist er faldet i kurs. Kursfaldet har været størst for obligationerne med længst restløbetid. Før 1990 var kurserne derimod uafhængige af restløbetid.

5.4. Beregning af teoretiske kurser

Det burde umiddelbart forventes, at kursen på statens variabelt forrentede obligationer på terminsdatoerne var tæt på 100, mens der var plads til lidt større afvigelser mellem terminerne. Afvigelser fra kurs 100 på

terminstidspunkter kan skyldes, at kuponen ikke svarer til markedsrenten i den periode, den dækker. I rentefaldsperioder vil rentefaldet således "for sent" slå ud i kuponerne og derfor trække i retning af en kurs over pari. En anden årsag til afvigelser kan være, at referencerenten svarer til en obligation med en varighed på ca. 1,25 år, hvilket er betydeligt over varigheden på ca. 0,25 år på de variabelt forrentede obligationer. Med en invers rentestruktur som den nuværende giver "referenceobligationens" længere varighed "for lave kuponer" og dermed isoleret set anledning til en kurs under pari.

For bedre at vurdere kursdannelsen er der opstillet en model, der tager hensyn til de to nævnte mulige årsager til afvigelser fra kurs 100. Modellen tager derimod ikke hensyn til likviditet, skatteforhold og andet, der kan have betydning for markedets vurdering af variabelt forrentede obligationer. Hovedproblemet ved bestemmelse af teoretiske kurser er, at der kræves en vurdering af fremtidige kuponer. I den valgte model beregnes en teoretisk kurs ud fra en antagelse om, at de fremtidige kuponer følger den 1,25-årige forwardrente, og kuponerne på en variabelt forrentet statsobligation sættes netop lig forwardrenten 145 dage før terminstidspunktet. Grundelementet i modellen er derfor beregningen af en nulkuponrentestruktur baseret på de fast forrentede statspapirer.

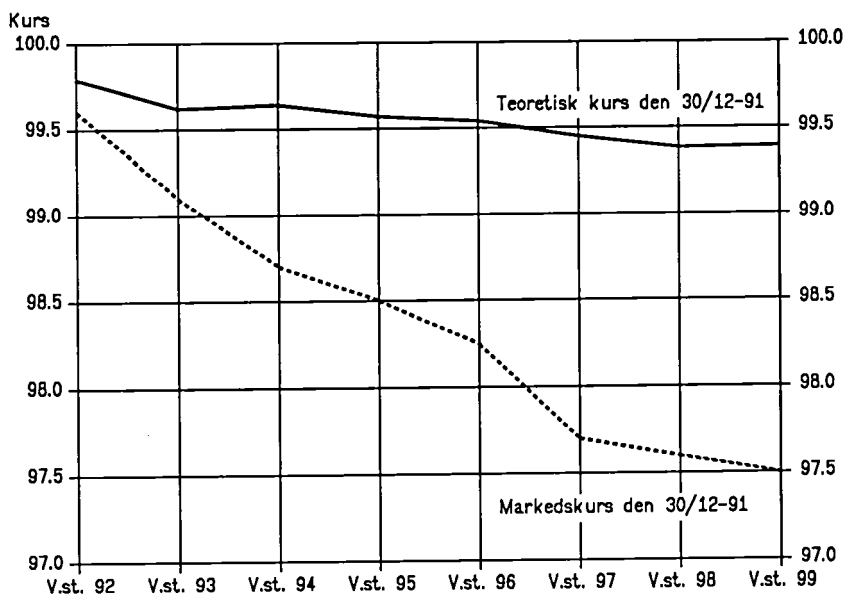
Den opstillede model er nærmere beskrevet i appendiks til dette kapitel. De beregnede teoretiske kurser sammenholdt med markedskurserne den 30. december 1991 for de variabelt forrentede obligationer fremgår af figur 5.4.1.

De teoretiske kurser ligger generelt væsentligt højere end markedskurserne. Specielt bemærkes en løbetidseffekt, således at der for de længere papirer er en større og større forskel mellem teoretisk kurs og markedskurs. Den teoretiske model kan derfor hverken "forklare" det generelt lave kursniveau eller forskellene i kurs for de enkelte obligationer. Konklusionerne genfindes over en længere periode.

Fortolkningen af resultatet er, at der er en fortjeneste svarende til forskellen mellem markedskurs og teoretisk kurs, hvis de variabelt forrentede obligationer opkøbes og der samtidig udstedes risikomæssigt identiske papirer til kurser fastsat i overensstemmelse med den estimerede nulkuponrentestruktur. Fortjenesten vil dog til dels være af teoretisk karakter, da der ikke findes perfekte substitutter til de variabelt forrentede obligationer, prisfastsat i overensstemmelse med nulkuponrentestrukturen.

Figur 5.4.1.

Markedskurser og beregnede teoretiske kurser den 30. december 1991



Skatkammerbeviser er nærmeste substitut til variabelt forrentede obligationer i statspapirvirften. Der er derfor gennemført beregninger for et hypotetisk program, hvor skatkammerbeviser rulles frem til udløb af de variabelt forrentede obligationer, givet den samme renteutvikling som forudsat ved beregningen af de teoretiske kurser for variabelt forrentede obligationer.¹⁾

Beregningerne viser, at den effektive teoretiske rente på en sådan syntetisk obligation stort set svarer til den effektive teoretiske rente på den tilsvarende variabelt forrentede obligation. Resultatet afspejler, at den syntetiske obligation har næsten samme betalingsstrømme som den tilsvarende variabelt forrentede obligation. Dette indebærer, at man ved

¹⁾ I beregningen antages, at den fremtidige prisfastsættelse på skatkammerbeviser følger den 0,25-årige forwardrente, så kursen på et givet tidspunkt direkte kan beregnes. Princippet er som følger: Der udstedes initialt et "skatkammerbevis" med terminer svarende til de variabelt forrentede obligationer. Når skatkammerbeviset indfries til kurs 100, fås en "kupon" svarende til forskellen mellem 100 og kursen for det nye skatkammerbevis, der udstedes samme dato. Fortsættes denne procedure indtil udløb af den tilsvarende variabelt forrentede obligation, fås en syntetisk obligation, der bortset fra lag i kuponfastsættelse og varighed af referenceobligationen set fra statens side er direkte sammenlignelig med den variabelt forrentede obligation.

at ombytte de variabelt forrentede obligationer med skatkammerbeviser kan tjene forskellen mellem markedskurs og teoretisk kurs på de variabelt forrentede obligationer. Ved en eventuel "ombytning" med skatkammerbeviser tjenes hele kursgevinsten her og nu, mens der betales omkring den samme rente for den efterfølgende periode.

Ovenstående bygger på, at skatkammerbeviserne vil få en effektiv rente, der svarer præcis til nulkuponrenten. Det kan imidlertid tænkes, at skatkammerbeviser, hvor hele afkastet beskattes, i et vist omfang har en højere forrentning end papirer, der også har interesse for private investorer, der ikke skal betale skat af kursgevinster.

Referenceobligationen inkluderer en række papirer med en lav pålydende rente, som til dels domineres af private investorer, der ikke beskattes af kursgevinster og derfor foretrækker obligationer med en lav pålydende rente og et stort kursstigningselement. Institutionelle investorer, pengeinstitutter m.m. er omvendt beskattet ligeligt af kursgevinst og rente. Der er derfor basis for, at kursdannelsen på visse lavt forrentede papirer, der indgår i referenceobligationen, kan domineres af private investorer. I det omfang prisdannelsen på variabelt forrentede obligationer bestemmes af institutionelle investorer, pengeinstitutter m.m., kan der derfor være et positivt spænd mellem den alternative forrentning, disse kan opnå på en kort placering, og den pålydende rente på variabelt forrentede obligationer. Dette vil isoleret set betyde, at kursen på variabelt forrentede obligationer bør være lidt under 100.

Det spænd mellem markedskurs og teoretisk kurs, der er beregnet, er imidlertid klart i overkanten af, hvad der historisk kan forklares ved afvigelser mellem de estimerede nulkuponrenter og skatkammerbevisrenterne. Skatteforhold kan derfor ikke forklare de lave kurser på variabelt forrentede obligationer.

Endelig kan forskelle i likviditet begrunde en vis forskel i kursdannelse mellem ellers tætte substitutter, idet en stor likviditet i høj grad begrænser risikoen for investorerne. De er derfor ofte villige til at nøjes med en lavere forrentning af likvide papirer. Skatkammerbevismarkedet var i tiden op til den omvendte auktion betydeligt mere likvidt end markedet for variabelt forrentede obligationer, hvor det gennem nogen tid var vanskeligt at afsætte større portioner papirer. Dette har formodentlig gjort skatkammerbeviser mere attraktive for investorer med en aktiv porteføljepleje og kan derfor delvist begrunde den fundne undervurdering af variabelt forrentede statsobligationer. Omvendt kan den forholdsvis ringe likviditet i referenceobligationen give "for høje" kuponer på de variabelt forrentede obligationer, hvilket nærmere trækker i retning af en højere kurs på disse.

Den opstillede teoretiske model tager kun hensyn til to forhold i kursdannelsen, dels at varigheden af referenceobligationen er højere end varigheden af de variabelt forrentede obligationer, dels at der er en tidsforskydning i kuponfastsættelsen. Selv hvis der tages hensyn til de "værst mulige effekter" af den skattemæssige forskelsbehandling mellem referenceobligation og skatkammerbeviser/alternativ placering for investorer, må markedskurserne på de variabelt forrentede statsobligationer anses for at være klart undervurderede.

5.5. Overvejelser om opkøbsmetode

På basis af de refererede beregninger blev det vurderet, at der for staten som udsteder ville være en betydelig statsfinansiell gevinst ved at udskifte variabelt forrentede obligationer med andre papirer.

Udgangspunktet var, at et eventuelt opkøb af variabelt forrentede statspapirer fuldt ud skulle modsvares af nyudstedelse af andre papirer. Erstatning af en stor del af de opkøbte variabelt forrentede obligationer med skatkammerbeviser ville kun i ringe grad påvirke varigheden af den udestående statsgæld.

Der tegnede sig umiddelbart tre hovedstrategier for et eventuelt opkøb, nemlig dels et løbende opkøb, dels et købstilbud på en given dag og endelig en omvendt auktion.

Løbende opkøb fra markedet

Et løbende opkøb kunne foregå ved, at Nationalbanken satte købspriser i markedet eller løbende købte op fra børsmæglere, der stiller salgskurser.

Fordelen ved et løbende opkøb ville umiddelbart være, at man langsomt og uden nævneværdige kursændringer kunne dræne markedet for variabelt forrentede statsobligationer. Da markedet for variabelt forrentede obligationer er præget af en relativt lille omsætning, ville der i praksis sandsynligvis hurtigt komme en reaktion i form af kursstigninger, hvis der ønskedes opkøbt betydelige mængder.

Købstilbud på en given dag

Et købstilbud på en given dag kunne formuleres som et tilbud om, at staten på den givne dag ville købe variabelt forrentede obligationer til en på forhånd fastsat kurs.

Tilbudskursen kunne fx være den aktuelle dagspris, eventuelt justeret for forudsigelige ændringer i markedskursen eller eventuelt med et mindre tillæg, men det var vanskeligt at finde argumenter for at fastsætte tillægget. Såfremt det på forhånd blev besluttet ikke at acceptere kurser over markedskurserne, ville et købstilbud give markedet klar besked herom.

Det var imidlertid svært at vurdere, i hvilket omfang investorerne ville vælge at indfri obligationerne. Derved ville der følge stor usikkerhed omkring håndtering af de likviditetsmæssige konsekvenser af et sådant tilbud. Det forekom samtidig uhensigtsmæssigt at have mulighed for pro rata opkøb, idet visse investorer så kunne have ubetydelige og/eller uønskede beholdninger tilbage.

Omvendt auktion

På en omvendt auktion ville ejerne af variabelt forrentede obligationer få et tilbud om på en nærmere specificeret dag at indgive salgstilbud med specifikation af mængder og de kurser, de var villige til at afhænde obligationerne til. Der kunne herefter vælges et sæt skæringskurser. Alle tilbud med kurs under eller på skæringskursen ville blive accepteret. En omvendt auktion ville give mulighed for samtidig at afveje pris og mængde.

Usikkerheden for investorerne ved at afgive tilbud ville begrænses af, at de kendte markedskursen i dagene op til og efter annonceringen af den omvendte auktion.

En omvendt auktion indebar, at alle ville få lige adgang til salg og kunne afgive egne bud. Samtidig ville det være en fordel, at alle kunne iagttage de købte mængder.

Auktionen kunne enten være af den type, hvor alle tilbud på eller under skæringskursen afregnes til skæringskursen, eller den type, hvor der afregnes til den kurs, der er tilbudt. Den første type kendes fra skatkammerbevisauktionerne, hvorfor markedsdeltagerne måtte antages at være fortrolige med den. Den anden auktionsform ville umiddelbart være velegnet til at "skumme" markedet, men ville sandsynligvis indskrænke mængde og spredning af tilbuddene og betyde en stigning i middelkurstillbuddet.

Valg af opkøbsmetode

De ovenstående overvejelser gjorde, at det blev foretrukket at opkøbe ved en omvendt auktion, hvor der blev afregnet til de valgte skærings-

kurser. Det valgtes endvidere at offentliggøre baggrunden for beslutningen. Hensynet til håndteringen af likviditetsforholdene gjorde, at der blev sat et maksimum på 25 mia.kr. for det samlede opkøb. Beløbet skulle også tjene som signal til investorerne om, at der var mulighed for et opkøb af væsentlig størrelse. Refinansieringen er foregået på helt samme måde som ved ordinære afdrag og omtales ikke yderligere her.

Det blev besluttet at opkøbe i de 7 længste variabelt forrentede papirer, men ikke i serien, der forfalder i november 1992, idet kursen på denne serie er meget tæt på 100.

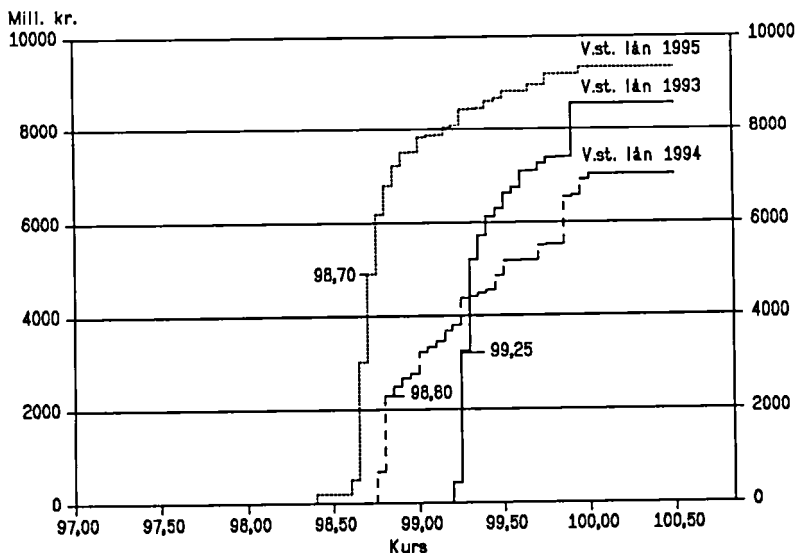
5.6. Forløbet af den omvendte auktion

Der blev på den omvendte auktion den 9. marts 1992 modtaget i alt 584 salgstilbud fra 47 fondshandlere. Tilbuddene omfattede salg af i alt 42,8 mia.kr. variabelt forrentede obligationer, svarende til 57 pct. af den cirkulerende mængde på 75 mia.kr. i de 7 serier.

Salgstilbuddene i de 7 serier fremgår af figur 5.6.1., 5.6.2. og 5.6.3., hvor de kumulerede tilbud til hver kurs er anført. Endvidere er der i figurene for hver serie markeret den valgte skæringskurs.

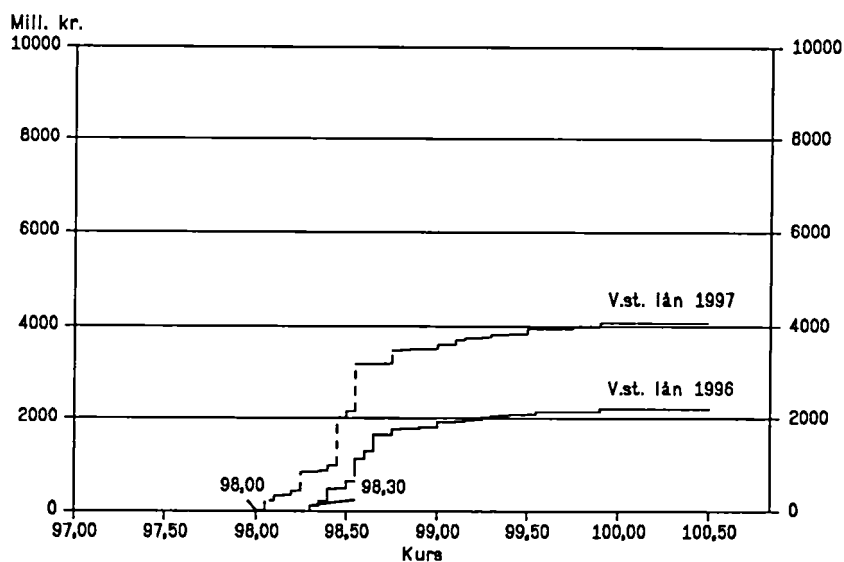
Figur 5.6.1.

Kumulerede tilbud til hver kurs for V.st.lån 1993, 1994 og 1995



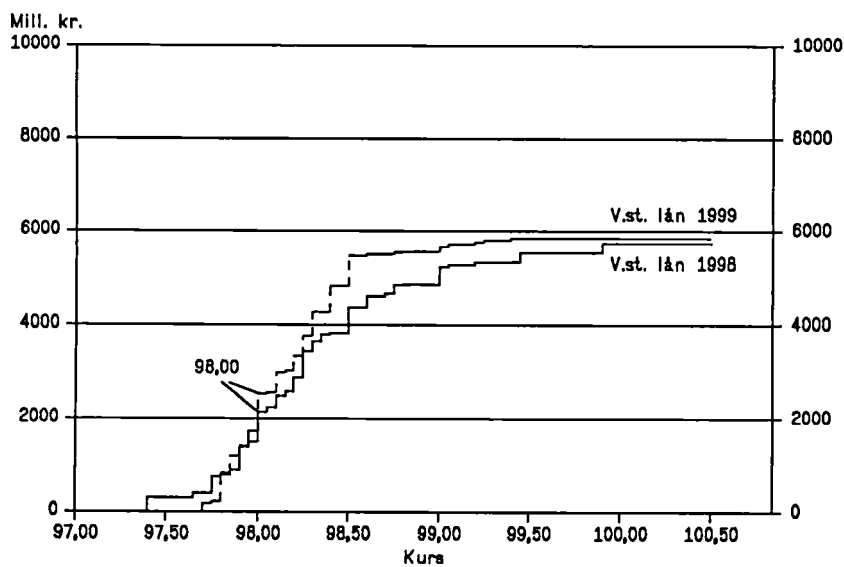
Figur 5.6.2.

Kumulerede tilbud til hver kurs for V.st.lån 1996 og 1997



Figur 5.6.3.

Kumulerede tilbud til hver kurs for V.st.lån 1998 og 1999



I valget af skæringskurser blev der taget udgangspunkt i kurserne før offentliggørelsen af opkøbstilbuddet. I tabel 5.6.1. er anført en oversigt over kurserne på de enkelte serier af variabelt forrentede obligationer. Kursen den 28. februar er den seneste før offentliggørelsen af tilbuddet om opkøb. Op til selve auktionen steg kurserne op til 0,50 point, især for de længste serier.

Tabel 5.6.1.
Oversigt over kurser

	Min. jan-feb	Max. jan-feb	Gns. jan-feb	Kurs 28/02	Kurs 06/03
V.st.93	99,00	99,20	99,08	99,15	99,25
V.st.94	98,50	98,90	98,64	98,80	98,80
V.st.95	98,20	98,65	98,49	98,65	98,65
V.st.96	97,80	98,25	98,05	98,20	98,40
V.st.97	97,30	97,75	97,57	97,75	98,15
V.st.98	97,25	97,65	97,40	97,40	97,80
V.st.99	97,10	97,60	97,31	97,25	97,75

Kurserne i salgstilbuddene lå generelt noget over de markedskurser, der var gældende i januar og februar. Såfremt skæringskurserne var blevet fastsat til kurserne den 28. februar 1992, ville det samlede opkøb have udgjort 5,6 mia.kr. næsten udelukkende i serierne 1994 og 1995.

Der blev på den omvendte auktion fastsat skæringskurser, som betød, at der blev accepteret tilbud for yderligere knap 10 mia.kr. Skæringskurserne og de accepterede tilbud fremgår af tabel 5.6.2.

Der kan opgøres en umiddelbar statslig besparelse i forhold til de beregnede teoretiske kurser. Denne beregnede umiddelbare besparelse er en helt isoleret betragtning vedrørende den omvendte auktion, hvor der tages hensyn til placeringen af de enkelte bud. Ved denne beregning tages der således højde for, at en højere skæringskurs ville medføre en højere afregningskurs, også for de tilbud, der var lavere.

Det vurderedes, at der ved accept af lidt højere kurser end kurserne for den 28. februar 1992 kunne opnås en betydelig statsfinansiell gevinst. Til gengæld blev det vurderet, at yderligere stigninger i skæringskurserne ville give enten en helt marginal gevinst eller kræve uacceptabelt høje kurser. Ved de valgte skæringskurser kan der opgøres en umiddelbar statslig besparelse på i alt ca. 140 mill.kr.

Tabel 5.6.2.
Tilbud og skæringskurser. Mill.kr.

	Udestå- ende	Tilbud i alt	Acceptere- de tilbud	Skærings- kurs
V.st.93 ...	15.000	8.549	3.260	99,25
V.st.94 ...	13.200	7.015	2.304	98,80
V.st.95 ...	14.550	9.341	4.927	98,70
V.st.96 ...	4.160	2.215	115	98,30
V.st.97 ...	7.500	4.087	23	98,00
V.st.98 ...	10.400	5.738	2.147	98,00
V.st.99 ...	10.200	5.853	2.526	98,00
I alt	75.010	42.798	15.302	

Appendiks 5.A.

Teoretiske kurser på variabelt forrentede statsobligationer

5.A.1. Variabelt forrentede obligationer generelt

På et variabelt forrentet lån tilpasses kuponen løbende til markedsrenten. Derved vil renteændringer i stedet for kun at slå ud i kursen også slå ud i den pålydende rente. Variabelt forrentede lån er derfor normalt mere kursstabile end fast forrentede lån med tilsvarende restløbetid og vil være mere kursstabile, jo flere terminer der er om året.

Markedsrenten, der anvendes ved fastsættelsen af kuponerne, kaldes reference-renten(obligationen). Har den variabelt forrentede obligation og dens referenceobligation samme egenskaber, bliver kursdannelsen på terminstidspunkterne meget simpel. Med fx kvartalsvise terminer vil den "rigtige" kurs på et terminstidspunkt således være præcis 100, hvis:

- 1) referencerenten er en 3-månedersrente,
- 2) kuponen til den kommende termin er lig referencerenten på den nuværende terminsdato, og
- 3) referenceobligationen og den variabelt forrentede obligation har samme likviditet og kreditrisiko og behandles skattemæssigt ensartet.

Mellem terminsdatoerne kan der være afvigelser fra kurs 100 på en sådan "ren" variabelt forrentet obligation, da obligationen har en vis kursfølsomhed som følge af, at den næste kupon er fastlåst.

Ofte har referenceobligationen dog ikke ovenstående simple egenskaber. Såfremt dette er tilfældet, bliver kursdannelsen mere uigennemsigtig og vil afhænge af den specifikke formulering af referencerenten.

5.A.2. Fire (simple) eksempler på beregning af teoretisk kurs

Betragt en variabelt forrentet obligation med 1-årige terminer, der har to terminer (termin 1 og 2) tilbage, inden den udløber. Det ønskes at bestemme den teoretiske kurs på obligationen på terminstidspunktet 0.

Obligationen har følgende betalinger tilbage:

Termin 1: Kupon 1	= K_1
Termin 2: Kupon 2	= K_2
Hovedstol	= 100

I alle eksempler forudsættes, at nulkuponrentestrukturen til forrige termin (-1), den nuværende termin (0) og den forventede nulkuponrentestruktur til næste termin (1) er som i nedenstående tabel:

	Termin -1	Termin 0	Termin 1
1-årig nulkuponrente	$R1(-1) = 0,098$	$R1 = 0,094$	$F1 = 0,092$
2-årig nulkuponrente	$R2(-1) = 0,096$	$R2 = 0,093$	$F2 = 0,090$

Den teoretiske kurs til terminstidspunkt 0 på den variabelt forrentede obligation er givet ved:

$$\text{Kurs} = \frac{K1}{1+R1} + \frac{K2+100}{(1+R1)(1+F1)}$$

For at bestemme den teoretiske kurs må referencerenten kendes. Det antages, at skatte-, likviditets- og kreditrisikoforhold ikke har betydning for kursdannelsen.

- a) Referencerenten er en 1-årig nulkuponrente, og kuponen til den kommende termin sættes lig referencerenten i pct. ved forrige termin, dvs. $K1 = 100 \cdot R1$ og $K2 = 100 \cdot F1$. Kursen på den variabelt forrentede obligation bliver:

$$\frac{100 \cdot R1}{1+R1} + \frac{100+100 \cdot F1}{(1+R1)(1+F1)} = 100$$

Dette resultat er for det første uafhængigt af de konkrete forventninger, der er listet ovenfor, for det andet af, hvor mange terminer der er tilbage til udløb af obligationen. I de følgende eksempler genfindes denne simple sammenhæng ikke.

- b) Referencerenten er en 1-årig nulkuponrente, og kuponen til den næste termin sættes lig referencerenten i pct. to terminer før. Hermed vil $K1 = 100 \cdot R1(-1)$ og $K2 = 100 \cdot R1$, dvs. kursen på den variabelt forrentede obligation bliver:

$$\frac{100 \cdot R1(-1)}{1+R1} + \frac{100+100 \cdot R1}{(1+R1)(1+F1)} = 100,53$$

Kursen bliver her over 100, da det forudsatte rentefald betyder, at kuponerne bliver "for store" på grund af forsinkelsen i kuponfastsættelsen.

- c) Referencerenten er en 2-årig nulkuponrente, og kuponen til den kommende termin sættes lig referencerenten i pct. på forrige termin, dvs. $K1 = 100 \cdot R2$ og $K2 = 100 \cdot F2$. Hermed bliver kursen på den variabelt forrentede obligation:

$$\frac{100 \cdot R_2}{1 + R_1} + \frac{100 + 100 \cdot F_2}{(1 + R_1)(1 + F_1)} = 99,74$$

Kursen bliver her under 100, da den lavere rente på den 2-årige nul kuponobligation, når der er en invers rentestruktur, giver "for lave" kuponer.

- d) Referencerenten er en 2-årig nul kuponrente, og kuponen til den kommende termin sættes lig referencerenten i pct. to terminer tidligere, dvs. $K_1 = 100 \cdot R_2(-1)$ og $K_2 = 100 \cdot R_2$. Kursen på den variabelt forrentede obligation bliver da:

$$\frac{100 \cdot R_2(-1)}{1 + R_1} + \frac{100 + 100 \cdot R_2}{(1 + R_1)(1 + F_1)} = 100,27$$

Eksemplerne viser generelt, at der kan være afvigelser fra kurs 100 på terminstidspunkterne. Specielt vil en faldende rente over tid betyde, at hvis der er et lag i kuponfastsættelsen (eksempel b), fås en teoretisk kurs over 100. Omvendt vil en længere varighed af referenceobligationen (eksempel c) give kurser under 100, såfremt der er en invers rentestruktur. Eksemplerne viser også, at har referenceobligationen begge ovenstående egenskaber (eksempel d), vil kombinationen af invers rentekurve og rentefaldsforventninger betyde, at hverken kurser over, på eller under 100 på forhånd kan udelukkes (en stigende rentestruktur og rentestigningsforventninger vil give det samme billede).

5.A.3. Teoretisk kurs på variabelt forrentede statsobligationer

Ovenstående eksempler er simple i den forstand, at der blev taget udgangspunkt i et givet sæt af forventninger til den fremtidige renteudvikling. I praksis er bestemmelsen af de forventede fremtidige kuponer imidlertid det største problem ved en teoretisk prisfastsættelse af variabelt forrentede obligationer.

En modellering af de fremtidige kuponer kan fx tage form af stokastiske simulationer af forventede renteændringer eller tage udgangspunkt i de oplysninger, der implicit ligger om den middelforventede fremtidige rentestruktur i den nuværende.

Det er valgt at modellere de fremtidige kuponer på de variabelt forrentede obligationer ved hjælp af den nuværende rentestruktur og en antagelse om, at rentevolatiliteten er 0, således at alle obligationer har samme forventede afkast over en given horisont. I denne beregningsmetode ligger implicit, at alle afvigelser fra en flad rentekurve forklares ved renteforventninger.

Kuponen på de variabelt forrentede statsobligationer fastlægges ved referencerentens gennemsnitlige værdi i pct. i en periode fra 6 måneder og 10 dage til 3 måneder og 10 dage før udbetaling. Referencerenten har desuden en varighed på omkring 1,25 år. Det antages derfor i det følgende, at varigheden for referenceobligationen er 1,25 år, at kuponerne beregnes 145 dage før forfald, samt endelig at referencerentebestemmelsen følger nul kuponrentestrukturen frem til det sidste afdrag på de variabelt forrentede obligationer.

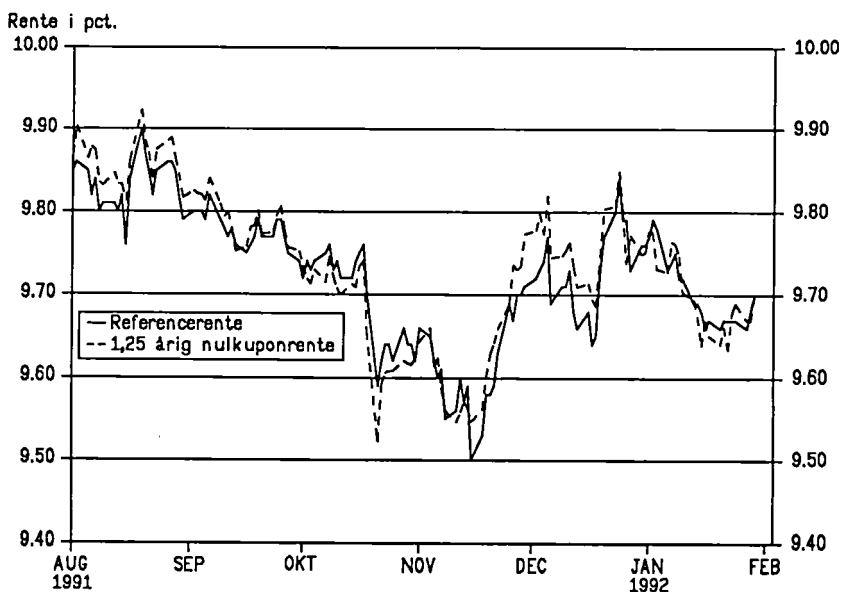
Hvis den nuværende inverse rentekurve ikke forklares alene ved forventningsteori, men også er invers uden rentefaldsforventning, vil de beregnede ligevægtskurser være for store. I dette tilfælde vil kuponerne nemlig blive konsekvent "for små"

på grund af referenceobligationens længere varighed, mens lagget i kuponfastsættelsen ingen betydning vil have. Omvendt vil en fremtidig stigende rentestruktur i den korte ende give "for høje" kuponer og derved højere kurser end ligevægtskursen. Det er valgt ikke at tage hensyn til sådanne forhold, idet det vil implicere forventninger om forskelle i middelaflast mellem nulkuponobligationer af forskellig løbetid. Sådanne antagelser vil direkte slå ud i vurderingen af enhver låntagning, der alt afhængig af antagelsen vil være enten dyr eller billig. Derfor vil en sådan antagelse også have konsekvenser for vurderingen af kursdannelsen på variabelt forrentede obligationer.

I figur 5.A.3.1. er afbildet nogle historiske observationer af referencerenten sammenholdt med den 1,25-årige nulkuponrente estimeret i den tilsvarende periode. Estimationen er baseret på en række af de obligationer, der indgår eller senere vil indgå i beregningen af referencerenten, og er derfor det "bedst mulige" udgangspunkt. Antagelsen om varigheden af referencerenten og ingen afvigelse i forhold til nulkuponrenten forekommer rimelige.

Figur 5.A.3.1.

Referencerente og estimeret 1,25-årig nulkuponrente



Ud fra den estimerede nulkuponrentestruktur kan 1,25-årige forwardrenter beregnes for alle løbetider. Den 1,25-årige forwardrente for en løbetid på fx 5 år udtrykker, hvad den 1,25-årige nulkuponrente om 5 år forventes at være, hvis det forventede afkast af at holde en 5-årig nulkuponobligation i de næste 5 år frem til udløb skal svare til afkastet af at holde en 6,25-årig nulkuponobligation og sælge den efter 5 år, hvor den jo netop er blevet til en 1,25-årig nulkuponobligation. Det bedste bud på kuponen på en variabelt forrentet obligation er derfor den 1,25-årige forwardrente

145 dage før terminsdatoen. Samtidig opnås, at der bliver konsistens mellem de anvendte diskonteringsfaktorer, dvs. nulkuponrenterne, og kuponerne beregnet ved hjælp af forwardrenterne.

Ud fra nulkuponrentestrukturen den 30. december 1991 er de forventede fremtidige kuponer på de variabelt forrentede obligationer beregnet. Herefter er den teoretiske kurs beregnet ved at tilbagediskontere kuponerne med den nuværende nulkuponrente på forfaldstidspunktet. Resultatet af beregningerne sammenholdt med markedskurserne den pågældende dag ses i tabel 5.A.3.1.

Tabel 5.A.3.1.

Markedskurser og teoretiske kurser den 30. december 1991

	Teoretisk kurs	Markedskurs
V. st.lån 92	99,79	99,60
V. st.lån 93	99,62	99,10
V. st.lån 94	99,64	98,70
V. st.lån 95	99,57	98,50
V. st.lån 96	99,54	98,25
V. st.lån 97	99,45	97,70
V. st.lån 98	99,38	97,60
V. st.lån 99	99,39	97,50

Det ses af tabel 5.A.3.1., at de korte variabelt forrentede obligationer har en teoretisk kurs på knap 100, mens de længere har en svagt lavere kurs. Dette skyldes, at kuponerne generelt er mindre end 0,25-års forwardrenten. Dette modvirkes dog delvist af lagget i kuponfastsættelsen på 145 dage. Markedskurserne for variabelt forrentede obligationer ligger ganske meget under de teoretiske priser.

Kapitel 6.

Samordnet styring af statsgæld og valuta-reserve

6.1. Baggrund for samordnet styring af gæld og reserve (nettostyring)

Den 1. juli 1991 blev de administrative opgaver vedrørende statsgælden flyttet fra Finansministeriet til Nationalbanken. En af grundene hertil var et ønske om at samordne styringen af den udenlandske statsgæld og valutareserven. I dette kapitel skitseres fordelene ved nettostyring af valutakursrisikoen, og der redegøres for, hvilke retningslinjer der lægges til grund for administrationen. I kapitel 7 fremlægges det porteføljeteoretiske oplæg, der anvendes i forbindelse med udarbejdelsen af retningslinjerne.

Regnskabsmæssigt har statsgælden og valutareserven intet med hinanden at gøre. Statsgælden figurerer i statsregnskabet og valutareserven i Nationalbankens regnskab. Der er imidlertid flere forhold, der taler for, at en samordning af de to størrelser er hensigtsmæssig, og at de to størrelser styringsmæssigt bør ses under ét.

For det *første* har selve formålet med optagelse af udenlandske statslån været hensynet til valutareservens størrelse. I forhold til de øvrige bidrag til valutareserven: overskuddet på den løbende betalingsbalance, nettokapitalimport m.m. har staten været "residual" låntager. Staten har optaget udenlandske lån og stillet provenuet til rådighed for Nationalbanken, når der har været behov for yderligere valuta i valutareserven. Formålet med at optage udenlandske statslån har derimod ikke været at finansiere underskuddet på statens finanser, som alene finansieres gennem udstedelse af indenlandske kroneobligationer.

En *anden* grund til at se samlet på den udenlandske statsgæld og reserven er, at Nationalbankens overskud, hvis det ikke henlægges¹⁾, tilfalder staten. Set ud fra en opgørelse af, hvordan valutakurserne påvirker statens finanser, kan statsgældens valutasammensætning ikke ses isoleret. Både gældens og reservens valutasammensætning har betydning for statens position og følsomhed over for valutakursudsving.²⁾

¹⁾ Lov om Danmarks Nationalbank § 19.

²⁾ Staten er dog også ad andre veje påvirket af valutakurserne.

En tredje grund er, at dobbeltarbejde i forbindelse med vurdering af valutaforhold, udenlandske renteforhold m.m. undgås, og at de vurderinger, der lægges til grund for styringen af de to porteføljer, er ensartede.

Ud fra disse overvejelser kan der argumenteres for, at statens og Nationalbankens valutamæssige positioner bør ses under ét og ikke hver for sig, selv om positionerne optræder i hver sit regnskab. En samordning vil ikke forhindre, at der vil optræde betydelige kursreguleringer af gæld og reserve hver for sig, men set under ét kan det sikres, at kursreguleringerne bliver mere begrænsede.

Historisk har der været ganske store valutakursgevinster og -tab. Både valutareserven og den udenlandsk statsgæld er beløbsmæssigt meget store, og selv begrænsede udsving i valutakurserne kan betyde meget store gevinster og tab. Tabel 6.1.1. viser udviklingen i valutareserven, den udenlandske statsgæld og valutakursgevinster og -tab på gæld og reserve.

Tabel 6.1.1.

Valutakursgevinst/-tab på valutareserve og udenlandsk statsgæld. Mia.kr.

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Valutareserve . . .	53,5	35,9	64,4	76,2	44,9	63,3	44,6
- valutakursgevinst	-2,1	-0,9	-0,1	2,9	-1,9	-2,4	1,4
Statsgæld	92,9	119,9	127,6	124,3	116,0	119,1	92,3
- valutakursgevinst	10,7	7,8	6,2	-6,5	4,0	3,2	-0,3
Nettogæld	39,4	84,0	63,2	48,1	71,1	55,8	47,8
Nettokursgevinst .	8,6	7,0	6,1	-3,6	2,1	0,8	1,1

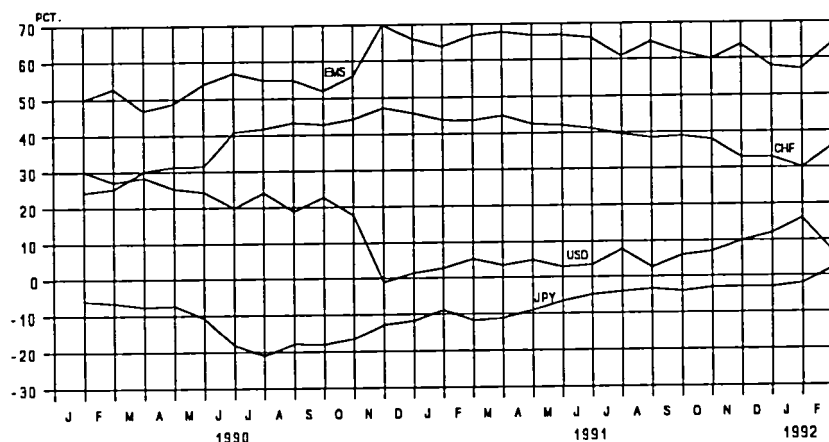
I alle årene er gevinster og tab på gæld og reserve gået i hver sin retning. Det skyldes især, at USD, som har vist store udsving i forhold til EMS-valutaerne, indgår med en betydelig vægt både i gæld og reserve. Kursreguleringer af gælden er derfor delvist blevet modsvaret af modsatte reguleringer af reserven.

Selv om statsgælden og reserven har været administreret hver for sig, har fordelingen af reserven og gælden også tidligere været drøftet mellem Nationalbanken og Finansministeriet, således at der har kunnet tages

hensyn til nettofordelingen i forbindelse med administrationen af statsgælden og reserven.

Figur 6.1.1. viser udviklingen i andelen af USD, JPY, CHF og EMS-valutaer. Andelen i nettogælden af USD blev bragt ned i november 1990, idet Finansministeriet omlagde gæld fra USD til kroner, jf. "Statens låntagning og gæld 1990". Nettogælden i USD har gennem 1991 fortsat været meget lav, idet den dog er steget lidt i det sidste kvartal.

Figur 6.1.1.
Nettogældens valutariske sammensætning



Når CHF har udgjort en så relativt stor del af nettogælden, skyldes det, at CHF har været en gunstig valuta at låne i; renten har været og er fortsat lav, og der har været et vist pres nedad på CHF-kursen. I modsætning hertil har CHF ikke været nogen hensigtsmæssigt valuta at placere valutareserven i, og dermed har CHF udgjort en stor andel af nettogælden.

En del af udsvingene i nettogældens andel af CHF fra måned til måned skyldes forskydninger i reservens størrelse. Når reserven øges som følge af kapitalindstrømning, vil nettogælden falde. Det betyder, at CHF-gælden - der ikke er beløbsmæssigt ændret - kommer til at udgøre en større *andel* af nettogælden. For de andre valutaer vil der også ske ændringer i andelen af nettogælden som følge af ændringer i statsgældens størrelse i forhold til reservens størrelse. Denne mekanisme illustrerer, hvorfor det er hensigtsmæssigt at styre nettogælden, idet der jo

ikke er nogen grund til at ændre de relative positioner som følge af ændringer i reserven.

6.2. Styring på baggrund af en neutral valutafordeling

Styringen af statsgæld og reserve omfatter ud over fastlæggelse af valutasammensætningen også stillingtagen til en række andre vigtige risikofaktorer så som rentefølsomhed, løbetidssammensætning, likviditet og kreditrisici. Men valutakursrisikoen er langt den vigtigste af disse risikofaktorer, og kun dette aspekt vil blive behandlet i dette kapitel.

Som grundlag for styringen af nettogældens sammensætning fastlægges en såkaldt *neutral valutafordeling*, som danner den strategiske basis for den daglige styring. Denne sammensætning fastsættes efter drøftelse mellem Nationalbanken, Finansministeriet og Økonomiministeriet på baggrund af et oplæg udarbejdet af Nationalbanken.

Den neutrale valutafordeling afspejler en afvejning af de mere langsigtede forventninger til afkast og risiko. I den daglige administration af nettogælden kan den faktiske sammensætning være forskellig fra den neutrale sammensætning. Sådanne afvigelser afspejler, at de kortsigtede forventninger til afkast og risiko afviger fra de langsigtede forventninger, og at det derfor skønnes økonomisk fordelagtigt i en periode at fravige neutralfordelingen. Afvigelser fra den neutrale fordeling sker inden for visse på forhånd fastlagte rammer.

Ved valg af neutralfordeling for nettoporteføljen lægges stor vægt på at opnå en meget lav risiko. Dermed sikres, at nettogælden ikke viser store udsving som følge af valutakursbevægelser. Ønsket om en lav risiko skal afvejes mod ønsket om at opnå lave låneomkostninger. Som grundlag for denne afvejning anvendes en såkaldt middelværdi-varians porteføljemodel af samme type som beskrevet i "Statens låntagning og gæld" 1986-88. Den anvendte model er beskrevet i kapitel 7.

6.3. Administrationen af nettogælden

Efter overflytningen af administrationen af statsgælden til Nationalbanken pr. 1. juli 1991 har Finansministeriet, Økonomiministeriet og Nationalbanken drøftet, ud fra hvilke retningslinjer styringen af nettogælden skal foregå. I praksis er der blevet styret efter valutasammensætningen af nettogælden fra den 1. februar 1992, og efter en tilpasningsperiode er fordelingen i overensstemmelse med neutralfordelingen.

Den valgte neutralsammensætning, der er vist i tabel 6.3.1., indebærer, at andelen af de risikofyldte valutaer, USD og JPY, holdes nede

på et lavt niveau, mens resten af nettolåntagningen sker i europæiske valutaer. Tabel 6.3.1. viser også sammensætningen af nettogælden primo marts.

Tabel 6.3.1.

Sammensætningen af nettogælden primo marts 1992. Pct.

	USD	JPY	CHF	GBP	EMS ¹⁾
Gæld	19	2	17	2	60
Reserve	38	2	-10	15	55
Nettogæld	5	2	37	-8	64
Neutral fordeling	6	2	36	-9	65

Note: Gælden er korrigeret for genudlån af statslån til Storebæltsforbindelsen A/S m.m. Reserven omfatter her ikke guld, SDR m.m.

¹⁾ Ekskl. GBP.

I nettogælden udgør USD en relativt lille del, men USD udgør en noget større del af statsgælden. Den del af gælden, der er i USD, er kompenseret af en stor beholdning af USD i reserven. De betydelige bruttostørrelser for USD kan betyde, at de regnskabsmæssige reguleringer af gælden og reserven bliver væsentlige, selv om nettoreguleringen bliver lille. Derfor kan valutakursreguleringen på de to regnskaber - som nævnt - ikke ses isoleret, men må vurderes under ét.

Valutafordelingen af statsgælden påvirkes ganske mærkbart af de meget store transaktioner, der hyppigt optræder i forbindelse med optagelse, omlægning eller indfrielse af lån. Også reservens fordeling udsættes for kraftige påvirkninger, først og fremmest i forbindelse med intervention i valutamarkedet. Nettogældens sammensætning ændres således betydeligt i forbindelse med ændringer i kapitalimporten, store enkeltbetalinger, statslige afdrag og udløb af valutaswaps på statsgælden.

I praksis er det nødvendigt at følge størrelsen og sammensætningen af gælden og reserven hver dag for at sikre, at der ikke sker utilsigtede ændringer i nettogældens sammensætning. Derfor er der opbygget et system, således at nettogældens sammensætning beregnes hver dag.

Selv om der sigtes efter en bestemt nettofordeling, kan der forekomme situationer, hvor det ikke er muligt eller ønskeligt at fastholde denne

valutamæssige sammensætning. Dette kan således være tilfældet i forbindelse med uro på valutamarkedene, hvor centralbankerne som led i det internationale valutariske samarbejde i fællesskab stræber efter bestemte mål med hensyn til valutaforholdene. Såfremt den ønskede valutassammensætning i en sådan situation går i modsat retning af de internationale intentioner, må der tages hensyn til, at det internationale valutasamarbejde har store fordele for Danmark, og at det må prioriteres højt.

Kapitel 7.

Bestemmelse af neutral valutafordeling ved hjælp af porteføljemodel

7.1. Indledning

Som nævnt i kapitel 6 er udgangspunktet for styringen af nettogælden i udenlandsk valuta, at der fastlægges en neutral valutafordeling. Ud fra denne "strategiske" fordeling, der anvendes over en længere periode, indtil det vurderes, at de grundlæggende forudsætninger er forandret, fastlægges den daglige porteføljesammensætning. Som grundlag for fastlæggelsen af den neutrale fordeling anvendes et porteføljeteoretisk oplæg, der er beskrevet i dette kapitel. Oplægget er af samme type som det, der er beskrevet i "Statens låntagning og gæld" 1986-88. Ved at anvende en porteføljemodel er det muligt klart at identificere, hvilke forhold der er lagt til grund for administrationen.

7.2. Porteføljemodeller

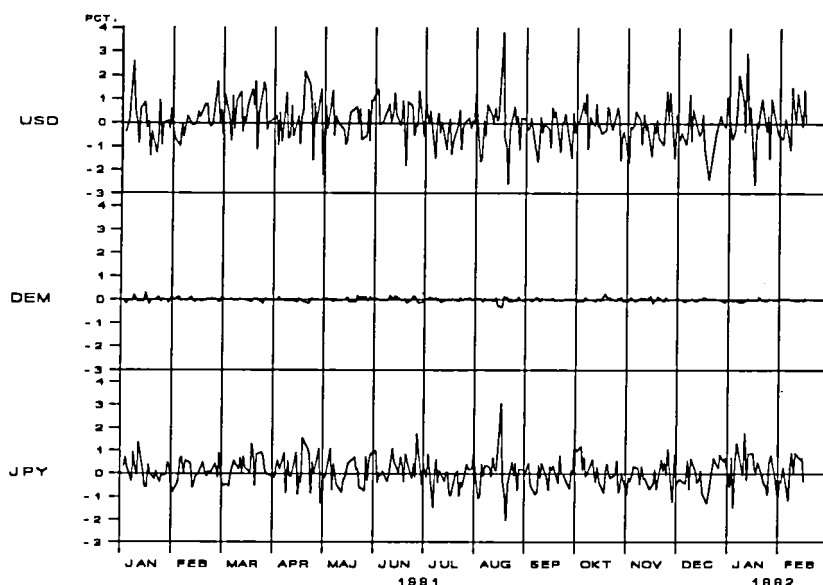
Formålet med at opstille en neutral valutafordeling for nettogælden kunne være at finde den fordeling, der vil give anledning til de laveste nettoomkostninger (udgifter på gælden minus indtægter fra reserven). I praksis er dette imidlertid ikke muligt, idet de faktiske omkostninger, der er forbundet med en given valutasammensætning, er ukendte på forhånd. Først efter en periode, når valutakurserne kendes, kan valuta-kursgevinster og -tab beregnes, og de faktiske omkostninger dermed opgøres.

Den usikkerhed, der er forbundet med at låne - eller investere - i forskellige valutaer, kan være større eller mindre, fx er der en stor usikkerhed omkring USD-kursen, mens kurserne mellem de europæiske EMS-valutaer er meget stabile. Som illustration af dette forhold er der i figur 7.2.1. vist den daglige procentvise ændring i kursen for USD, DEM og JPY.

Porteføljemodellen anvendes til at afveje den forventede risiko i forbindelse med valutasammensætningen mod den forventede omkostning, der er forbundet med denne sammensætning.

Figur 7.2.1.

Daglige procentvise ændringer i USD-, DEM- og JPY-kurserne



7.3. Forventet risiko

Risikoen udtrykkes i porteføljemodellen ved hjælp af det statistiske mål spredning (standardafvigelse).

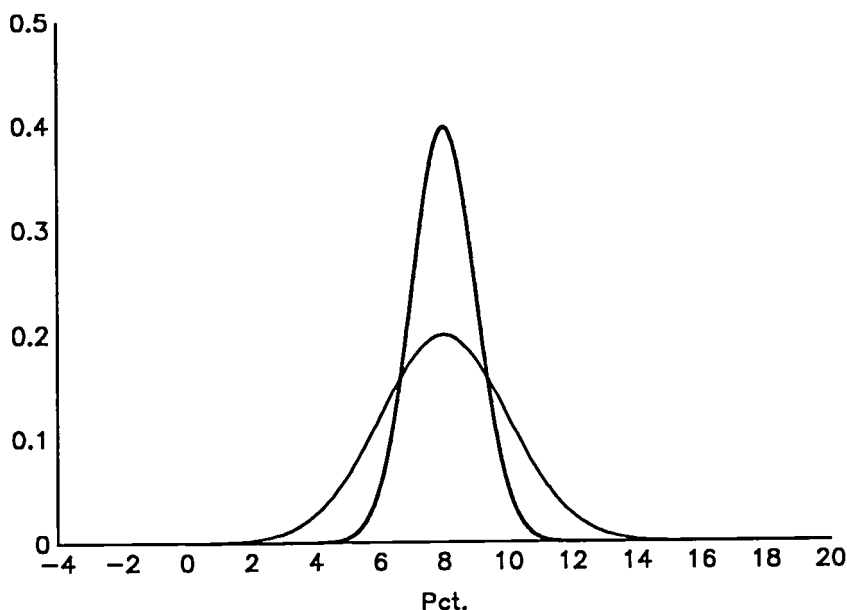
Spredningen udtrykker, hvor meget den faktiske omkostning (som kan måles efter en given periode) forventes at afvige fra den forventede omkostning. Spredningen siger ikke, hvorvidt omkostningerne kommer til at ligge over eller under den forventede værdi, blot at afvigelsen forventes at være af en vis størrelse.

De to kurver i figur 7.3.1. viser to sandsynlighedsfordelinger med forventet værdi på 8 pct. og en spredning på hhv. 1 og 2 pct. Under forudsætning om normalfordeling er der en sandsynlighed på ca. 70 pct. for, at den realiserede værdi kommer til at ligge mellem den forventede værdi minus spredningen og den forventede værdi plus spredningen.

Den risiko, der er forbundet med en valuta, kendes ikke på forhånd, derfor vurderes den på basis af den spredning, der historisk kan estimeres for den pågældende valuta. Estimationen af spredningen er i den anvendte porteføljemodell sket ved hjælp af en såkaldt GARCH-model på basis af ændringerne i de ugentlige valutakurser. I denne model - som er beskrevet i appendiks til dette kapitel - tillades, at spredningen kan variere fra uge til uge.

Figur 7.3.1.

Two sandsynlighedsfordelinger med forventet værdi på 8 pct. og spredning på hhv. 1 og 2 pct.



Figur 7.3.2. viser udviklingen i spredningen i USD, JPY, DEM og GBP over perioden 1. januar 1990 til 1. januar 1992. Selv om spredningen varierer meget fra uge til uge, er det karakteristisk, at DEM er en langt mere stabil valuta end JPY og USD.

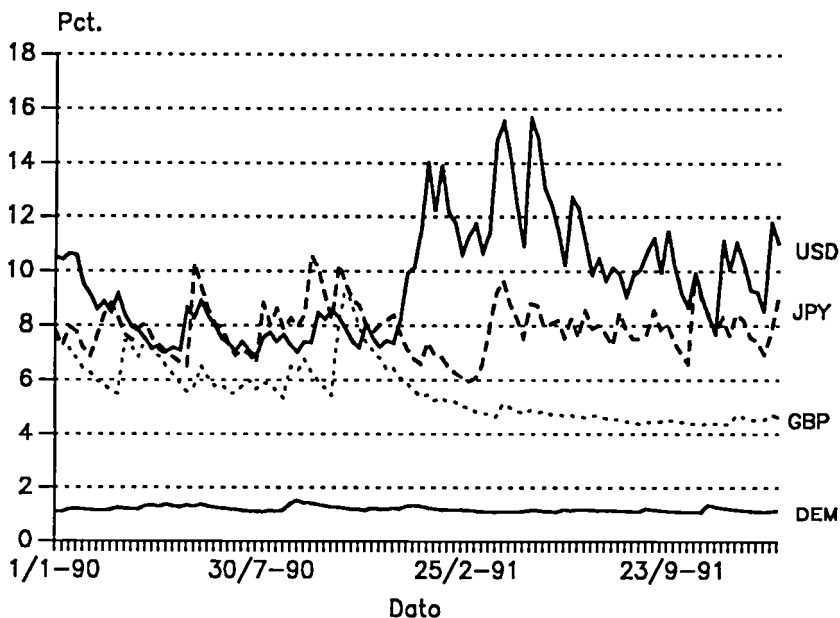
Ud fra GARCH-modellen er det muligt at beregne en langsigtet spredning, der kan tages som udtryk for et normalt niveau for risikoen i hver valuta. Det skal understreges, at den forventede risiko godt kan afvige fra den risiko, der har været i de historiske data. Hvis forholdene for en valuta ændres væsentligt, kan de historiske oplysninger ikke mere anvendes. Som et eksempel herpå kan nævnes, at England blev medlem af det europæiske valutakurssamarbejde fra den 8. oktober 1990 - dog med bredere udsvingsgrænser end de fleste andre valutaer. Det må derfor vurderes, at risikoen ved at låne/placere i GBP er lavere efter denne dato end før.

Spredningen er et godt mål for risikoen, når valutaerne kan svinge relativt frit, således at der er mulighed for både tab og gevinst. For valutaer, der er medlemmer af EMS-systemet, er det knapt så relevant at anvende spredningen som risikomål, idet kurserne ikke kan bevæge

sig uden for interventionsgrænserne, medmindre der foretages justeringer af pariteterne. Udsvingene i EMS-valutaerne er derfor asymmetrisk fordelt og normalt begrænsede af interventionsgrænserne.

Figur 7.3.2.

Den estimerede spredning i USD, JPY, DEM og GBP



7.4. Risikospredning og samvariation (korrelation) mellem valutaer

Den samlede risiko, der er forbundet med at låne i flere valutaer, afhænger ikke alene af, hvilken risiko hver enkelt valuta har. Den afhænger også af samvariationsmønsteret mellem valutaerne.

Hvis to valutaer ikke varierer fuldstændig i takt, vil risikoen blive mindre, når låntagningen ikke sker i én valuta, men fordeles mellem de to valutaer. Der er nemlig en vis sandsynlighed for, at tab i én valuta modvirkes af den anden valutas udsving. Det er således muligt at reducere risikoen ved at sprede låntagningen på flere valutaer.

Samvariationen mellem de forventede låneomkostninger i to valutaer udtrykkes med det statistiske mål: korrelationskoefficient. Denne størrelse ligger mellem 1 og -1. Hvis korrelationskoefficienten er 1, vil der

være fuldstændig samvariation. Hvis den er 0, kan der ikke konstateres nogen samvariation, og hvis den er ± 1 , er der en perfekt modsat samvariation, således at tab i den ene valuta modvirkes af gevinster i den anden valuta. Jo mindre korrelationskoefficienten er, jo mere kan vindes ved at sprede porteføljen, idet der bliver mindre sandsynlighed for tab i flere valutaer samtidig.

Tabel 7.4.1. viser de estimerede korrelationskoefficienter og de anvendte spredninger. Tallene er estimeret på basis af ugentlige observationer. Spredningerne er omsat til årsrater.

Tabel 7.4.1.

Korrelation og spredning for forskellige valutaer

	USD	JPY	GBP	CHF	DEM	FRF	NLG	XEU
USD . . .	1,00	0,41	0,21	-0,15	-0,15	0,16	-0,10	0,18
JPY . . .	0,41	1,00	0,17	0,17	0,06	0,15	0,07	0,20
GBP . . .	0,21	0,17	1,00	0,15	0,01	0,16	0,06	0,70
CHF . . .	-0,15	0,17	0,15	1,00	0,34	0,20	0,33	0,32
DEM . .	-0,15	0,21	0,01	0,34	1,00	0,46	0,95	0,63
FRF . . .	0,16	0,15	0,16	0,20	0,46	1,00	0,42	0,64
NLG . .	-0,10	0,07	0,06	0,33	0,95	0,42	1,00	0,64
XEU . .	0,18	0,20	0,70	0,32	0,63	0,64	0,64	1,00
	-----				Pct. p.a.	-----		
Spredning	10,4	7,4	4,3	3,4	1,3	1,0	1,2	1,3

De europæiske valutaer - især medlemmerne af EMS-samarbejdet - har en lav spredning, mens spredningen på USD og JPY som nævnt er langt større.

7.5. Forventede omkostninger

De forventede omkostninger/indtægter ved at låne/placere over en periode kan deles op i 3 elementer:

- 1) Renter
- 2) Valutakursgevinst/-tab
- 3) Børskursgevinst/-tab

Børskursgevinst/-tab udtrykker især effekten af, at renteniveauet ændrer sig. For obligationer kan det også spille en rolle, at kursen ændres som følge af ændringer i markedets vurdering af den enkelte udsteders kreditværdighed eller af den enkelte obligationsseries likviditet.

Da nettogælden består af statsgæld minus reserve, kan det være relevant at tage højde for forskellige renter på lån og placeringer i hver valuta. Kapitalmarkederne er efterhånden blevet så udbyggede og konkurrencebetonede, at der ikke mere er så store forskelle mellem placerings- og lånerenterne, ligesom swapmarkederne giver mulighed for at omlægge ganske effektivt mellem de relevante valutaer. Derfor er der i det følgende kun taget hensyn til én rente i hver valuta.

Som udgangspunkt er det antaget, at omkostningerne ved lån/placering i hver valuta svarer til den 2-årige swaprente. Denne løbetid svarer rimeligt til løbetiden på både reserve og statsgæld. Der tages ikke hensyn til eventuelle forventede børskursgevinster/-tab eller til kreditrisikoen.

7.6. Restriktioner på valutaandelene

Selv om modellen tager sigte på styring af nettogælden, skal der tages hensyn til de restriktioner, som må gælde for sammensætningen af reserven. Disse restriktioner på valutafordelingen af reserven skyldes de forskellige formål for reserven. Her kan bl.a. nævnes:

- 1) Mulighed for intervention i EMS-valutaer uden at anvende de ubegrænsede kreditter, der er til rådighed for Nationalbanken i kraft af EMS-samarbejdet. Der kan fx være tale om intervention, selv om kursen ikke er på interventionspunktet.
- 2) Mulighed for intervention i valutaer uden for EMS - især i situationer, hvor anvendelse af EMS-valutaer vil være uhensigtsmæssig eller uønsket. Der kan også opstå behov for, at Nationalbanken skal deltage i fælles europæisk intervention over for USD og JPY.
- 3) Som buffer for store betalinger, især statslige afdragsbetalinger.

Reservens funktion som interventionsberedskab indebærer, at placeringen til dels må afspejle, hvilke valutaer det typisk vil være hensigtsmæssigt at bruge til intervention. Reservens funktion som beredskabsskasse indebærer også, at placeringen skal foretages i meget likvide instrumenter, således at det er muligt hurtigt at realisere en stor del af beholdningen uden væsentlige omkostninger.

Ud over de hensyn, der udspringer af reservens funktioner, skal reserven også administreres ud fra hensyn til centralbanksamarbejdet - især det formelle samarbejde inden for EMS. Intervention i andre EMS-valutaer kræver således som hovedregel forudgående tilladelse fra den pågældende centralbank. Der kræves derimod ikke forudgående orientering af eller tilladelse fra andre EMS-centralbanker, når sammensætningen af reserven ændres, medmindre transaktionerne er af en størrelse, der gør det sandsynligt, at kurser for EMS-valutaer vil blive påvirket. Det er imidlertid god tone over for alle valutaer at foretage større ændringer i sammensætningen med forsigtig hånd. Det vil ofte være urimeligt, hvis Nationalbankens salg af en valuta sker samtidig med, at valutaen er under pres.

Disse forhold gør det hensigtsmæssigt, at en del af reserven er placeret i store valutaer uden for EMS - dvs. USD og JPY. Muligheden for, at reserven skal anvendes til samordnet intervention over for ikke-EMS-valutaer, trækker naturligvis i den samme retning.

Inden for EMS-valutaerne er det mest sandsynligt, at der vil være behov for at intervenere i DEM, hvorfor en betydelig del af reserven bør være placeret i denne valuta. Placering i andre valutaer i EMS'en, fx FRF, har historisk givet en vis rentemæssig gevinst i forhold til DEM. På den anden side er der større sandsynlighed for, at FRF er under pres, når der er behov for intervention i kroner, end at DEM er under pres i samme situation.

På gældssiden er der ikke de samme grunde til at pålægge restriktioner som på reservesiden.

Der er derimod lagt restriktioner på, hvor stor bruttolåntagningen og nettoplaceringerne kan blive i hver valuta. Det sker for at undgå en såkaldt "gearing" af reserve og statsgæld. Ved gearing forstås her, at gælden øges - med mere end hensynet til et passende niveau af reserven tilsiger - i valutaer med forventet lavere omkostninger, og reserven modsvarende øges i valutaer med forventede høje afkast. En sådan opustning af gæld og reserve har mere spekulativ karakter og falder uden for formålet med forvaltningen af nettogælden.

Restriktionerne på aktiver og passiver resulterer i et forholdsvis bredt interval for nettoandelene. Det viser sig da også, at restriktionerne kun i ganske enkelte tilfælde får betydning for resultatet i de modelløsninger, hvor der ikke ønskes for stor risiko. Når der accepteres en større risiko, får gearingsrestriktionerne betydning.

7.7. Den efficiente rand

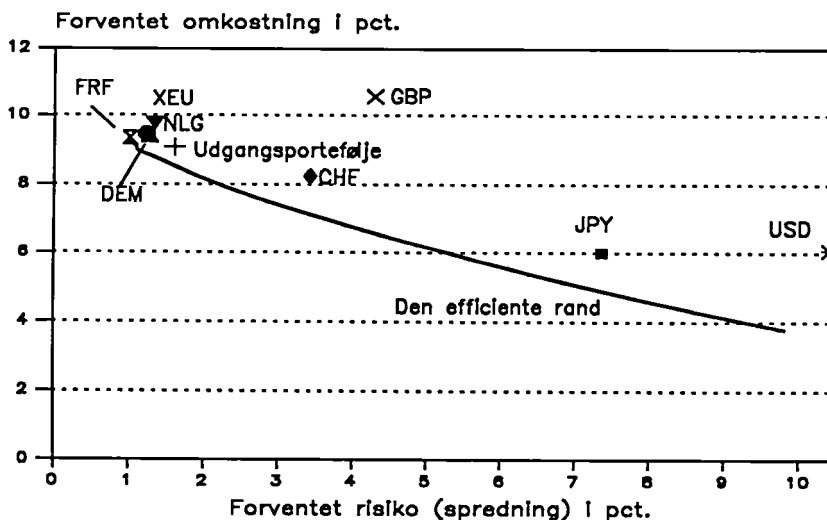
Ud fra:

- de forventede omkostninger i hver valuta,
- den forventede risiko udtrykt ved spredning,
- den forventede samvariation udtrykt i korrelationskoefficienten og
- restriktionerne på porteføljesammensætningen

kan der opstilles en række porteføljer, der har det tilfælles, at det ikke er muligt at opnå lavere forventede omkostninger, uden at den forventede risiko forøges. Disse porteføljer udgør tilsammen den såkaldte "efficiante rand". I figur 7.7.1. er dels vist omkostninger/risiko ved at låne i de forskellige valutaer, dels den efficiente rand.

Figur 7.7.1.

Omkostninger og risiko ved låntagning/placering i forskellige valutaer samt den efficiente rand



Uanset hvordan risiko afvejes i forhold til omkostninger, bør porteføljen svare til et punkt på den efficiente rand. Hvis udgangspunktet er en portefølje, der *ikke* er på den efficiente rand, vil det altid være muligt at forbedre den. Der kan enten findes en portefølje på den efficiente rand, der har samme risiko som udgangsporteføljen, men lavere omkostninger. Eller der kan findes en portefølje på den efficiente rand, der har samme omkostninger som udgangspunktet, men mindre risiko. Begge disse

sammensætninger må foretrækkes frem for udgangspunktet, idet der udelukkende sker en forbedring og ingen forværring ved at ændre porteføljens sammensætning fra udgangspunktet til en af disse porteføljer. Det vil oftest også være muligt at finde porteføljer på den efficiente rand, der forbedrer både risiko og omkostninger i forhold til udgangspunktet.

Middelværdi-variansmodellens resultater er opsummeret i tabel 7.7.1. I de første to kolonner er angivet rente og risiko for hver hovedvaluta målt på årsbasis. Det er i disse beregninger forudsat, at der ikke er forventning til ændringer i valutakursen. Det betyder, at de forventede omkostninger i hver valuta svarer til renten. Risikoen er som nævnt målt ved spredningen. Det bemærkes, at risikoen ved positioner i USD er 8 gange højere end ved positioner i EMS-valutaer. Da risikoen angiver den forventede ændring (op eller ned) i afkastet på årsbasis, er det således også klart, at renteforskellene mellem EMS og de øvrige valutaer meget let kan opvejes af ændringer i valutakurserne.

Tabel 7.7.1.

Porteføjløsninger, når der ikke er forventninger til valutakursændringer.

	Pct. p.a.		Andele i pct.		
	Rente	Risiko	Portefølje	Portefølje	Portefølje
			m. minimum- risiko	m. minimum- omkostning	m. valgt risiko
USD ...	6,1	10,4	1,2	-25,0	7,0
JPY ...	6,0	7,4	-0,7	195,0	6,8
GBP ...	10,6	4,3	4,2	-15,0	-13,7
CHF ...	8,2	3,4	0,1	0,0	22,6
EMS ..	9,4 ¹⁾	1,3 ¹⁾	95,2	-55,0	77,4
Pct. p.a.					
Nettoomkostning			9,4	3,4	8,4
Risiko			1,0	13,3	1,6

¹⁾ Rente og risiko for EMS er repræsenteret med tal for DEM. Der indgår yderligere tre EMS-valutaer i modellen - FRF, NLG og XEU.

Negative tal angiver placeringer.

I tabellen er vist tre porteføljer med nettogæld i fem valutaområder. Det bemærkes, at der indgår fire EMS-valutaer i modellen, men da risikoen ved EMS-valutaerne (i det smalle bånd) er relativt lav, og renteniveauerne ikke afviger meget fra hinanden, er fordelingen blandt disse valutaer kun af mindre betydning. En model af denne type er heller ikke særlig velegnet til at belyse fordelingen mellem valutaer, der er begrænset af interventionsgrænser, fordi spredningen ikke er et dækkende risikomål. I tabellen er "EMS" således summen af de modelbestemte andele for DEM, FRF, NLG og XEU.

Porteføljen med mindst mulig risiko er en portefølje med 95 pct. af nettopositionen i EMS-valutaer. Sammensætningen af denne portefølje er fuldstændig uafhængig af renterne i hver valuta. Ved at vælge nettovalutafordelingen med mindst mulig risiko som neutralfordeling fås således en relativt objektiv fordeling, hvor afkastforventninger ikke får indflydelse.

For illustrationens skyld vises i næste kolonne *porteføljen med mindst mulige låneomkostninger*. Her lånes så meget som muligt i JPY, og der placeres i USD og EMS. Resten placeres i GBP (op til maksimumsgrænsen) og EMS-valutaer. Denne portefølje afspejler mest af alt de anvendte restriktioner på gearing af porteføljen. Porteføljer med så høj risiko indgår ikke i de aktuelle overvejelser.

Hvis der vælges den mindst mulige risiko, tager løsningen overhovedet ikke hensyn til de forventede omkostninger. I stedet kan vælges en lidt højere risiko, hvor de forventede omkostninger får en vis indflydelse, men hvor risikoen fortsat er lav. En sådan portefølje er vist i kolonne 3. Risikoen i denne portefølje er valgt ud fra den risiko, der var forbundet med nettogælden, før nettostyringen blev startet. I denne valgte portefølje er noget af EMS-låntagningen erstattet med låntagning i valutaer med mindre forventede omkostninger, især CHF med en relativt lille risiko. Der er også en vis låntagning i USD og JPY, der har lavere forventede omkostninger end EMS-valutaer, men til gengæld større risiko. En del af midlerne skal i denne løsning placeres i GBP.

7.8. Følsomheden over for ændringer i forventningerne

I det følgende beregnes konsekvenserne af en række alternative afkastscenarier. For at fastholde risikoen tages der udgangspunkt i det valgte risikoniveau, jf. den sidste kolonne i tabel 7.7.1.

I tabel 7.8.1. vises de optimale valutafordelinger for alternative afkastforventninger (ændring i rente plus valutakurs udtrykt i pct. p.a.).

Tabel 7.8.1.**Sammensætningen af nettoporteføljer med alternative kursforventninger og den valgte risiko**

	Andel i pct.				
	USD	JPY	GBP	CHF	EMS
Nettogæld ultimo oktober	7	-3	-4	38	60
Modelløsning med den valgte risiko og forskellige forventninger til kursudviklingen:					
Uden forventninger	7	7	-14	23	77
USD: + 1 pct. p.a.	5	9	-14	22	78
- 1 pct. p.a.	9	5	-14	22	78
JPY: + 1 pct. p.a.	9	3	-15	26	77
- 1 pct. p.a.	5	10	-13	19	79
GBP: + 1 pct. p.a.	7	6	-15	22	80
- 1 pct. p.a.	7	7	-14	23	77
EMS: + 1 pct. p.a.	7	6	-5	30	62
- 1 pct. p.a.	6	10	-15	6	93
CHF: + 1 pct. p.a.	6	10	-14	5	93
- 1 pct. p.a.	7	4	-11	32	68

Negative tal angiver placeringer.

Den første række viser fordelingen uden forventninger svarende til fordelingen i tabel 7.7.1. (dvs. uden trend for valutakursudviklingen og med de eksisterende renter). I de følgende rækker i tabellen beregnes effekten på løsningen med den valgte risiko af hhv. et fald og en stigning på 1 procentpoint i nettoafkastet på enkelte valutaer.

Effekterne af ændringer i afkastforventningerne er relativt små for de risikofyldte valutaer (USD og JPY). Dette skyldes, at det valgte risikoniveau for porteføljen er lavt, hvorved afkastforventninger med stor risiko får en lille vægt ved sammensætning af den optimale portefølje. I modsætning hertil fås relativt store effekter af ændringer i afkastforventningerne for valutaer med lavere risiko. Eksempelvis øges låneandelen i EMS fra 77 pct. til 93 pct., hvis låneomkostningerne i EMS-valutaerne forventes at falde med 1 procentpoint.

Appendiks 7.A. GARCH-modellen

Nedenfor angives den præcise formulering af den model, der er anvendt til estimation af den risiko, der indgår i porteføljemodellen. Modellen bestemmer både variationerne i forventningerne til valutakursændringer (middelværdien) og risikoen omkring de forventede valutakursændringer (variansen). Modellen er en såkaldt Generalized AutoRegressive Conditional Heteroschedastic (GARCH) model. Modellen kan for en tidsserie af valutakursændringer på tidspunkt t , kaldet e_t , beskrives i følgende tre relationer:

$$(1) \quad e_t = m_0 + \epsilon_t$$

$$(2) \quad \epsilon_t \sim N(0, h_t)$$

$$(3) \quad h_t = a_0 + a_1 \epsilon_{t-1}^2 + a_2 h_{t-1}$$

Den første relation bestemmer ændringen i valutakursen som en konstant, m_0 , plus et fejldet, som i den anden relation er kendetegnet som værende normalfordelt med middelværdi nul og varians h_t . Idet m_0 i praksis er meget tæt på nul, svarer relation (1) til "random walk" modellen for valutakurser, hvor det antages, at det bedste skud på valutakursen i næste periode er valutakursen i indeværende periode. Denne forudsætning kan naturligvis lempes ved at inkludere andre forklarende variabler til ændringer i valutakursen. Den tredje relation angiver, hvordan variansen, h_t , er bestemt over tiden. Som det ses, er variansen en funktion af den kvadrerede forventningsfejl i sidste periode samt variansen i sidste periode. Relation (3), som er den centrale del af GARCH-modellen, bygger på en forudsætning om, at fluktuationerne i valutakursen har en tendens til at klumpe sig sammen, hvorved store værdier af fejldedet fra relation (1) fører til en forventning om større bevægelser i valutakurserne i næste periode.

Den gennemsnitlige varians eller ligevægtsvariansen kan beregnes ud fra koefficienterne i ovenstående model som $a_0/(1-a_1-a_2)$. Dette udtryk svarer nogenlunde til en normal beregning af en konstant varians for den givne estimationsperiode.

Kapitel 8.

Markedet for fast forrentede statsobligationer

8.1. Indledning

Ved udgangen af 1991 havde den danske stat 63 kroneobligationsserier noteret på Københavns Fondsbørs. Heraf var de 11 præmieobligationer, 8 variabelt forrentede obligationer og 44 fast forrentede obligationer. Det er prisdannelsen på de fast forrentede obligationer, der behandles i dette kapitel.

Ved at opbygge store obligationsserier på forskellige dele af løbetidsspektret skabes der såvel nationalt som internationalt stor interesse for og stor omsætning i de statslige papirer. Dette betyder, at de store statslige obligationsserier får en lavere effektiv rente, idet investorerne normalt er villige til at betale en præmie for obligationer i en meget likvid serie. Det er målsætningen, at der skal eksistere store og meget omsatte serier af statspapirer i alle dele af løbetidsspektret.

Den eksisterende statsgælds følsomhed over for udsving i renteniveauet har også betydning for, hvilke papirer der i en given periode udstedes. Gældens rentefølsomhed udtrykkes ved varigheden. Varigheden angiver, hvor mange procent kursværdien af gælden vokser, hvis det generelle renteniveau falder med 1 pct. Herudover udtrykker varigheden, hvor lang tid der går, før en sådan stigning i gældens kursværdi fuldstændig er neutraliseret af, at der skal betales en lavere rente på den del af gælden, der løbende refinansieres. Varigheden af statsgælden har i en årrække været på 2,0-2,5 år og var ultimo 1991 på 2,3 år. Dette er et lavt niveau, og for 1992 sigtes der indtil videre mod at nå en varighed på ca. 2,8 år ultimo året. For at nå dette, skal der i højere grad end tidligere sælges statspapirer med lang løbetid.

Det er, som omtalt ovenfor, et overordnet hensyn for statsgældspolitikken at have likvide statspapirer i alle dele af løbetidsspektret. Med dette sigte fastlægges den lånevifte, hvori der udstedes. Låneviften for 1992 er omtalt i kapitel 1. Ved beslutninger om den faktiske fordeling gennem året indgår renteutviklingen for de forskellige dele af markedet.

Formålet med nedenstående er at beskrive, hvordan prisdannelsen har været på markedet for fast forrentede statspapirer i 1991, både generelt og for enkelte papirer¹⁾. Denne udvikling har i høj grad haft betydning

¹⁾ Analysen er koncentreret omkring statsgældsbeviserne og statsobligationerne.

for udstedelsen af statspapirer i 1991. Herudover har udviklingen i 1991 haft betydning for valget af både lånevifte og rentefølsomhedsmål for 1992.

8.2. Rentestrukturen

Analyser af rentestrukturen er et vigtigt redskab i tilrettelæggelsen og bedømmelsen af statsgældspolitikken. Rentestrukturen viser sammenhængen mellem de enkelte obligationers løbetid og effektive rente. Der er imidlertid en række faktorer, der ud over løbetiden og likviditeten har betydning for, hvilken effektiv rente en obligation handles til.

Debitors kreditværdighed vil kunne begrunde forskelle i den effektive rente på ellers identiske obligationer. Ligeledes vil den effektive rente på to obligationer, der kun adskiller sig fra hinanden, hvad angår muligheden for konvertering, normalt være forskellig. Da der her er tale om markedet for statsobligationer, er disse problemer ikke relevante, idet der kun medtages inkonverterbare obligationer udstedt af den danske stat i grundlaget for rentestrukturen.

Det har desuden betydning for prisdannelsen, hvordan betalingsprofilen gennem obligationens levetid er. Et serielån og et stående lån vil således typisk have forskellige effektive renter, selv om de har samme restløbetid. Med en faldende (invers) rentestruktur vil den effektive rente være højest på serielånet, idet dette har de største betalinger i starten, hvor renten er højest. På samme måde vil der typisk være en forskel i den effektive rente på to obligationer med samme løbetid og afdragsprofil, men med forskellige pålydende renter¹⁾. Obligationen med den højeste kuponrente vil have den største andel af betalingerne i starten, hvilket med en invers rentestruktur giver den højeste effektive rente.

Endelig betyder beskatningsreglerne, at en obligation med lav kupon normalt vil have en lavere effektiv rente før skat end en tilsvarende obligation med en høj kupon²⁾. For at sikre at forskelle i beskatning ikke påvirker den beregnede rentestruktur, udelades obligationer med en kupon, der ligger væsentligt under markedsrenten, når rentestrukturen skal bestemmes.

Det er således ikke altid muligt at afgøre, om en obligation er billig eller dyr ved alene at sammenligne effektive renter, selv for obligationer med samme løbetid. Dette problem kan løses ved at betragte enhver obligation som sammensat af en række delobligationer, der hver kun

¹⁾ Ud over hvad eventuelle forskelle i beskatningsforhold kan begrunde.

²⁾ Forudsat at mindsterentereglen er opfyldt.

indeholder én betaling. En sådan delobligation kan betragtes som en nulkuponobligation. Statens 9 pct. st. lån 2000 med termin den 15. november, der pr. 100 kr. nominel hovedstol indeholder én årlig rentebetaling på 9 kr. og ét afdrag på 100 kr., kan således pr. 15. maj 1992 betragtes som 8 nulkuponlån med hovedstol på 9 kr. og restløbetid fra 0,5 til 7,5 år samt et nulkuponlån med hovedstol på 109 kr. og restløbetid på 8,5 år. Den teoretiske kurs på 9 pct. st. lån 2000 kan så bestemmes som summen af nutidsværdierne for alle dellånene. Til beregning af nutidsværdierne på dellånene skal de relevante nulkuponrenter anvendes.

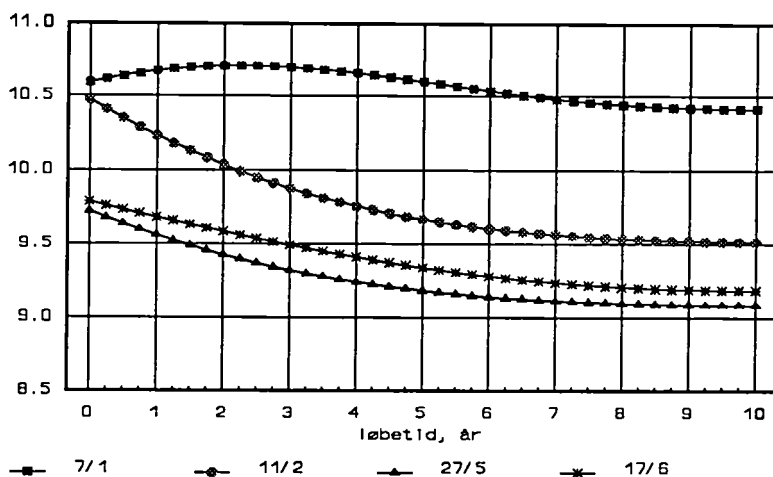
Nulkuponrenterne kan ikke umiddelbart observeres, men må estimeres. Ud fra et udvalg af de cirkulerende statsobligationer beregnes effektive renter for nulkuponobligationer, der er i bedst mulig overensstemmelse med de renter, der observeres på de eksisterende "sammensatte" obligationer. En sådan beregning er anvendelig på flere områder. Dels giver den et bedre billede af den underliggende rentestruktur end de effektive renter på de enkelte obligationer, dels muliggør den en sammenligning af, hvilke statsobligationer der er relativt billige eller dyre. Disse oplysninger kan anvendes i det løbende salg af statspapirer.

8.3. Nulkuponrentestrukturen i 1991

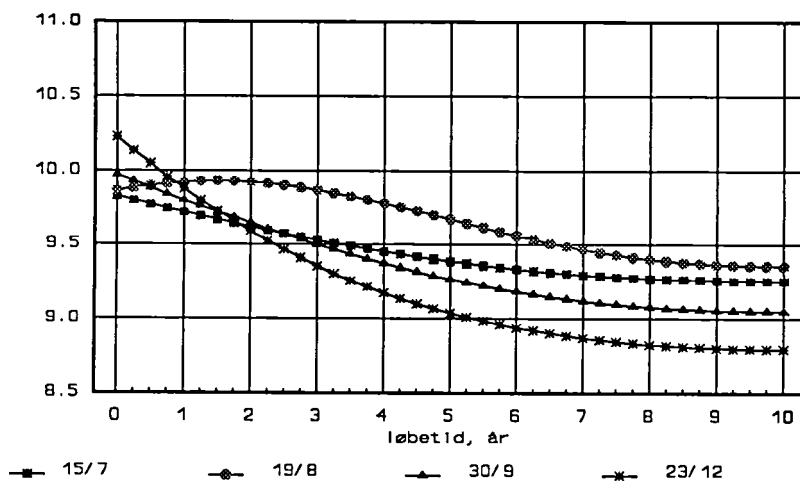
Figur 8.3.1.a. og 8.3.1.b. viser udviklingen i den estimerede nulkuponrentestruktur gennem 1991.

Der er sket to væsentlige ændringer i rentestrukturen i 1991. For det første er den rykket nedad, og for det andet er den blevet mere invers. Ved indgangen til 1991 var forskellen mellem den 1-årige og 10-årige nulkuponrente kun ca. 0,3 procentenheder, mens forskellen ved udgangen af 1991 var vokset til ca. 1 procentpoint. Der var et kraftigt fald i specielt de lange renter i januar og februar, hvor der både skete en mærkbar indsnævring af rentespændet i forhold til bl.a. Tyskland og et rentefald i udlandet. Det betød, at der allerede i februar 1991 var en betydeligt mere invers rentestruktur end ved indgangen til året. Fra februar og frem til maj rykkede nulkuponrentestrukturen stort set parallelt nedad. Den 1-årige nulkuponrente faldt i denne periode fra ca. 10,6 pct. til ca. 9,8 pct., mens den 10-årige nulkuponrente faldt fra ca. 9,9 pct. til ca. 9,2 pct., jf. figur 8.3.1.a. og figur 8.3.2.

Figur 8.3.1.a
Nulkuponrenter 1. halvår 1991. Udvalgte dage. Pct. p.a.

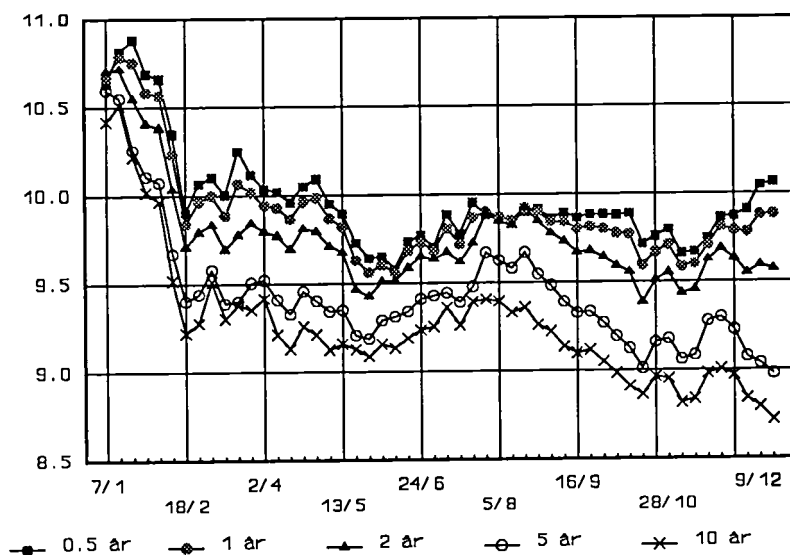


Figur 8.3.1.b
Nulkuponrenter 2. halvår 1991. Udvalgte dage. Pct. p.a.



Figur 8.3.2.

Nulkuponrenter i 1991. Udvalgte løbetider. Pct. p.a.



Fra midten af maj og frem til den 15. august, hvor de pengepolitiske fastsatte rentesatser blev hævet i Tyskland og dermed i Danmark og en række andre EMS-lande, blev rentekurven gradvist forskudt opad. Efter stigningen i de pengepolitiske fastsatte rentesatser den 15. august faldt de lange renter næsten konstant gennem resten af året. Faldene i de 5- og 10-årige nulkuponrenter var helt parallelle, jf. figur 8.3.2. De korte renter faldt svagt frem til medio november, men steg herefter en del frem til årsskiftet. Denne udvikling betød, at de 10-årige renter ved udgangen af 1991 lå på det hidtil laveste niveau, og at rentestrukturen var mere inverteret end på noget tidspunkt i 1991. I januar 1992 er tendensen til en mere inverteret rentestruktur forstærket. Derefter er der frem til slutningen af marts sket en stigning i specielt de lange nulkuponrenter.

Stort set hele skiftet i rentestrukturens hældning gennem 1991 er sket for løbetider mellem 0 og 4 år, mens udviklingen i de 4- til 10-årige nulkuponrenter stort set har haft karakter af parallelforskydninger.

8.4. De enkelte papirer

Ved hjælp af nulkuponrentestrukturen er det muligt på en given dag at beregne en teoretisk kurs på enhver obligation. Dette er illustreret i box

8.4.1. ved et simpelt eksempel. Hvis en obligation har en højere markedskurs end den teoretiske kurs, der er beregnet ud fra nulkuponrentestrukturen, siges obligationen at være overvurderet. Dette betyder, at den til udløb vil give et lavere afkast, end der kunne forventes ud fra rentestrukturen. Det vil således generelt være attraktivt for staten at udstede overvurderede obligationer, idet disse som hovedregel giver de laveste finansieringsomkostninger. Dette gælder inden for hver enkelt del af løbetidsspektret, hvorimod overvurdering i denne mening ikke kan benyttes til at vurdere, om det fx er bedst at sælge lange eller korte papirer.

Box 8.4.1.

Beregning af teoretisk kurs

Antag, at den beregnede nulkuponrentestruktur ser således ud:

løbetid (år)	1	2	3
rente (pct. p.a.)	10,0	9,5	9,0

og at markedskursen på et 3-årigt stående lån med en årlig kupon på 9 pct. er 100.

Det undersøges på følgende måde, om denne kurs er i overensstemmelse med rentestrukturen. Ved at tilbagediskontere alle betalinger i det stående lån med nulkuponrenterne findes nutidsværdien af hver enkelt betaling, der indgår i obligationen. Disse er vist nedenfor. Summeres disse nutidsværdier, findes den teoretiske kurs på 99,86. Da markedskursen er 100, er obligationen 0,14 kursenheder overvurderet.

Tidspunkt	1	2	3	I alt
Betaling	9,00	9,00	109,00	127,00
Nutidsværdi	8,18	7,51	84,17	99,86

En overvurdering eller undervurdering af en obligation i forhold til den beregnede teoretiske kurs betyder ikke nødvendigvis, at der er uligevægt på obligationsmarkedet. En obligation kan have nogle specielle karakteristika, der gør, at investorerne på markedet vurderer, at netop denne obligation er meget attraktiv og derfor bør være overvurderet i forhold til nulkuponrentestrukturen. Dette er typisk tilfældet for de toneangivende obligationer på markedet. Omvendt må obligationer med meget lav omsætning generelt forventes at være undervurderede, dvs. have lavere kurser, end der skulle forventes ud fra rentestrukturen. Forskelle i likviditet kan således forklare afvigelser fra de teoretiske kurser velbegrundede. Endelig skal det understreges, at der er usikkerhed som følge af, at

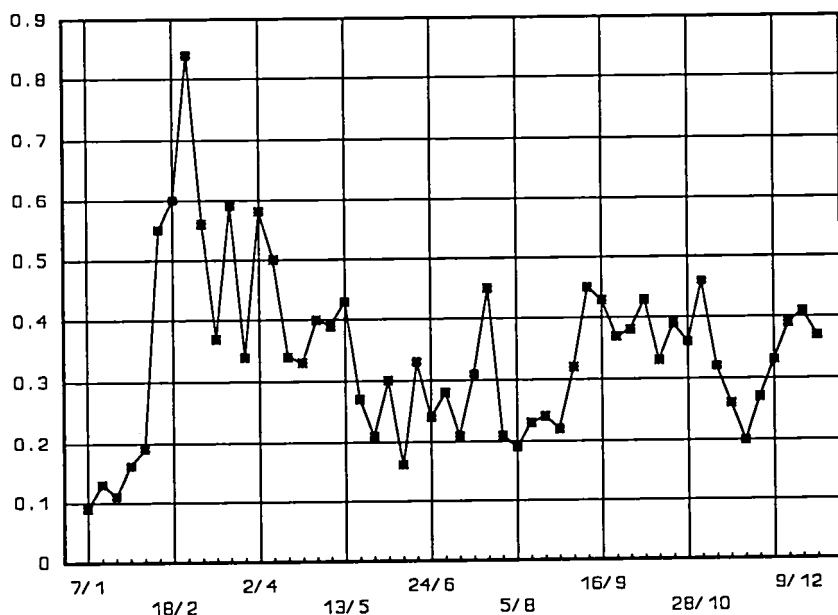
nulkuponrenterne er estimerede og ikke direkte observerbare på markedet. Mønstret i overvurderingen skal derfor være tydeligt, før det kan tillægges afgørende vægt.

Da nulkuponrenterne er estimerede, vil overvurderingen af de obligationer, der indgår i beregningsgrundlaget, i gennemsnit være nul, dvs. at der stort set vil være lige så mange obligationer, der er overvurderede som undervurderede. Der medtages i estimationsgrundlaget for nulkuponrentestrukturen kun de mest likvide statsobligationer, og resultaterne nedenfor skal fortolkes som en relativ rangordning mellem de mest likvide statsobligationer på et givet tidspunkt.

Figur 8.4.1. og 8.4.2. viser beregningerne for de to stående lån, hvori der var salg gennem 1991. Der var ved indgangen til 1991 et udestående på ca. 22 mia.kr. i 9 pct. st. lån 2000, der allerede på dette tidspunkt var den mest omsatte obligation på Københavns Fondsbørs.

Figur 8.4.1.

Markedskurs minus teoretisk kurs for 9 pct. st. lån 2000 gennem 1991. Kurspoint.



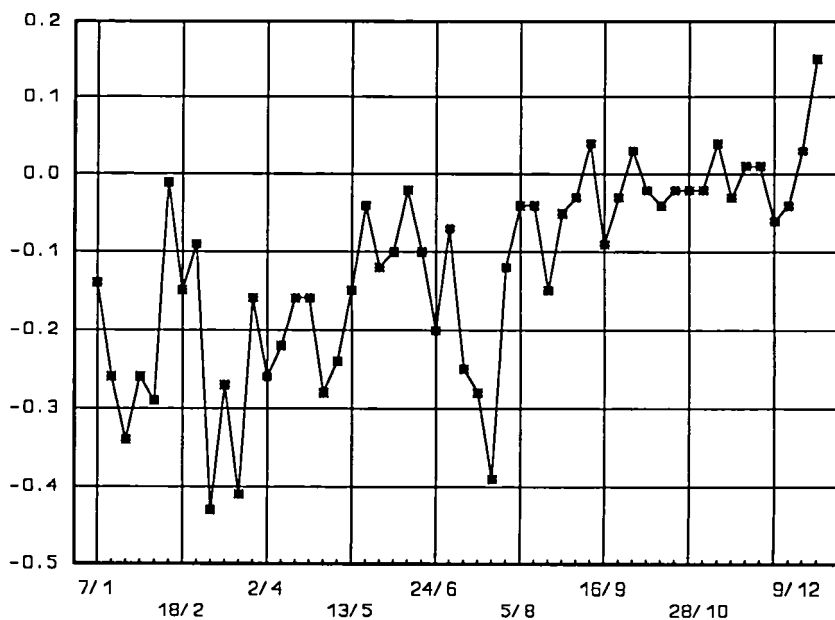
St. lån 2000 har gennem hele 1991 været overvurderet i forhold til nulkuponrentestrukturen og dermed yderst fordelagtig for staten at ud-

stede i. I starten af 1991 var overvurderingen på beskedne 0,1 kursenheder. I forbindelse med det stærke rentefald i januar og februar 1991 reagerede st. lån 2000 langt kraftigere end nulkuponrentestrukturen i øvrigt, hvilket betød, at overvurderingen en enkelt uge nåede over 0,8 kursenheder. I løbet af foråret stabiliseredes overvurderingen på et niveau omkring 0,3-0,4 kurspoint, som holdt gennem resten af 1991.

Figur 8.4.2. viser den tilsvarende kurve for 9 pct. st. lån 1995. Frem til april 1991 var dette papir i gennemsnit undervurderet med 0,2 kurspoint. Udeståendet var ved indgangen til 1991 på 6,5 mia.kr. og blev i løbet af 1. kvartal fordoblet med henblik på, at serien på længere sigt kunne blive mere likvid. Siden april 1991 er st. lån 1995 blevet stadig mere fordelagtigt prisfastsat, set fra udsteders side. I december var markedskursen på st. lån 1995 således for første gang mere end 0,1 kurspoint højere end den teoretiske kurs.

Figur 8.4.2.

Markedskurs minus teoretisk kurs for 9 pct. st. lån 1995 gennem 1991. Kurspoint.

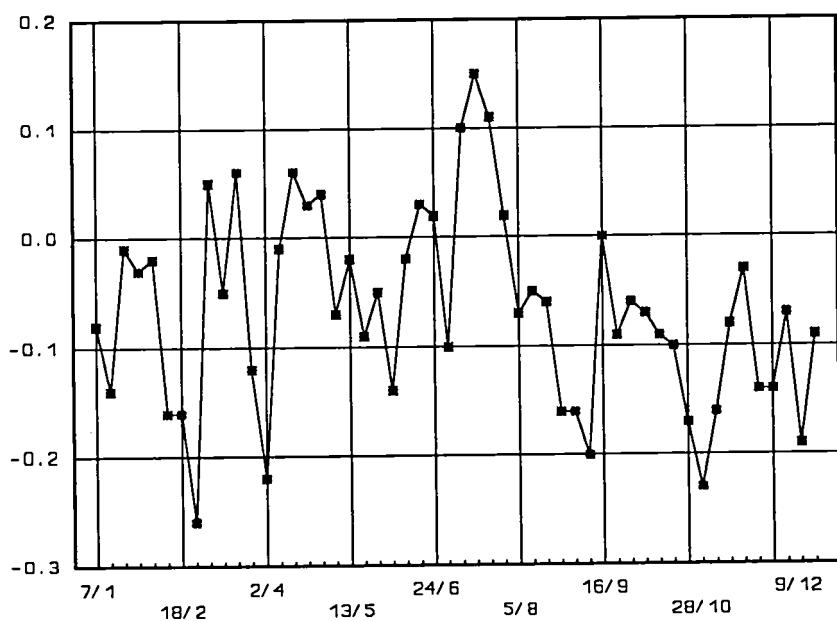


Den positive relative kursudvikling på st. lån 1995 har sit modstykke i kursudviklingen for 9 pct. st. lån 1998. Udeståendet i st. lån 1998 har

gennem hele 1991 været på 27,4 mia.kr., hvilket er på niveau med udeståendet i st. lån 1995 ultimo året. St. lån 1998 var den tredjemest omsatte statsobligation i 1991, kun overgået af st. lån 2000 og st. lån 1995. Gennem 1. halvår 1991 var der en tendens i retning af, at st. lån 1998 gik fra at være svagt undervurderet til at være prisfastsat i overensstemmelse med rentestrukturen/svagt overvurderet. Denne udvikling vendte i 2. halvår, hvor papiret stabiliseredes på et niveau ca. 0,1 kurspoint lavere, end rentekurven tilskriver. Udviklingen i 2. halvår forløb helt parallelt med, at st. lån 1995 gik fra at være undervurderet til at være overvurderet. Der er således tegn på, at der i løbet af 2. halvår er sket et skift i investorenes præference til fordel for st. lån 1995.

Figur 8.4.3.

Markedskurs minus teoretisk kurs for 9 pct. st. lån 1998 gennem 1991. Kurspoint.



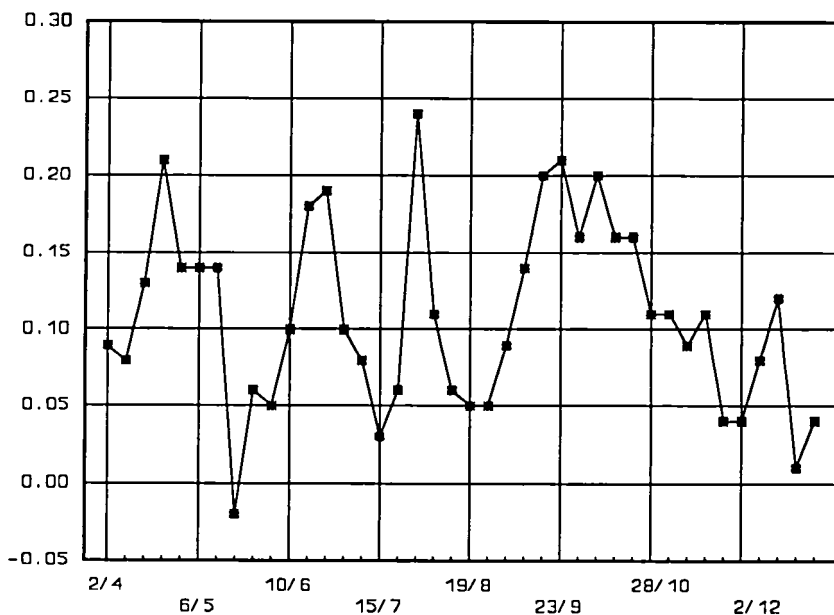
Der har i 1991 været salg i 6 forskellige statsgældsbeviser, hvoraf de fire blev åbnet i løbet af året. De første to statsgældsbeviser, der blev åbnet, har en kupon på 9 pct., mens de sidste to har en kupon på 8 pct.

For 9 pct. statsgældsbevis 1993 II bevægede overvurderingen sig op og ned mellem 0 og 0,25 kurspoint frem til september, hvor overvurde-

ringen var på 0,2 kurspoint. Udviklingen for det andet 9 pct. statsgældsbevis var stort set parallel. Hele årets salg i dette papir fandt sted i 2. og 3. kvartal. Gennem 4. kvartal skete der en gradvis bevægelse, så overvurderingen ved årsskiftet stort set var forsvundet.

Figur 8.4.4.

Markedskurs minus teoretisk kurs for 9 pct. stgb. 1993 II gennem 1991. Kurspoint.



For de to 8 pct. gældsbeviser har udsvingene været større. Det skyldes, at kurserne på disse papirer i et vist omfang har været præget af de beskatningsmæssige forhold, jf. kapitel 1. Forskellen mellem markedskurserne og de teoretiske kurser beregnet som ovenfor er derfor ikke direkte sammenlignelig med, hvad der gælder for de andre statspapirer.

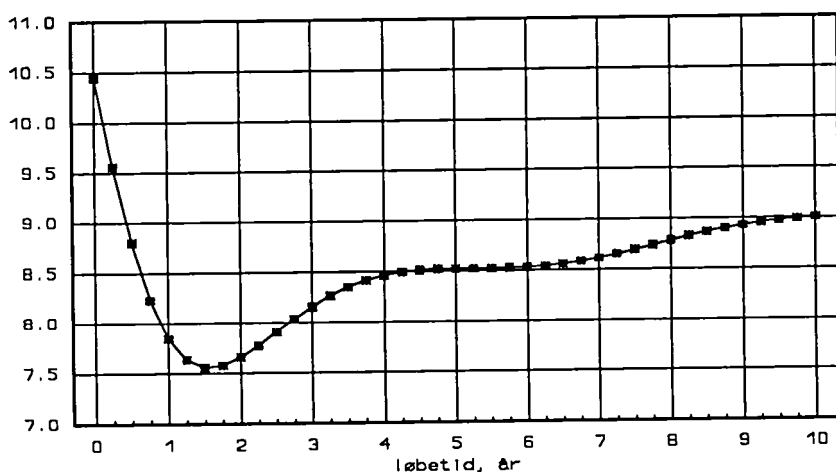
8.5. Volatilitet

En del af de variationer, der forekommer i renterne, skyldes ikke grundlæggende skift i renteniveauet, men er blot udtryk for, at renterne svinger omkring det niveau eller omkring den trend, de følger. Volatilitete-

ten¹⁾ er et mål for, hvor store disse udsving er. Variationen i renterne er ikke nødvendigvis lige store for de korte og de lange renter. Derfor er volatiliteten nedenfor vist for alle nulkuponrenter med løbetid under 10 år. Denne sammenhæng mellem løbetid og rentevolatilitet kaldes volatilitetsstrukturen på samme måde, som sammenhængen mellem løbetid og nulkuponrente kaldes nulkuponrentestrukturen.

Rentestrukturen, der her er estimeret på ugentlig basis, og som blev beskrevet i afsnit 8.3., danner grundlag for figur 8.5.1., der viser en "rentevolatilitetsstruktur". Det fremgår, at volatiliteten i 1991 har været størst for de helt korte og de længste løbetider. Den var lavest for løbetider mellem 1 og 2 år. Volatiliteten lå mellem 7,5 og 10,5 pct.

Figur 8.5.1.
Volatilitet. Pct. p.a.



At det er de helt korte renter, som i høj grad er påvirket af de pengepolitiske fastsatte rentesatser, og de 10-årige renter, som internationalt set

¹⁾ Som et mål for rentevolatiliteten anvendes ofte standardafvigelsen på forholdet mellem renten i indeværende periode, R_t , og renten i foregående periode, R_{t-1} , eller alternativt standardafvigelsen på logaritmen af det samme forhold. Den første metode tager udgangspunkt i, at renten er normalfordelt, mens der i den anden antages, at renten er lognormalfordelt. Fordelen ved den lognormale fordeling er, at sandsynligheden for at få negative renter udelukkes i alle rentescenarier. Resultaterne var for 1991 uafhængige af metoden.

handles mest, der har den største volatilitet, er helt i overensstemmelse med forventningerne.

Den beregnede volatilitet har langt fra været konstant gennem året. Opdeles beregningerne på kvartaler, viser det sig, at niveauet i 1. kvartal 1991 var ca. dobbelt så højt som i de tre øvrige kvartaler.

Volatilitetsstrukturen har bl.a. betydning, når det skal vurderes, om varigheden er et tilstrækkeligt mål for statsgældens rentefølsomhed. Renteskift skal være parallelle, hvis varigheden skal være et perfekt mål for renterisiko. Dette svarer til en flad volatilitetskurve. Såfremt beregningerne vedrørende volatiliteten i 1991 også er dækkende for fremtiden, gælder det, at eksempelvis en gældsomlægning mod meget korte og meget lange obligationer, hvor varigheden bevares uændret, vil indebære en lidt større renterisiko. Der kan dog ikke drages sikre konklusioner, før der foreligger beregninger for en længere periode.

Kapitel 9.

Månedsfordeling af statens betalinger

9.1. Indledning

Likviditeten i den private sektor påvirkes af sektorens transaktioner med udlandet, Nationalbanken og staten. Dette kapitel er koncentreret om påvirkningen fra sidstnævnte. De statslige betalinger er af en sådan størrelse, at de har afgørende indvirkning på likviditetsudviklingen i den private sektor. Samtidig er betalingerne præget af stor variation over året. Det er derfor af afgørende betydning at kunne forudsige de statslige betalingers fordeling.

Budgetdepartementet har i en årrække arbejdet med forskellige systemer til prognosticering af de statslige betalingers fordeling på måneder, jf. "Statens låntagning og gæld 1990", kapitel 9. Ved overførslen af opgaver fra Finansministeriet til Nationalbanken pr. 1. juli 1991 overførtes også dette arbejde. I efteråret 1991 er der foretaget en gennemgribende revision af månedsfordelingssystemet, og et nyt system er blevet opbygget.

Månedsfordelingerne danner grundlag bl.a. for tilrettelæggelsen af det løbende salg af statspapirer. Desuden anvendes de af Nationalbanken i prognoser over fordelingen af de statslige betalinger på enkeltdage. Dertil kommer, at Finansministeriet anvender månedsfordelingerne i overvågningen af den underliggende udvikling i statsfinanserne. I forhold til tidligere er der sket en tættere sammenknytning af måneds- og dagsfordelinger. Resultatet er bedre prognoser over likviditetsudviklingen på både månedlig og daglig basis. Månedsfordelingerne, der udsendes af Nationalbanken, bruges bl.a. af pengeinstitutter som grundlag for likviditetsprognoser. Nationalbankens dagsfordelinger vurderes imidlertid at have fået en standard, der vil være til gavn for markedet. Derfor vil der i løbet af få måneder blive påbegyndt en udsendelse til interesserede markedsdeltagere.

9.2. Månedsfordelingssystemet

Grundlaget for månedsfordelingssystemet er en fordeling over året af større poster på finansloven. Dette betyder, at der tages udgangspunkt i de budgetoversigter, som Finansministeriet udsender ca. fire gange år-

ligt. Det datamæssige grundlag for månedsfordelingerne er dermed finansloven samt de løbende justeringer heraf.

De beløb, der optræder på finansloven, er indtægter og udgifter, ikke indbetalinger og udbetalinger. Bogføringsmæssige forhold og debitor-/kreditorbevægelser betyder, at en indtægt og en indbetaling ikke nødvendigvis har samme tidsmæssige placering. Fx bogføres merværdiafgifter efter tilsvareprincippet, dvs. at momsen bogføres på det tidspunkt, den angives. Betalingen finder imidlertid sted senere. For andre indtægter og indbetalinger samt for udgifter og udbetalinger gælder tilsvarende forhold. For poster, hvor problemet er særligt udtalt, benyttes generel viden om tidsforskydningerne, eller der indhentes skøn hos Skatteministeriet og Budgetdepartementet. For øvrige poster er det valgt at forudsætte, at indtægts- og udgiftsopgørelserne på finansloven kan ækvivalere ind- og udbetalinger.

Ved at benytte finansloven som udgangspunkt er der gjort en forudsætning om, at den nettokassesaldo, der indgår på finansloven, holder for året som helhed. Ændringer i skønnene for finansåret vil efterfølgende indgå i månedsfordelingerne. De sæsonfordelinger, der anvendes i systemet, bygger på erfaringer fra tidligere år. Der kan dog være afvigelser som følge af lovændringer og ændringer i betalingssædvaner inden for de enkelte områder.

Fra ministerier og styrelser modtages løbende opgørelser over foretagne betalinger. Disse opgørelser bruges dels til opdatering af den foregående måned for at konstatere, hvor eventuelle afvigelser har været, dels som grundlag for dannelse af sæsonprofiler i fremtidige fordelinger.

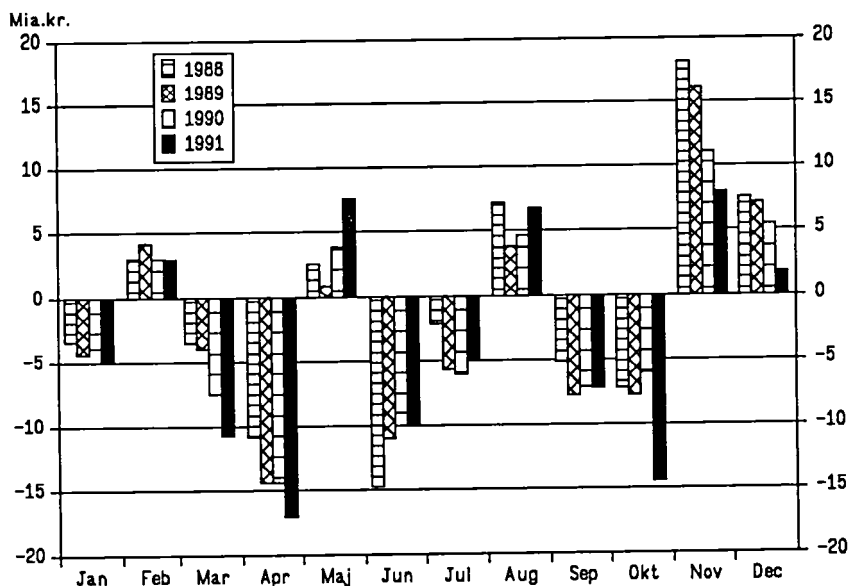
Der er et tydeligt mønster i nettokassesaldos fordeling på måneder, jf. figur 9.2.1. Et tilsvarende mønster kan genfindes i en stor del af de enkelte betalinger. Det er dette mønster, der udnyttes, når der dannes sæsonprofiler for de enkelte betalinger.

Som nævnt i indledningen blev der udarbejdet et nyt månedsfordelingssystem i 1991. Ud over edb-tekniske ændringer blev selve opsætningen ændret, og nogle posters sammensætning blev lavet om. Månedsfordelingssystemets output er tre tabeller: En oversigtstabel, en indbetalingstabel, samt en udbetalingstabel, jf. bilag 9.1. Indbetalingstabellen består af 40 poster, der er sammensat af 94 finanslovskonti, og udbetalingstabellen af 30 udbetalingsposter sammensat af 161 finanslovskonti. Da det hverken er muligt eller ønskeligt at medtage alle finanslovskonti, er der foretaget et udvalg af de mest betydningsfulde finanslovskonti. Dette betyder, at der opereres med en residualpost i systemet. Residualen er placeret i udbetalingstabellen, men fungerer som residual

for både indbetalinger og udbetalinger. I praksis betyder dette, at man skal være varsom med fortolkningen af udviklingen i residualposten.

Som nævnt udarbejdes nye månedsfordelinger, når Finansministeriet udarbejder skøn over statsfinanserne i forbindelse med udsendelse af budgetoversigter. P.t. udsendes disse i maj, august, oktober og december. Interesserede kan ved henvendelse til Pengepolitisk Kontor i Nationalbanken (tlf.nr. 33141411, lokal 3905) komme på en udsendelsesliste til månedsfordelingerne.

Figur 9.2.1.
Nettokassesaldi, 1988-91.



9.3. Betalingstidspunkter

I bilag 9.2. er betalingstidspunkter for de enkelte indbetalinger og udbetalinger vist. For indbetalingerne gælder det generelt, at den anførte betalingsdato er forfaldsdagen. For udbetalinger gælder generelt, at den anførte dato er den, hvor udbetalingen normalt finder sted fra statens konto i Nationalbanken.

Bilag 9.1.

Månedsfordeling af finansloven for 1992¹⁾

Tabel 1.
Oversigt. Mill.kr.

	Jan.92	Feb.92	Mar.92	Apr.92
Indbetalinger	26.171	35.340	18.370	16.753
Udbetalinger	27.927	31.636	24.544	30.586
Nettokassesaldo	-1.757	3.704	-6.174	-13.833
Afdrag på indenlandsk gæld:				
Afdrag på statsobligationer	721	2.678	1	4.827
Indløsning af statsgældsbeviser	0	10.750	0	0
Bunden opsparing	0	0	0	0
Afdrag på udenlandsk gæld:				
Afdrag på udenlandsk statsgæld	3.018	2.517	3.539	2.247
Opkøb af værdipapirer vedr. udenlandsk gæld	0	0	0	0
Bruttokassesaldo	-5.496	-12.241	-9.715	-20.907
Afdrag på udenlandsk statsgæld	3.018	2.517	3.539	2.247
Opkøb af værdipapirer vedr. udenlandsk gæld	0	0	0	0
Bruttokassesaldo ekskl. udenl. afdrag	-2.478	-9.724	-6.176	-18.660

¹⁾ Afskrift af den i december 1991 udsendte månedsfordeling. Der er ikke foretaget opdatering, selv om der for nogle poster foreligger nyere oplysninger.

Maj 92	Jun.92	Jul.92	Aug.92	Sep.92	Okt.92	Nov.92	Dec.92	1992
33.034	14.240	23.635	35.310	15.249	17.736	50.948	26.400	313.186
26.074	25.276	29.680	26.480	22.304	29.242	46.298	20.588	340.635
6.960	-11.036	-6.045	8.830	-7.055	-11.507	4.651	5.813	-27.449
0	5	1.190	17.400	6	961	10.002	0	37.791
9.350	0	0	9.700	0	0	10.100	0	39.900
0	417	0	0	0	0	0	0	417
4	108	977	108	1.575	242	608	159	15.103
0	0	0	0	0	0	0	0	0
-2.395	-11.566	-8.211	-18.378	-8.636	-12.710	-16.059	5.654	-120.659
4	108	977	108	1.575	242	608	159	15.103
0	0	0	0	0	0	0	0	0
-2.390	-11.458	-7.234	-18.270	-7.061	-12.468	-15.451	5.813	-105.557

Tabel 2.
Indbetalinger. Mill.kr.

	Jan.92	Feb.92	Mar.92	Apr.92
Skatter:				
A-skat	22.812	15.640	15.953	16.669
B-skat	1.217	1.217	1.217	1.217
Overskydende skat inkl. § 55-beløb ...	-787	-340	-433	-3.919
Restskat	546	542	448	393
Frivillige indbetalinger	203	1.903	9	58
Særlig indkomstskat	158	116	73	45
Udbytte- og royaltyskat	96	-4	48	597
Selskabsskat inkl. skat af fonde mv. ...	0	197	39	39
Kulbrinteskate	0	0	0	0
Realrenteafgift ekskl. DSP	0	0	0	0
Stempel- og aktieafgift	389	389	389	389
Andre skatter inkl. arve- og gaveafgift .	274	274	274	274
Afregning til kommuner af indkomstskat	-10.080	-10.080	-10.080	-10.080
Merværdiafgift:				
Byerhverv	-1.769	20.353	783	-2.153
Eksporterhverv, mdl. afregning	-2.224	-2.062	-2.126	-2.458
Eksporterhverv, ugl. afregning	-2.370	-2.288	-2.409	-2.681
Landbrug	546	-641	1.127	774
Import	4.516	3.932	3.920	4.456
Andre afgifter:				
Olie, gas og kul	720	175	525	605
El	425	107	330	510
Benzin	450	450	450	450
Vægtafgift og ansvarsforsikring	382	405	519	390
Registreringsafgift	786	736	613	510
Spiritus, vin og øl	565	689	373	403
Tobak	668	736	430	631
Andre told- og forbrugsafgifter	197	197	197	197
Miljøafgifter	89	154	43	68
Elevbidrag fra kommuner	0	0	0	0
Koncessions- og olierørsafgift	28	28	28	28
Kuldioxidafgift på energiprodukter	0	0	0	233
Arbejdsmarkedsbidrag mv.:				
Lønsumsafgift	2.450	-100	400	4.200
Medlemsbidrag AL-forsikring	1.779	0	0	1.779
EF:				
Told- og landbrugsafgift	222	172	196	195
Refusion fra EFs landbrugsfond	1.248	609	900	800
Overførsler til staten:				
Rente fra Nationalbanken	0	0	0	0
Overskud fra Nationalbanken	0	0	4.000	0
Overskud fra Hypotekbanken	0	0	0	0
DSPs renteindtægter	2.500	1.700	0	2.000
Rigshospitalets betalingsordning	134	134	134	134
Ekstraordinære indbetalinger	0	0	0	0
Indbetalinger i alt	26.171	35.340	18.370	16.753

Maj 92	Jun.92	Jul.92	Aug.92	Sep.92	Okt.92	Nov.92	Dec.92	1992
17.587	17.496	17.485	16.236	16.466	17.268	16.925	17.162	207.700
1.217	166	1.217	1.217	1.217	1.217	1.217	166	12.500
-3.574	-2.491	-2.799	-1.309	-704	-530	-413	-600	-17.900
320	309	364	368	886	964	975	334	6.450
178	937	2.549	-8	1	2	6	63	5.900
29	19	35	36	754	835	855	45	3.000
390	328	200	13	7	75	-334	-366	1.050
39	39	39	39	39	-296	13.510	-888	12.800
0	0	0	0	0	0	1.000	0	1.000
0	0	0	0	0	0	0	12.700	12.700
389	389	389	389	389	389	389	389	4.672
274	274	274	274	274	274	274	274	3.290
-10.080	-10.080	-10.080	-10.080	-10.080	-10.080	-12.518	-10.080	-123.400
21.871	783	-2.055	24.115	783	-2.276	23.680	783	84.897
-2.444	-2.440	-2.522	-2.205	-2.682	-2.754	-2.949	-2.831	-29.699
-3.007	-2.738	-2.551	-2.732	-2.828	-3.150	-2.854	-2.558	-32.167
-451	1.072	803	-641	1.126	886	-542	639	4.700
4.906	4.409	5.167	4.432	4.340	4.739	4.488	5.195	54.500
204	553	471	-173	149	513	233	601	4.576
124	482	479	34	332	461	105	500	3.890
450	450	450	450	450	450	450	450	5.400
437	416	392	440	453	465	468	432	5.200
806	807	1.158	1.025	986	942	721	659	9.750
515	465	561	537	499	483	443	492	6.025
610	507	624	727	449	567	594	556	7.100
197	197	197	197	197	197	197	197	2.360
167	42	107	185	45	79	155	48	1.183
0	0	1.331	0	0	0	0	0	1.331
28	28	736	28	28	28	28	28	1.047
233	233	233	233	233	233	233	233	2.100
100	100	650	100	100	650	100	100	8.850
0	0	1.779	0	0	1.779	0	0	7.115
199	269	184	207	222	207	195	156	2.425
984	984	984	984	984	984	984	984	11.429
0	0	0	0	0	0	0	0	0
0	0	0	0	0	0	0	0	4.000
0	0	1.750	0	0	0	0	0	1.750
200	100	2.900	56	0	2.000	2.200	400	14.056
134	134	134	134	134	134	134	134	1.606
0	0	0	0	0	0	0	0	0
33.034	14.240	23.635	35.310	15.249	17.736	50.948	26.400	313.186

Tabel 3.
Udbetalinger. Mill.kr.

	Jan.92	Feb.92	Mar.92	Apr.92
Udland:				
Bistand til ulande	590	590	590	590
Tilskud til Grønland	187	187	187	187
EFs landbrugsfond	900	800	984	984
Afregning til EF af told mv.	200	155	176	175
Moms- og BNI-bidrag til EF	596	596	596	596
Kommuner:				
Generelle tilskud	2.916	2.916	2.916	2.916
Udligning af udgifter til merværdiafgift	573	573	573	573
Refusion af sociale ydelser	5.442	5.442	5.442	5.553
Refusion efter bistsandslovens § 136 . . .	0	199	0	0
Dagpenge, sygdom og fødsel	711	711	711	711
Boligtilskud:				
Boligydelse og boligsikring	1.004	36	36	1.090
Rentesikring	0	0	312	0
Rente-, afdragsbidrag og ydelsesstøtte .	0	0	0	0
Tilskud til forbedringsarbejder	83	83	83	83
Børn:				
Børnetilskud	441	0	0	441
Børnefamilieydelse	1.668	70	0	1.668
Andet:				
Arbejdsløshedsdagpenge	1.885	2.600	2.508	2.606
Efterløn	554	852	923	953
Iværksætter- og uddannelsesyldelse	175	238	227	258
Statens uddannelsesstøtte	460	460	460	460
Driftstilskud til skoler	256	256	256	256
Løn, pension mv.:				
Lønninger	1.874	1.874	1.884	1.893
Skat af løn	1.278	1.278	1.284	1.291
Pensioner	303	303	304	306
Skat af pensioner	163	163	164	165
Anlægsudgifter	530	530	530	530
Renter mv.:				
Renter af indenlandsk statsgæld	684	6.514	177	1.779
Renter af udenlandsk statsgæld	526	782	1.492	794
DSPs nettoobligationskøb	2.200	1.700	0	2.000
Residual	1.729	1.729	1.729	1.729
Udbetalinger i alt	27.927	31.636	24.544	30.586

Maj 92	Jun.92	Jul.92	Aug.92	Sep.92	Okt.92	Nov.92	Dec.92	1992
590	590	590	590	590	590	590	590	7.081
187	187	187	187	187	187	187	187	2.249
984	984	984	984	984	984	1.000	620	11.192
179	242	166	187	200	187	176	140	2.182
596	596	596	596	596	596	596	596	7.150
2.592	2.592	2.592	2.592	2.592	2.592	2.592	2.592	32.398
573	573	573	573	573	573	573	573	6.872
5.553	5.553	5.664	5.664	5.664	5.775	5.775	5.775	67.299
199	0	0	199	0	0	199	0	794
711	711	711	711	711	711	711	711	8.527
13	0	1.121	18	0	1.166	0	0	4.484
0	312	0	0	312	0	0	312	1.247
0	1.359	0	0	0	0	0	1.414	2.773
83	83	83	83	83	83	83	83	1.000
0	0	441	0	0	441	0	0	1.763
70	0	1.668	70	0	1.668	70	0	6.950
2.702	2.463	2.330	2.216	2.368	2.782	2.335	2.449	29.244
831	859	939	901	1.017	956	854	996	10.635
267	230	213	192	230	317	277	256	2.880
460	460	460	460	460	460	460	460	5.525
256	256	256	256	256	256	256	256	3.068
1.893	1.893	1.893	1.893	1.893	1.893	1.893	1.893	22.670
1.291	1.291	1.291	1.291	1.291	1.291	1.291	1.291	15.457
306	306	306	306	306	306	306	306	3.665
165	165	165	165	165	165	165	165	1.973
530	530	530	530	530	530	530	530	6.361
2.893	866	1.277	3.767	-547	1.432	23.301	3	42.145
422	446	330	630	400	34	530	278	6.665
0	0	2.700	-100	0	1.900	200	-3.218	7.382
1.729	1.729	1.615	1.520	1.444	1.368	1.349	1.330	19.004
26.074	25.276	29.680	26.480	22.304	29.242	46.298	20.588	340.635

Bilag 9.2.

Betalingsdatoer for statslige betalinger

Betalinger	Konto på finansloven	Betalingsdato
Indbetalinger		
Skatter		
A-skat	§ 38.11.01.10.61	d. 10., dog 17.jan.
B-skat	§ 38.11.01.10.61	d. 20., ingen betaling i jun. og dec.
Overskydende skat inkl. § 55-beløb	§ 38.11.01.10.61	løbende (1.mar.-1.okt.)
Restskat	§ 38.11.01.10.61	20.sep., 20.okt. og 20.nov.
Frivillige indbetalinger	§ 38.11.01.10.61	15.feb. og 1.jul.
Særlig indkomstskat	§ 38.11.01.10.61	20.sep., 20.okt. og 20.nov.
Udbytte- og royaltyskat	§ 38.11.01.10.61	løbende
Selskabsskat, inkl.skat af fonde mv.	§ 38.13.01.10.61	
	§ 38.13.03.10.61	20.nov.
Kulbrinteskot	§ 38.13.11.10.61	20.nov.
Realrenteafgift ekskl. DSP	§ 38.14.01.10.61	
	§ 37.51.01.30.19	15.dec.
Stempel- og aktieafgift	§ 38.16.01.10.61	
	§ 38.16.03.10.61	
	§ 38.16.05.10.61	løbende
Andre skatter inkl. arve- og gaveafgift	§ 38.11.01.10.61	
	§ 38.11.11.10.61	
	§ 38.19.01	
	§ 38.19.71	løbende
Afregning til kommuner af indkomstskat	§ 38.11.01.20.61	d. 1.
Merværdiafgift		
Byerhverv	§ 38.21.01.10.61	20.feb., 20.maj, 20.aug. og 20.nov.
Eksporterhverv, mdl. afregning	§ 38.21.01.10.61	medio måneden
Eksporterhverv, ugl. afregning	§ 38.21.01.10.61	løbende
Landbrug	§ 38.21.01.10.61	20.mar., 20.jun., 20.sep. og 20.dec.
Import	§ 38.21.01.10.61	ult. måneden
Andre afgifter		
Olie, gas og kul	§ 38.22.01.10.61	
	§ 38.22.01.30.61	
	§ 38.22.03.10.61	ult. måneden

Betalinger	Konto på finansloven	Betalingsdato
Andre afgifter (fortsat)		
El	§ 38.22.01.20.61	ult. måneden
Benzin	§ 38.22.05.10.61	ult. måneden
Vægtafgift og ansvarsforsikring	§ 38.23.01.10.61	
	§ 38.23.05.10.61	d. 6.
Registreringsafgift	§ 38.23.03.10.61	d. 20.
Spiritus, vin og øl	§ 38.28.01.10.61	
	§ 38.28.01.20.61	
	§ 38.28.01.30.61	d. 20.
Tobak	§ 38.28.03.10.61	løbende
Andre told- og forbrugsafgifter	§ 38.27.01	
	§ 38.28.05	
	§ 38.28.11.10.61	
	§ 38.28.14.10.61	
	§ 38.28.21	
	§ 38.28.71.10.61	generelt ult. måneden
Miljøafgifter	§ 23.11.71	ult. måneden
Elevbidrag fra kommuner	§ 20.22.18.10.63	
	§ 20.33.19.10.63	1.jul.
Koncessions- og olierørsafgift	§ 29.32.11.10.25	koncessionsafgift 1.jul.
	§ 29.32.13.10.62	olierørsafgift ult. måneden
Kuldioxidafgift på energi- produkter	§ 38.22.07.10.61	
Arbejdsmarkedsbidrag mv.		
Lønsumsafgift	§ 38.41.02.10.61	20.jan., 20.apr., 20.jul. og 20.okt.
Medlemsbidrag AL-forsikring	§ 17.31.23.10.62	10.jan., 10.apr., 10.jul. og 10.okt.
EF		
Told- og landbrugsafgift	§ 38.51.01	
	§ 38.51.03	d. 20.
Refusion fra EFs landbrugsfond	§ 24.42.11	
	§ 24.42.13	
	§ 24.42.15	
	§ 24.42.17	normalt 3. bankdag
Overførsler til staten		
Rente fra Nationalbanken	§ 37.21.01.10.67	1.jan., 1.apr., 1.jul. og 1.okt.
Overskud fra Nationalbanken	§ 37.21.02.10.64	omkring 20.mar.
Overskud fra Hypotekbanken	§ 37.22.01.10.64	1.jul.
DSPs renteindtægter	§ 37.51.01.50.67	løbende ved terminer
Rigshospitalets betalingsordning	§ 16.51.01.10.21	løbende
Ekstraordinære indbetalinger		-

Betalinger	Konto på finansloven	Betalingsdato
Udbetalinger		
Udland		
Bistand til ulande	§ 06.32	
	§ 06.33	
	§ 06.34	
	§ 06.35	
	§ 06.36	løbende
Tilskud til Grønland	§ 07.31.01.10.51	ult. måneden
EFs landbrugsfond	§ 24.42.11	
	§ 24.42.13	
	§ 24.42.15	
	§ 24.42.17	løbende
Afregning til EF af told mv.	§ 38.51.05.10.51	
	§ 38.51.05.20.51	d. 20.
Moms- og BNI-bidrag til EF	§ 38.51.11.10.51	
	§ 38.51.11.20.51	1. bankdag
Kommuner		
Generelle tilskud	§ 13.81.01.10.72	
	§ 13.81.11	
	§ 13.81.12	
	§ 13.81.16.10.72	
	§ 13.81.41.10.72	1. bankdag
Udligning af udgifter til merværdiafgift	§ 13.85.01.10.72	1. bankdag
Refusion af sociale ydelser	§ 15.41-45	
	§ 15.49	
	§ 15.81-85	4. sidste bankdag
Refusion efter bistandslovens § 136	§ 15.61.01	2.feb., 2.maj, 2.aug. og 2.nov.
Dagpenge, sygdom og fødsel	§ 15.51.02	
	§ 15.52.01	2. bankdag
Boligtilskud		
Boligydelse og boligsikring	§ 14.21.01.10.72	
	§ 14.25.01.10.72	22.jan., 22.apr., 22.jul. og 22.okt.
Rentesikring	§ 14.31.01.10.53	
	§ 14.32.01.10.53	
	§ 14.33.01.10.53	
	§ 14.35.01.10.53	3. sidste bankdag i mar., jun., sep. og dec.

Betalinger	Konto på finansloven	Betalingsdato
Boligtilskud (fortsat)		
Rente-, afdragsbidrag og ydelsesstøtte	§ 14.31.05	
	§ 14.31.09	
	§ 14.32.03	
	§ 14.33.03	
	§ 14.33.07	
	§ 14.34.01	
	§ 14.35.05	
	§ 14.35.06	
	§ 14.35.07	2. sidste bankdag i jan. og jul. løbende
Tilskud til forbedringsarbejder	§ 14.36.01.10.72	
Børn		
Børnetilskud	§ 15.21	
	§ 15.29	3-4 bankdage før 2.jan., 2.apr., 2.jul. og 2.okt.
Børnefamilieydelse	§ 38.12.01.10.52	20.jan., 20.apr., 20.jul. og 20.okt.
Andet		
Arbejdsløshedsdagpenge	§ 17.32.01.10.52	løbende
Efterløn	§ 17.33.01.10.52	løbende
Iværksætter- og uddannelses- ydelse	§ 17.46.11	
	§ 17.46.21	løbende
Statens uddannelsesstøtte	§ 20.13.11.10.52	
	§ 20.13.13.10.81	dagen før sidste torsdag i måneden
Driftstilskud til skoler	§ 20.22.11.10.54	
	§ 20.22.12.10.54	
	§ 20.23.11.10.54	
	§ 20.23.12.10.54	
	§ 21.53.01.10.54	
	§ 21.53.01.20.54	
	§ 21.56.11.10.54	
	§ 21.56.11.20.54	
	§ 21.57.01.10.54	
	§ 21.57.01.20.54	d. 20.
Løn, pension mv.		
Lønninger	Standardkt. 11	6. og 7. sidste bankdag
Skat af løn	Jf. A-skat	
Pensioner	§ 36.11	
	§ 36.12	3. sidste bankdag
Skat af pension	Jf. A-skat	
Anlægsudgifter	Standardkt. 31 og 32	løbende

Bilagstabeller

Bilagstabel 1.

Statsgælden ved udgangen af finansårene 1981 til 1991. Mill.kr.

	1981	1982	1983
A. Lån			
I. Indenlandske lån			
1. obligationer, fast forrentede	100.926	166.636	230.592
obligationer, variabelt forrentede	-	-	-
2. præmieobligationer	1.200	1.200	1.200
3. bunden opsparing	-	-	-
4. statsgældsbeviser	33.250	36.150	40.700
5. skatkammerbeviser	-	-	-
I alt indenlandske lån	135.376	203.986	272.492
II. Udenlandske lån			
1. i USD	31.000	50.856	68.987
2. i CHF	6.339	6.077	5.928
3. i DEM	12.269	12.097	13.610
4. i XEU	-	-	-
5. i JPY	3.776	5.611	8.157
6. i andre valutaer samt flermøntede	4.137	4.501	5.832
I alt udenlandske lån	57.521	79.142	102.514
I alt inden- og udenlandske lån	192.897	283.128	375.006
B. Nettogæld til Danmarks Nationalbank	-5.805	-9.080¹⁾	-19.836
Samlet statsgæld (A+B)	187.092	274.048	355.170
Samlet statsgæld i pct. af BNP	45,9	59,0	69,3
C. Den Sociale Pensionsfond, nominelt	58.817	67.743	74.864
Samlet statsgæld, inkl. DSP (A+B-C)	128.275	206.305	280.306
Samlet statsgæld inkl. DSP i pct. af BNP	31,5	44,4	54,7

¹⁾ Korrigeret i forhold til statsregnskabet for 1982, jf. statsregnskabet 1983.

1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
288.959	302.749	282.451	243.212	215.492	221.592	229.221	252.481
3.400	27.125	39.935	56.935	82.785	88.410	85.010	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	392
37.800	28.760	27.500	43.675	54.085	64.550	68.850	74.050
-	-	-	-	-	-	21.350	49.250
331.359	361.238	352.583	346.486	354.987	377.127	406.495	462.383
53.634	42.056	55.313	44.637	32.983	27.624	15.556	17.103
7.154	10.513	12.160	16.572	20.452	17.919	21.033	15.785
14.995	15.778	21.131	26.799	29.374	30.034	36.700	28.464
600	2.588	5.874	10.191	14.480	16.970	18.103	18.025
13.110	11.775	9.874	13.781	12.718	10.156	3.597	1.866
9.041	10.220	15.561	15.657	14.326	13.328	24.112	11.096
98.534	92.930	119.913	127.637	124.333	116.031	119.101	92.339
429.893	454.168	472.496	474.123	479.320	493.158	525.596	554.722
-14.336	-20.752	-51.448	-57.960	-39.855	-35.254	-45.206	-8.158
415.557	433.416	421.048	416.163	439.465	457.904	480.390	546.564
73,5	70,5	63,2	59,5	60,0	59,5	60,0	65,7
82.512	89.411	95.034	100.758	106.224	111.376	118.447	123.659
333.045	344.005	326.014	315.405	333.241	346.528	361.943	422.905
58,9	55,9	48,9	45,1	45,5	45,0	45,2	50,8

Bilagstabel 2.

Indenlandske statslån optaget i 1991

Nr. 226, 9 pct. stående lån 2000

Udstedt beløb i 1991, mill.kr.	25.600
Rentetermin	15.nov.
Fondskode	1619
Emission påbegyndt	2.jan.1990
Lånet afdrages i sin helhed	15.nov.2000

Nr. 231, 9 pct. statsgældsbevis 1992 III

Udstedt beløb i 1991, mill.kr.	3.900
Rentetermin	20.aug.
Fondskode	1635
Emission påbegyndt	2.jul.1990
og indstillet	27.mar.1991
Lånet afdrages i sin helhed	20.aug.1992

Nr. 232, 9 pct. stående lån 1995

Udstedt beløb i 1991, mill.kr.	23.400
Rentetermin	15.nov.
Fondskode	1643
Emission påbegyndt	2.jul.1990
Lånet afdrages i sin helhed	15.nov.1995

Nr. 233, Skatkammerbevis 1991 II

Udstedt beløb i 1991, mill.kr.	3.877
Rentetermin	-
Fondskode	0331
Emission påbegyndt	26.sep.1990
Lånet er tilbagebetalt	2.apr.1991

Nr. 234, 9 pct. statsgældsbevis 1992 IV

Udstedt beløb i 1991, mill.kr.	5.450
Rentetermin	20.nov.
Fondskode	1651
Emission påbegyndt	1.okt.1990
og indstillet	3.jul.1991
Lånet afdrages i sin helhed	20.nov.1992

Nr. 235, Skatkammerbevis 1991 III

Udstedt beløb i 1991, mill.kr.	15.350
Rentetermin	-
Fondskode	0358
Emission påbegyndt	21.dec.1990
Lånet er tilbagebetalt	1.jul.1991

Nr. 236, 9 pct. statsgældsbevis 1993 I

Udstedt beløb i 1991, mill.kr.	14.050
Rentetermin	20.feb.
Fondskode	1678
Emission påbegyndt	2.jan.1991
og indstillet	30.sep.1991
Lånet afdrages i sin helhed	20.feb.1993

Nr. 237, 9 pct. statsgældsbevis 1993 II

Udstedt beløb i 1991, mill.kr.	13.000
Rentetermin	20.maj
Fondskode	1686
Emission påbegyndt	1.apr.1991
og indstillet	30.dec.1991
Lånet afdrages i sin helhed	20.maj 1993

Nr. 238, Skatkammerbevis 1991 IV

Udstedt beløb i 1991, mill.kr.	19.400
Rentetermin	-
Fondskode	0366
Emission påbegyndt	25.mar.1991
Lånet er tilbagebetalt	1.okt.1991

Nr. 239, 8 pct. statsgældsbevis 1993 III

Udstedt beløb i 1991, mill.kr.	5.650
Rentetermin	20.aug.
Fondskode	1694
Emission påbegyndt	1.jul.1991
Lånet afdrages i sin helhed	20.aug.1993

Nr. 240, Skatkammerbevis 1992 I

Udstedt beløb i 1991, mill.kr.	15.500
Rentetermin	-
Fondskode	0374
Emission påbegyndt	26.jun.1991
Lånet afdrages i sin helhed	2.jan.1992

Nr. 241, Skatkammerbevis 1992 II

Udstedt beløb i 1991, mill.kr.	16.700
Rentetermin	-
Fondskode	0382
Emission påbegyndt	26.jun.1991
Lånet afdrages i sin helhed	1.apr.1992

Nr. 242, Skatkammerbevis 1992 III

Udstedt beløb i 1991, mill.kr.	17.050
Rentetermin	-
Fondskode	0390
Emission påbegyndt	26.sep.1991
Lånet afdrages i sin helhed	1.jul.1992

Bilagstabel 2 - fortsat

Nr. 243, 8 pct. statsgældsbevis 1993 IV

Udstedt beløb i 1991, mill.kr.	1.450
Rentetermin	20.nov.
Fondskode	1708
Emission påbegyndt	1.okt.1991
Lånet afdrages i sin helhed	20.nov.1993

Bilagstabel 3.

Udenlandske statslån optaget i 1991¹⁾

Nr. 469, Lån

Acceptdato	27.nov.1990
Underskrivelsesdato .	5.dec.1990
Hjemtagelsesdato . . .	25.okt.1991
Udløbsdato	10.nov.2000
Lånetype	EIB, 3. og sidste tranche af Dansk Globallån XIV
Långiver	Den Europæiske Investeringsbank, Luxembourg
Nominelt lånebeløb .	Modværdien af 35 mill.DKK i DEM
Nominel rente	8,60 pct. p.a.
Emissionskurs	100
Kommissioner	-
Andre omkostninger .	-
Effektiv rente	8,60 pct. p.a.
Tilbagebetaling	10.nov.2000
Forbrug af bemyn- digelse	25.okt.1991 DEM 9.061.957,90 à 387,00 = DKK 35.069.777,07

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 opsige 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.

Bilagstabel 3 - fortsat

Nr. 475, Renteswap

Acceptdato	26.mar.1991	
Startdato	2.apr.1991	
Udløbsdato	3.apr.1995	
Modpart	Deutsche Bank, Frankfurt	
	Staten betaler	Staten modtager
	ydelser svarende til	ydelser svarende til
	fast forrentet	variabelt forrentet
	lån i CHF	lån i CHF
Hovedstole	CHF 50.000.000	CHF 50.000.000
Rente	7,17 pct. p.a.	6 mdrs. CHF-Libor
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	7,17 pct. p.a. helårlig mod 6 mdrs. CHF-Libor halvårlig.	
Udveksling af hovedstole	Der sker ikke udveksling af hovedstole.	

Nr. 476, Renteswap

Acceptdato	26.mar.1991	
Startdato	2.apr.1991	
Udløbsdato	3.apr.1995	
Modpart	Credit Suisse Financial Products, London	
	Staten betaler	Staten modtager
	ydelser svarende til	ydelser svarende til
	fast forrentet	variabelt forrentet
	lån i DEM	lån i DEM
Hovedstole	DEM 50.000.000	DEM 50.000.000
Rente	8,93 pct. p.a.	6 mdrs. DEM-Libor
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	8,93 pct. p.a. helårlig mod 6 mdrs. DEM-Libor halvårlig.	
Udveksling af hovedstole	Der sker ikke udveksling af hovedstole.	

Nr. 477, Renteswap

Acceptdato	27.mar.1991
Startdato	2.apr.1991
Udløbsdato	3.apr.1995
Modpart	Canadian Imperial Bank of Commerce, London

	Staten betaler ydelse svarende til fast forrentet lån i DEM	Staten modtager ydelse svarende til variabelt forrentet lån i DEM
Hovedstole	DEM 50.000.000	DEM 50.000.000
Rente	8,90 pct. p.a.	6 mdrs. DEM-Libor
Omkostninger	DEM 16.234,22	
Effektiv rente	8,91 pct. p.a. helårlig mod 6 mdrs. DEM-Libor halvårlig.	
Udveksling af hovedstole	Der sker ikke udveksling af hovedstole.	

Nr. 478, Swap

Acceptdato	30.apr.1991
Startdato	3.maj 1991
Udløbsdato	3.maj 1995
Modpart	Swiss Bank Corporation, London

	Staten betaler ydelse svarende til fast forrentet lån i DEM	Staten modtager ydelse svarende til variabelt forrentet lån i USD
Hovedstole	DEM 171.900.000	USD 100.000.000
Rente	8,91 pct. p.a.	6 mdrs. USD-Libor
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	8,91 pct. p.a. helårlig i DEM mod 6 mdrs. USD-Libor halvårlig.	
Udveksling af hovedstole	Ved aftalens start og afslutning.	

Bilagstabel 3 - fortsat

Nr. 479, Swap

Acceptdato	30.apr.1991	
Startdato	7.maj 1991	
Udløbsdato	17.sep.1997	
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 JPY	lån i USD
Hovedstole	JPY 9.000.000.000	USD 52.000.000
Rente	7,50 pct. p.a.	6 mdrs. USD-Libor + 0,01 pct.
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	7,50 pct. p.a. helårlig i JPY mod 6 mdrs. USD-Libor + 0,01 pct. halvårlig.	
Udveksling af hovedstole	Der sker ikke udveksling af hovedstole.	
Bemærkning	Staten optog i 1985 et dual currency lån på 20 mia.JPY, 7,50 pct. p.a. Renten betales i JPY, men ved udløb i 1997 betales gælden tilbage med USD 104.320.000. Lånet blev swappet til variabelt forrentede USD gennem 2 tilknyttede swaps: en valutaswap, hvor staten modtager, hvad der svarer til JPY-kuponbetalingerne og til gengæld betaler USD 7.817.000, og en renteswap, hvor staten modtager USD 7.817.000 og betaler USD-Libid minus 0,335 pct. (USD-Libor minus 0,48 pct.) af en reduceret USD-hovedstol på USD 82.570.345. Ved udløb modtager staten yderligere USD 21.749.655 fra swapmodparten, hvorved det samlede beløb bringes op på USD 104.320.000. Nettoresultatet af lånepakken er USD-Libor minus 0,51 pct. Staten har opkøbt 9 mia.JPY af disse obligationer for 52 mill.USD og samtidig indgået ovennævnte swap. Indfrielsesbeløbet for de købte obligationer andrager kun $9/20 \times 104,320 = 46,944$ mill.USD, men swapmodparten betaler på indfrielsestidspunktet forskellen op til swaphovedstolen på 52 mill.USD. Nettoresultatet af køb + swap er erhvervelse af et aktiv på 52 mill.USD, der afkaster en rente på Libor + 0,01 pct.	

Nr. 481, Swap

Acceptdato	6.aug.1991
Startdato	9.aug.1991
Udløbsdato	9.aug.1995
Modpart	Svenska Handelsbanken, London

	Staten betaler ydelser svarende til fast forrentet lån i DEM	Staten modtager ydelser svarende til fast forrentet lån i USD
Hovedstole	DEM 171.250.000	USD 100.000.000
Rente	9,23 pct. p.a.	8,00 pct. p.a.
Omkostninger	Nutidsværdien af 0,01 pct. p.a. af hovedstolen (tilbagediskonteret med 8,00 pct. p.a.), svarende til USD 33.121,00.	
Effektiv rente	8,01 pct. p.a. helårlig mod 9,23 pct. p.a. helårlig.	
Udveksling af hovedstole	Ved aftalens start og afslutning.	

Nr. 482, Swap

Acceptdato	14.aug.1991
Startdato	19.aug.1991
Udløbsdato	21.aug.1995
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 173.850.000	USD 100.000.000
Rente	9,20 pct. p.a.	6 mdrs. USD-Libor
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	9,20 pct. p.a. helårlig i DEM mod 6 mdrs. USD-Libor halvårlig.	
Udveksling af hovedstole	Ved aftalens start og afslutning.	

Bilagstabel 3 - fortsat

Nr. 483, Renteswap

Acceptdato	2.okt.1991
Startdato	4.okt.1991
Udløbsdato	4.okt.1995
Modpart	Credit Suisse Financial Products, London

	Staten betaler	Staten modtager
	ydelser svarende til	ydelser svarende til
	variabelt forrentet	fast forrentet
	lån i USD	lån i USD
Hovedstole	USD 200.000.000	USD 200.000.000
Rente	6 mdrs. USD-Libor	7,18 pct. p.a.
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	6 mdrs. USD-Libor halvårlig mod 7,18 pct. p.a. helårlig.	
Udveksling af hovedstole	Der sker ikke udveksling af hovedstole.	

Nr. 484, Renteswap

Acceptdato	10.okt.1991
Startdato	14.okt.1991
Udløbsdato	15.jan.1997
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 100.000.000	DEM 100.000.000
Rente	8,79 pct. p.a.	6 mdrs. DEM-Libor
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	8,79 pct. p.a. helårlig mod 6 mdrs. DEM-Libor halvårlig.	
Udveksling af hovedstole	Der sker ikke udveksling af hovedstole.	

Nr. 485, Renteswap

Acceptdato	11.okt.1991
Startdato	15.okt.1991
Udløbsdato	16.okt.1995
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 DEM
Hovedstole	DEM 100.000.000	DEM 100.000.000
Rente	8,885 pct. p.a.	6 mdrs. DEM-Libor
Omkostninger	Nutidsværdien af 0,005 pct. p.a. af hovedstolen (tilbagediskonteret med 8,885 pct. p.a.), svarende til DEM 16.239,57.	
Effektiv rente	8,89 pct. p.a. helårlig mod 6 mdrs. DEM-Libor halvårlig.	
Udveksling af hovedstole	Der sker ikke udveksling af hovedstole.	

Nr. 486, Renteswap

Acceptdato	18.nov.1991
Startdato	20.nov.1991
Udløbsdato	20.nov.1998
Modpart	Deutsche Bank, Frankfurt

	Staten betaler ydelse svarende til variabelt forrentet lån i JPY	Staten modtager ydelse svarende til fast forrentet lån i JPY
Hovedstole	JPY 10.000.000.000	JPY 10.000.000.000
Rente	6 mdrs. JPY-Libor	6,265 pct. p.a.
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	6 mdrs. JPY-Libor halvårlig mod 6,265 pct. p.a. helårlig.	
Udveksling af hovedstole	Der sker ikke udveksling af hovedstole.	

Bilagstabel 4.

Statsgaranterede enheders låntagning i 1991

A. Hypotekbanken: Udenlandsk låntagning i 1991

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.
1.feb.	10,3	10,0	XEU	2000	EIB	10,4	79
13.mar.	Libor	18,0	XEU	2000	EIB	Libor	142
13.mar.	Libor	73,0	DEM	2000	EIB	Libor	281
I alt							502

B. Hypotekbanken: Isolerede swaptransaktioner i 1991

Accept- dato	Der modtages			Der betales			Effektiv ren- te pct. p.a.	Løbe- tid, år	Beløb i mill.kr.
	Valuta	Mill.	Rente	Valuta	Mill.				
24.jan.	USD	20,0	Libor	CHF	25,0	7,65		5	114
4.feb.	USD	20,0	Libor	CHF	25,0	7,54		5	113
5.feb.	USD	20,0	Libor	CHF	25,0	7,47		5	113
6.feb.	USD	20,1	Libor	CHF	25,0	7,45		5	113
6.feb.	USD	20,1	Libor	CHF	25,0	7,46		5	113
6.feb.	USD	20,1	Libor	CHF	25,0	7,46		5	113
6.feb.	USD	20,1	Libor	CHF	25,0	7,46		5	113
6.feb.	XEU	14,3	9,65	CHF	25,0	7,46		5	113
8.feb.	FRF	99,7	9,97	CHF	25,0	7,40		5	113
11.feb.	FRF	99,5	9,81	CHF	25,0	7,26		5	113
11.mar.	DKK	190,9	9,77	CHF	43,2	Libor		5	190
4.apr.	XEU	15,0	9,29	CHF	26,2	7,05		7	119
11.apr.	DKK	409,7	9,40	CHF	90,6	7,10		7	410
26.jun.	XEU	14,1	9,55	CHF	25,0	7,05		5	112
29.aug.	DEM	10,4	9,4375	USD	6,0	5,8125		5	40
29.aug.	DEM	9,1	Libor	JPY	713,5	Libor		5	35
I alt									2.037

Bilagstabel 4 - fortsat

C. Dansk Naturgas A/S: Udenlandsk låntagning i 1991

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.
7.feb.	1) + swap til USD	5.000,0	JPY	1996	Bankers Trust	Libor-0,24	218
18.jun.	11,5 + swap til CHF	50.000,0	ITL	1998	EIB	6,36	259
I alt							477

¹⁾ Rentesatsen fastsættes i forhold til kursudviklingen i udvalgte valutaer.

D. Dansk Naturgas A/S: Isolerede swaptransaktioner i 1991

Accept-dato	Der modtages			Der betales			Løbe- tid, år	Beløb i mill.kr.
	Valuta	Mill.	Rente	Valuta	Mill.	Effektiv ren- te pct. p.a.		
28.jan.	CHF	30,0	Libor	CHF	30,0	7,2	7	136
6.nov.	USD	20,0	Libor-0,24	CHF	29,0	7,48	5	127
8.nov.	USD	18,9	Libor-0,24	DKK	119,9	Cibor-0,245	5	120
I alt								383

E. A/S Storebæltsforbindelsen: Udenlandsk låntagning i 1991

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.
10.jan.	10,0 + swap til XEU	20,0	XEU	1996	EIB	Libor-0,33	159
25.mar.	12,35 + swap til USD + swap til DKK	48.000,0	ITL	1996	EIB	Cibor-0,25	248
7.maj	12,10 + swap til USD	48.000,0	ITL	1996	EIB	Libor-0,395	248
8.jul.	7,63 + swap til USD	330,0	USD	1999	Banque Indosuez	Libor-0,25	2.314
15.jul.	0 + swap til FRF + swap til DEM	800,0	FRF	2006	Morgan Guaranty	8,38	912
6.sep.	Libor-0,15 + swap til USD + swap til DEM	50,0	USD ¹⁾	1994	CSFP	Libor-0,21	597
15.okt.	6+tillæg ²⁾ + swap til USD	60,0	USD	1992	Warburg	Libor-0,45	392
25.okt.	0 + swap til DEM	22,0	DEM	1994	Deutsche Bank	Libor-0,32	67
5.dec.	0	224,0	DKK	1994	Deutsche Bank	9	174
I alt							5.111

¹⁾ Renten fastsættes i CHF men betales i USD.²⁾ Tillægget til rentesatsen er afhængig af udviklingen i det tyske aktieindeks (DAX).

Bilagstabel 4 - fortsat

F. A/S Storebæltsforbindelsen: Isolerede swaptransaktioner i 1991

Accept- dato	Der modtages			Der betales			Løbe- tid, år	Beløb i mill.kr.
	Valuta	Mill.	Rente	Valuta	Mill.	Effektiv ren- te pct. p.a.		
28.jan.	USD	50,0	Libor	CHF	62,7	7,40	6,5	277
28.jan.	USD	43,4	Libor	CHF	54,4	Libor+0,07	6,5	240
12.apr.	USD	59,5	Libor-0,28	DKK	383	9,055	9	383
12.apr.	USD	55,0	Libor-0,28	CHF	78,5	6,54	9	356
10.maj	USD	51,0	Libor-0,26	DKK	337	Libor-0,215	4,5	337
12.nov.	USD	37,8	Libor-0,395	DKK	240	8,92	5	240
16.dec.	USD	16,84	Libor-0,35	DEM	26,6	Libor-0,305	4	103
27.dec.	FRF	202	Pibor	DKK	230	8,515	14	230
27.dec.	FRF	260	Pibor	DEM	76,1	Libor+0,045	10	297
I alt								2.463

Bilagstabel 5.

Samtlige indenlandske statslån pr. 31. december 1991

Løbe- nr.	Rentesats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill.DKK)
Fast forrentede obligationslån			
1	3 1/2	Dansk Statslån 1886/uamortisabelt	46,2
2	4 1/2	Genforeningslån I, 1919/92	0,9
3	4	Genforeningslån II, 1919/92	0,5
4	4	Gældssaneringslån I, 1936/93	1,4
5	4	Gældssaneringslån III, 1936/93	1,8
7	4	Dansk Statslån III, 1944/94	4,8
8	5	Dansk Islandsk Fond 1918/uamortisabelt	1,0
9	2	Stabiliseringslån af 1947/92	9,5
13	4 1/2	S 1958/97	79,0
14	5	S 1958/2007	88,1
16	4	S 1958/2017	136,9
17	5	Stabiliseringslån af 1957/92	14,8
38	12	S 1980/2001	26.775,0
54	10	S 1983/93	4.796,0
55	10	Stående lån 1983/93	12.500,0
56	10	S 1983/99	9.386,0
57	10	S 1983/2004	12.324,0
65	10	S 1984/94	4.920,0
74	10	Stående lån 1984/92	5.000,0
75	10	Stående lån 1984/94	4.000,0
76	10	S 1984/95	3.120,0
85	10	S 1985/2001	5,0
101	8	S 1986/92	720,0
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
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

Bilagstabel 5 - fortsat

Låne- nr.	Rentesats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill.DKK)
226	9	Stående lån 1990/2000	47.350,0
232	9	Stående lån 1990/95	29.900,0
I alt fast forrentede obligationslån			252.480,9
Statsgældsbeviser			
225	9	Statsgældsbevis I, 1990/92	10.750,0
227	9	Statsgældsbevis II, 1990/92	9.350,0
231	9	Statsgældsbevis III, 1990/92	9.700,0
234	9	Statsgældsbevis IV, 1990/92	10.100,0
236	9	Statsgældsbevis I, 1991/93	14.050,0
237	9	Statsgældsbevis II, 1991/93	13.000,0
239	8	Statsgældsbevis III, 1991/93	5.650,0
243	8	Statsgældsbevis IV, 1991/93	1.450,0
I alt statsgældsbeviser			74.050,0
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
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 1965/95	100,0
21	7	Præmieobligationslån af 1969/94	100,0

Bilagstabel 5 - fortsat

Låne- nr.	Rentesats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill.DKK)
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	392,1
I alt bunden opsparing			392,1
Skatkammerbeviser			
240	0	Skatkammerbevis 1992 I	15.500,0
241	0	Skatkammerbevis 1992 II	16.700,0
242	0	Skatkammerbevis 1992 III	17.050,0
I alt skatkammerbeviser			49.250,0
Indenlandsk gæld, i alt			462.383,0

Bilagstabel 6.

Samtlige udenlandske statslån pr. 31. december 1991

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.1991 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
AUD-lån					
363	12,25	1988/93	75,0	337,2	
-	12,25	1988/93 swap til USD med variabel rente	-75,0	-337,2	
396	7,3	1989/96 AUD(rente)/JPY(hovedst.)	1.068,0	4.801,7	
-	7,3	1989/96 swap af rentebetaling til JPY med fast rente	-445,0	-2.000,7	
-	7,3	1989/96 swap til DEM med variabel rente	-623,0	-2.801,0	
433	7,0	1990/97 AUD(rente)/JPY(hovedst.)	124,6	560,1	
-	7,0	1990/97 swap til USD med variabel rente	-124,6	-560,1	
I alt AUD			0,0	0,0	
BEF-lån					
36	8,5	EIB-lån I 1973/93	6,9	1,3	(2)
37	8,5	EIB-lån II 1973/93	7,5	1,4	(2)
235	10,15	EIB-lån global XI 1985/95	78,8	14,9	(2)
279	7,38	1986/93 swap fra USD med variabel rente	1.000,0	189,1	
410	10,5	1990/93 swap fra USD med variabel rente	1.000,0	189,1	
432	9,74	1990/95 swap fra USD med variabel rente	1.693,6	320,3	
I alt BEF			3.786,8	716,1	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
CAD-lån					
312	9,125	1987/92	150,0	767,3	
-	9,125	1987/92 swap til USD med variabel rente	-150,0	-767,3	
I alt CAD			0	0	
CHF-lån					
68	4,75	1977/92	42,8	186,6	(6)
82	5	EIB-lån, Motorvej Sønderjylland 1978/93	18,7	81,6	(2)
86	4,55	EIB-lån, skibe til KGH 1979/93	4,9	21,6	(2)
106	6,45	EIB-lån, Narssarsuaq Lufthavn 1980/95	3,9	17,1	(2)
139	10,5	EIB-lån VIII 1982/92	1,2	5,2	(2)
141	7,7	EIB-lån, Farøbroerne 1982/97	23,3	101,5	(2)
163	6,45	EIB-lån, Farøbroerne 1982/97	16,6	72,3	(2)
164	6,45	EIB-lån, Farøbroerne, NIC 1982/97	23,4	102,3	(2)
179	6,6	EIB-lån, grønlandske pakhuse 1983/98	5,2	22,8	(2)
198	6,85	EIB-lån IV 1984/99	4,8	20,9	(2)
213	6,75	1984/92	100,0	436,5	
233	5,78	1985/93 swap fra USD med variabel rente	101,8	444,1	
235	6,35	EIB-lån global IX 1985/95	1,1	4,6	(2)
252	5,4	EIB-lån global XII 1986/96	3,4	15,0	(2)
289	5,125	1986/93	14,7	64,3	
-	5,4	1986/93 swap fra USD med variabel rente	100,0	436,5	
-	5,4	1986/93 swap til XEU med variabel rente	-184,3	-804,2	
-	5,38	1986/93 swap fra USD med variabel rente	69,5	303,5	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
CHF-lån fortsat					
311	4,96	1987/92 swap fra USD med variabel rente	150,0	654,7	
313	0	1987/2002	100,0	436,5	
319	4,97	1987/94 swap fra USD med variabel rente	100,0	436,5	
320	5,0125	1987/92 swap fra USD med variabel rente	75,0	327,4	
334	4,7	1987/92 swap fra JPY med fast rente	104,0	453,9	
340	4,25	1987/92 med sølvwarrants	100,0	436,5	
349	4,39	1987/92 swap fra USD med variabel rente	100,0	436,5	
354	3	1987/92 med warrants	50,0	218,2	
356	4,75	1987/94 swappet til variabel rente	150,0	654,7	
358	4	1988/93	300,0	1.309,5	
362	4,14	1988/93 swap fra GBP med fast rente	200,6	875,6	
366	var.	1988/93 swap fra USD med variabel rente	100,0	436,5	
367	var.	1988/94 swap fra USD med variabel rente	50,0	218,2	
368	var.	1988/94 swap fra USD med variabel rente	130,0	567,4	
371	var.	1988/92 swap fra USD med variabel rente	100,0	436,5	
372	var.	1988/93 swap fra USD med variabel rente	100,0	436,5	
373	var.	1988/93 swap fra DEM med variabel rente	250,0	1.091,2	
389	8	1989/93	100,0	436,5	
-	8	1989/93 swap til XEU med variabel rente	-100,0	-436,5	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
CHF-lån fortsat					
411	7,5188	1990/95 swap fra USD med variabel rente	75,0	327,4	
413	var.	1990/95 swap fra USD med variabel rente	200,0	873,0	
418	7,5188	1990/95 swap fra USD med variabel rente	75,1	327,8	
-	8,2	1990/95 swap fra USD med variabel rente	100,0	436,5	
419	7,6822	1990/95 swap fra USD med variabel rente	100,3	437,8	
423	7,66	1990/95 swap fra USD med variabel rente	71,1	310,1	
424	7,6	1990/95 swap fra USD med variabel rente	70,4	307,1	
425	7,44	1990/95 swap fra USD med variabel rente	50,0	218,2	
437	7,1628	1990/95 swap fra USD med variabel rente	100,1	437,0	
452	7,96	1990/94 swap fra USD med variabel rente	75,0	327,4	
454	8,145	1990/93 swap fra USD med fast rente	63,5	277,2	
456	7,99	1990/94 swap fra USD med fast rente	62,9	274,4	
460	7,93	1990/95 swap fra USD med variabel rente	62,5	272,8	
475	7,17	1991/95 swappet fra variabel rente	50,0	218,2	
-	var.	1991/95 swappet til fast rente	-50,0	-218,2	
I alt CHF			3.616,5	15.785,2	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
DEM-lån					
36	8,5	EIB-lån I 1973/93	0,2	1,0	(2)
37	8,5	EIB-lån II 1973/93	0,3	1,1	(2)
70	8,4	EIB-lån IV 1978/92	0,8	3,1	(2)
101	10,25	EIB-lån, Holsteinsborg Elværk 1979/94	1,7	6,5	(2)
102	10,25	EIB-lån, Grønlands telekommu- nikation 1979/94	1,0	3,9	(2)
140	9,8	EIB-lån, P&T kabelforbindelse 1982/97	0,6	2,5	(2)
146	9,15	1981/95	8,0	31,2	(4)
154	10,125	1982/92	100,0	389,6	
158	9	1983/93	50,0	194,8	(5)
164	8,5	EIB-lån, Farøbroerne, NIC 1982/97	45,8	178,6	(2)
172	8	1983/93	100,0	389,6	
192	7,875	1984/94	150,0	584,3	
217	7,75	1984/94	150,0	584,3	
222	7,625	1984/94	100,0	389,6	
249	var.	1985/95 swap fra USD med variabel rente	261,1	1.017,1	
258	5,65	1986/93 swap fra USD med fast rente	232,5	905,8	
267	1,6	1986/93 swap fra JPY med fast rente	256,6	999,5	
287	6,25	1986/93	250,0	973,9	
290	5,98	1986/92 swap fra USD med variabel rente	100,0	389,6	
315	5,93	1987/93 swap fra USD med variabel rente	200,0	779,1	
321	var.	1987/92 swap fra USD med variabel rente	100,0	389,6	
323	5,73	1987/92 swap fra USD med variabel rente	100,0	389,6	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
DEM-lån fortsat					
324	5,65	1987/92 swap fra USD med variabel rente	150,0	584,3	
325	5,67	1987/92 swap fra USD med variabel rente	100,0	389,6	
326	5,68	1987/92 swap fra USD med variabel rente	91,3	355,8	
327	5,67	1987/92 swap fra USD med variabel rente	50,0	194,8	
329	5,62	1987/92 swap fra USD med variabel rente	200,0	779,1	
332	5,49	1987/92 swap fra USD med variabel rente	100,0	389,6	
336	5,24	1987/92 swap fra NLG med fast rente	200,0	779,1	
341	6,29	1987/97 swappet fra variabel rente	100,0	389,6	
-	var.	1987/97 swappet til fast rente	-100,0	-389,6	
342	5,39	1987/92 swap fra JPY med fast rente	253,4	987,0	
343	var.	1987/97 swappet fra fast rente	50,0	194,8	
-	6,3	1987/97 swappet til variabel rente	-50,0	-194,8	
-	var.	1987/97 swappet fra fast rente	50,0	194,8	
-	6,725	1987/97 swappet til variabel rente	-50,0	-194,8	
344	var.	1987/93 swap fra USD med variabel rente	253,0	985,6	
347	var.	1987/96 swappet fra fast rente	100,0	389,7	
-	6,64	1987/96 swappet til variabel rente	-100,0	-389,7	
350	var.	1987/97 swappet fra fast rente	100,0	389,7	
-	6,6	1987/97 swappet til variabel rente	-100,0	-389,7	
352	var.	1987/94 swappet fra fast rente	200,0	779,1	
-	6,33	1987/94 swappet til variabel rente	-200,0	-779,1	
353	5,78	1987/92 swap fra USD med variabel rente	120,0	467,5	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
DEM-lån fortsat					
373	var.	1988/93 swap fra USD med variabel rente	300,0	1.168,7	
-	var.	1988/93 swap til CHF med variabel rente	-300,0	-1.168,7	
393	var.	1989/93 swap fra ITL med fast rente	204,5	796,8	
396	var.	1989/96 swap fra JPY(hovedstol)/AUD(rente) med fast rente	636,9	2.481,0	
397	7,65	EIB-lån, Danske Motorveje B, 2. tranche 1989/95	100,0	389,6	
400	var.	1989/95 swap fra JPY med fast rente	180,5	703,2	
401	var.	1990/95 swap fra USD med variabel rente	171,0	666,0	
415	9,56	1990/95 swap fra USD med variabel rente	50,0	194,8	
416	9,25	1990/95	150,0	584,3	
421	9,31	1990/92 swap til DKK med fast rente	-0,2	-0,8	
426	9,1	1990/93	100,0	389,6	
427	9,1	1990/93	50,0	194,8	
429	9,08	1990/93	50,0	194,8	
430	9,06	1990/95 swap fra USD med variabel rente	83,8	326,3	
431	9	1990/95 swap fra USD med variabel rente	50,4	196,2	
434	var.	1990/95 swap fra ESB med fast rente	162,6	633,4	
435	8,865	1990/94 swappet fra variabel rente	50,0	194,8	
-	var.	1990/94 swappet til fast rente	-50,0	-194,8	
436	8,87	1990/93 swappet fra variabel rente	50,0	194,8	
-	var.	1990/93 swappet til fast rente	-50,0	-194,8	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
DEM-lån fortsat					
438	8,85	1990/93 swappet fra variabel rente	60,0	233,7	
-	var.	1990/93 swappet til fast rente	-60,0	-233,7	
439	9,25	1990/93 swap fra USD med variabel rente	157,6	613,8	
440	9,25	1990/95 swap fra USD med variabel rente	100,0	389,6	
441	9,17	1990/93 swap fra USD med variabel rente	77,7	302,7	
442	13,125	1990/95 swappet til variabel rente	50,0	194,8	
444	9,33	1990/93 swap fra USD med variabel rente	77,4	301,3	
447	9,31	1990/93 swap fra USD med variabel rente	77,4	301,5	
448	9,31	1990/93 swap fra USD med variabel rente	77,1	300,5	
449	9,25	1990/93 swap fra USD med variabel rente	75,2	293,0	
450	9,17	1990/94 swap fra USD med variabel rente	75,4	293,7	
451	9,15	1990/94 swap fra USD med variabel rente	37,7	146,8	
455	9,32	1990/93 swap fra USD med fast rente	74,7	291,0	
458	9,3	1990/94 swap fra USD med fast rente	74,0	288,3	
459	9,33	1990/94 swap fra USD med fast rente	110,9	431,8	
469	8,6	EIB-lån global XIV, C 1990/2000	9,1	35,3	
476	8,93	1991/95 swappet fra variabel rente	50,0	194,8	
-	var.	1991/95 swappet til fast rente	-50,0	-194,8	
477	8,9	1991/95 swappet fra variabel rente	50,0	194,8	
-	var.	1991/95 swappet til fast rente	-50,0	-194,8	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
DEM-lån fortsat					
478	8,91	1991/95 swap fra USD med variabel rente	171,9	669,7	
481	9,23	1991/95 swap fra USD med variabel rente	171,3	667,1	
482	9,2	1991/95 swap fra USD med variabel rente	173,9	677,3	
484	8,79	1991/95 swappet fra variabel rente	100,0	389,6	
-	var.	1991/95 swappet til fast rente	-100,0	-389,6	
485	8,885	1991/95 swappet fra variabel rente	100,0	389,6	
-	var.	1991/95 swappet til fast rente	-100,0	-389,6	
I alt DEM			7.306,8	28.464,3	
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	2,1	2,1	(2)
37	8,5	EIB-lån II 1973/93	2,3	2,3	(2)
39	8,75	EIB-lån III 1974/94	4,1	4,1	(2)
348	0	1987/92	500,0	500,0	
421	10,86	1990/92 swap fra DEM med fast rente	0,8	0,8	
I alt DKK			646,6	646,6	
ESB-lån					
434	13,75	1990/95	10.000,0	611,3	
-	13,75	1990/95 swap til DEM med variabel rente	-10.000,0	-611,3	
I alt ESB			0,0	0,0	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
FRF-lån					
224	12,9	EIB-lån, DSB 1984/99	62,8	71,7	(2)
328	8,8025	1987/93 swap fra USD med variabel rente	500,0	570,3	
390	9	1989/96	1.000,0	1.140,5	
420	0	1990/2005	1.000,0	1.140,5	
445	var.	1990/96 swappet fra fast rente	1.000,0	1.140,5	
-	10,8	1990/96 swappet til variabel rente	-1.000,0	-1.140,5	
471	0	1990/2005, 3/5 swappet til variabel rente	1.155,2	1.317,6	
474	0	1990/2005 swappet til variabel rente	1.140,4	1.300,7	
I alt FRF			4.858,4	5.541,3	
GBP-lån					
120	13	1980/2005	75,0	829,9	
138	12,25	EIB-lån, Jakobshavn Lufthavn 1982/97	1,3	14,1	(2)
208	11,875	1984/94	75,0	829,9	
247	11,55	EIB-lån, DSB 1985/2000	5,1	56,7	(2)
359	8,67	1988/98	43,0	475,8	
-	8,67	1988/98 swap til USD med variabel rente	-43,0	-475,8	
362	9,5	1988/93	80,0	885,2	
-	9,5	1988/93 swap til CHF med fast rente	-80,0	-885,2	
407	11,625	1990/2000	100,0	1.106,5	
-	11,625	1990/2000 swap til USD med variabel rente	-75,0	-829,9	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
GBP-lån fortsat					
(407)	11,625	1990/2000 swap til USD med variabel rente	-25,0	-276,6	
I alt GBP			156,4	1.730,6	
ITL-lån					
393	12,375	1989/93	150.000,0	771,5	
-	12,375	1989/93 swap til DEM med variabel rente	-150.000,0	-771,5	
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	118,9	5,6	(2)
102	10,25	EIB-lån, Grønlands telekommunikation 1979/94	72,4	3,4	(2)
130	9,3	EIB-lån, Grønlands telekommunikation 1981/96	796,7	37,7	(2)
170	9,25	EIB-lån global IX 1983/93	442,2	20,9	(2)
201	8	1984/94 swap fra USD med fast rente	12.000,0	568,0	
218	7,7	1984/92	2.300,0	108,9	(4)
-	7,7	1984/92 swap til USD med variabel rente	-2.300,0	-108,9	(4)
225	6,75	1984/92	20.000,0	946,7	
-	6,75	1984/92 swap til USD med variabel rente	-10.000,0	-473,4	
-	6,75	1984/92 swap til USD med variabel rente	-10.000,0	-473,4	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
JPY-lån fortsat					
245	7,50	1985/97	11.000,0	520,7	
-	7,50	1985/97 swap til USD med fast rente	-20.000,0	-946,7	
246	6,25	1985/92	15.000,0	710,0	
-	6,25	1985/92 swap til USD med fast rente	-15.000,0	-710,0	
254	6,375	1986/96	10.000,0	473,4	
-	6,375	1986/96 swap til USD med fast rente	-10.000,0	-473,4	
261	6,4	1986/93	5.220,0	247,1	
-	6,4	1986/93 swap til USD med variabel rente	-5.220,0	-247,1	
267	6,5	1986/93	14.700,0	695,8	
-	6,5	1986/93 swap til DEM med fast rente	-14.700,0	-695,8	
269	5,875	1986/93	10.000,0	473,4	
-	5,875	1986/93 swap til USD med variabel rente	-10.000,0	-473,4	
280	8,5	1986/92	23.063,4	1.091,7	
-	8,5	1986/92 swap til USD med variabel rente	-20.000,0	-946,7	
-	5,45	Indskud	-580,6	-27,5	
295	9	1986/96 JPY(hovedstol)/NZD (rente) swap til USD med variabel rente	-12.800,0	-605,9	
310	5,125	1987/92	1.760,0	83,3	
317	5,125	1987/92	1.756,0	83,1	
334	4,57	1987/92 swap til CHF med fast rente	-10.002,2	-473,5	
342	4,94	1987/92 swap til DEM med fast rente	-20.000,0	-946,7	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
JPY-lån fortsat					
344	5,49	1989/93 swap til USD med variabel rente	-20.000,0	-946,7	
391	5,375	1989/96	16.600,0	785,8	
-	5,375	1989/96 swap til USD med variabel rente	-16.600,0	-785,8	
-	9	1989/96 swap fra USD med variabel rente til JPY(hovedstol/NZD(rente) med fast rente	12.800,0	605,9	
396	7,3	1989/96 JPY(hovedstol)/AUD(rente)	120.240,0	5.691,6	
-	7,3	1989/96 swap til DEM med variabel rente	-50.100,0	-2.371,5	
-	5,48	1986/96 swap af rentebetaling fra AUD med fast rente	70.000,0	3.313,5	
-	5,48	1989/96 swap af rentebetaling fra AUD til JPY med fast rente	-70.140,0	-3.320,1	
400	6,25	1990/95	30.000,0	1.420,1	
-	6,25	1990/95 swap til USD med variabel rente	-15.000,0	-710,0	
-	6,25	1990/95 swap til DEM med variabel rente	-15.000,0	-710,0	
405	7	1990/95	40.000,0	1.893,4	
-	7	1990/95 swap til USD med variabel rente	-20.000,0	-946,7	
-	7	1990/95 swap til USD med variabel rente	-20.000,0	-946,7	
412	6,8	1990/95	10.000,0	473,4	
-	6,8	1990/95 swap til USD med variabel rente	-10.000,0	-473,4	
433	7	1990/97 JPY(hovedstol)/AUD(rente)	15.000,0	710,0	
-	7	1990/97 swap til USD med variabel rente	-15.000,0	-710,0	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
JPY-lån fortsat					
479	7,5	1991/97 swap fra USD med variabel rente	9.000,0	426,0	
486	var.	1991/98 swappet fra fast rente	10.000,0	473,4	
-	6,265	1991/98 swappet til variabel rente	-10.000,0	-473,4	
I alt JPY			39.426,7	1.866,3	
LUF-lån					
138	13	EIB-lån, Jakobshavn Lufthavn 1982/97	101,2	19,1	(2)
139	10,5	EIB-lån VIII 1982/92	20,5	3,9	(2)
163	12,75	EIB-lån, Farøbroerne 1982/97	951,2	179,9	(2)
179	10,4	EIB-lån, grønlandske pakhuse 1983/98	131,4	24,9	(2)
193	11,45	EIB-lån global X 1984/94	6,1	1,1	(2)
248	8,97	EIB-lån, DSB 1985/95	1.000,0	189,1	
252	9,55	EIB-lån global XII 1986/96	85,5	16,2	(2)
330	7,9	EIB-lån global XIII 1987/97	170,5	32,2	(2)
360	7,5	EIB-lån, Sydmotorvej 1988/95	600,1	113,5	
I alt LUF			3.066,5	579,9	
NLG-lån					
76	7,75	1978/93	20,0	69,1	(4)
101	10,25	EIB-lån, Holsteinsborg Elværk 1979/94	0,9	3,2	(2)
102	10,25	EIB-lån, Grønlands telekommu- nikation 1979/94	0,6	2,0	(2)
140	11,25	EIB-lån, P&T kabelforbindelse 1982/97	2,8	9,5	(2)
141	11,4	EIB-lån, Farøbroerne 1982/97	30,8	106,5	(2)
175	9,25	1984/94	90,0	311,1	(4)

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
NLG-lån fortsat					
193	9,1	EIB-lån global X 1984/94	5,3	18,3	(2)
211	9,5	1984/2004	81,3	281,0	(4)
221	8,4	1984/94	28,1	97,2	(4)
224	8,15	EIB-lån, DSB 1984/99	92,7	321,0	(2)
226	8,25	1985/95	39,2	135,5	(4)
227	8,375	1985/2000	54,9	189,8	(4)
265	6,5	1986/96	250,0	864,3	
336	6,25	1987/92 swap til DEM med fast rente	-225,5	-779,6	
I alt NLG			471,0	1.628,5	
NOK-lån					
232	9,5	1985/92	250,0	247,4	
I alt NOK			250,0	247,4	
NZD-lån					
295	9	1986/96 NZD(rente)/JPY(hoved- stol) swap til USD med variabel rente	-39,2	-125,1	
391	9	1989/96 NZD(rente)/JPY(hoved- stol) swap fra USD med variabel rente	39,2	125,1	
I alt NZD			0,0	0,0	
SEK-lån					
26	7,25	SAAB-lån VI 1972/92	5,0	5,3	(4)
I alt SEK			5,0	5,3	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
USD-lån					
36	8,5	EIB-lån I 1973/93	0,3	1,5	(2)
37	8,5	EIB-lån II 1973/93	0,3	1,6	(2)
39	8,75	EIB-lån III 1974/94	0,9	5,9	(2)
70	8,4	EIB-lån IV 1978/92	0,7	4,3	(2)
101	10,25	EIB-lån, Holsteinsborg Elværk, 1979/94	1,3	7,5	(2)
102	10,25	EIB-lån, Grønlands telekommu- nikation 1979/94	0,8	4,5	(2)
148	9,25	CECA IV 1978/97	8,8	51,8	(3)
185	11,5	1989/93 warrant-lån	80,2	474,4	
201	14,25	1984/94	50,0	295,7	
-	14,25	1984/94 swap til JPY med fast rente	-50,0	-295,7	
206	var.	1984/99 floating rate notes	200,0	1.182,7	
218	var.	1984/92 swap fra JPY med fast rente	9,1	53,7	(4)
219	13	1985/92 swappet til variabel rente	-100,0	-591,4	
-	var.	1985/92 swappet fra fast rente	101,0	598,0	
-	12,75	1985/92 warrant-lån	99,9	590,8	
220	12,75	1985/92	2,0	11,8	
-	var.	1985/92 swappet fra fast rente	102,0	603,2	
-	12,59	1985/92 swappet til variabel rente	-102,0	-603,2	
-	var.	1985/92 swappet fra fast rente	101,5	600,2	
-	12,59	1985/92 swappet til variabel rente	-101,5	-600,2	
-	var.	1985/92 swappet fra fast rente	51,8	306,1	
-	12,53	1985/92 swappet til variabel rente	-51,8	-306,1	
-	12,50	1985/92 warrant-lån	250,0	1.478,1	
225	var.	1984/92 swap fra JPY med fast rente	40,0	236,5	
-	var.	1984/92 swap fra JPY med fast rente	40,0	236,5	

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
USD-lån fortsat					
228	11,5	1985/92	100,0	591,4	
-	var.	1985/92 swappet fra fast rente	100,0	591,4	
-	12,39	1985/92 swappet til variabel rente	-100,0	-591,4	
233	var.	1985/95	37,5	221,8	
-	var.	1985/93 swap til CHF med fast rente	-37,5	-221,8	
234	var.	1985/95 floating rate notes	250,0	1.478,4	
-	var.	1985/92 swappet fra fast rente	100,0	591,4	
-	11,84	1985/92 swappet til variabel rente	-100,0	-591,4	
-	var.	1985/92 swappet fra fast rente	50,0	295,7	
-	12,15	1985/92 swappet til variabel rente	-50,0	-295,7	
244	var.	Commercial paper (7) (USA)	445,0	2.631,5	
245	9,47	1985/97 swap fra JPY med fast rente, swappet til variabel rente	82,6	488,3	
246	10,5	1985/92 swap fra JPY med fast rente, swappet til variabel rente	68,7	406,3	
249	var.	1985/95 swappet fra fast rente	100,0	591,4	
-	11,25	1985/95 swappet til variabel rente	-100,0	-591,4	
-	var.	1985/95 swap til DEM med variabel rente	-100,0	-591,4	
-	11	1985/95 warrant-lån	86,3	510,1	
254	8,795	1986/96 swap fra JPY med fast rente	50,0	295,7	
257	7,75	1986/93	250,0	1.478,4	
258	7,54	1986/93 swap til DEM med fast rente	-107,3	-634,2	
-	8,25	Køb af warrants	0,4	2,6	
261	var.	1986/93 swap fra JPY med fast rente	30,0	177,4	
263	0	1986/98 swappet til variabel rente	95,4	564,0	
269	var.	1986/93 swap fra JPY med fast rente	65,1	384,7	
273	var.	1986/96 floating rate notes	1.000,0	5.913,5	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
USD-lån fortsat					
279	var.	1986/93 swap til BEF med fast rente	-23,3	-137,8	
280	var.	1986/92 swap fra JPY med fast rente	129,2	763,8	
281	7,25	1986/96	24,0	141,9	
-	var.	1986/96 swappet fra fast rente	4,0	23,7	
-	7,25	1986/96 swappet til variabel rente	-4,0	-23,7	
-	var.	1986/96 swappet fra fast rente	20,0	118,3	
-	7,25	1986/96 swappet til variabel rente	-20,0	-118,3	
-	var.	1987/96 swappet fra fast rente	80,0	473,1	
-	7,25	1987/96 swappet til variabel rente	-80,0	-473,1	
-	7,25	1987/96	96,0	567,7	
-	var.	1987/96 swappet fra fast rente	16,0	94,6	
-	7,25	1987/96 swappet til variabel rente	-16,0	-94,6	
285	3	1986/93	166,8	986,4	
289	var.	1986/93 swap til CHF med fast rente	-60,3	-356,3	
-	var.	1986/93 swap til CHF med fast rente	-41,9	-247,8	
290	var.	1986/92 swap til DEM med fast rente	-50,1	-296,0	
291	var.	1986/93 swap til XEU med fast rente	-75,6	-446,8	
295	var.	1986/96 swap fra JPY(hovedstol/ NZD(rente) med fast rente	78,8	465,8	
298	var.	Commercial paper (7) (Europa)	295,0	1.744,5	
306	7,75	1986/96	300,0	1.774,1	
311	var.	1987/92 swap til CHF med fast rente	-88,0	-520,6	
312	var.	1987/92 swap fra CAD med fast rente	111,1	657,1	
314	7,125	1987/92	500,0	2.956,8	

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
USD-lån fortsat					
315	var.	1987/92 swap til DEM med fast rente	-112,7	-666,2	
319	var.	1987/94 swap til CHF med fast rente	-65,6	-387,9	
320	var.	1987/92 swap til CHF med fast rente	-49,0	-289,6	
321	var.	1987/92 swap til DEM med variabel rente	-53,7	-317,3	
323	var.	1987/92 swap til DEM med fast rente	-54,1	-320,1	
324	var.	1987/92 swap til DEM med fast rente	-81,1	-479,5	
325	var.	1987/92 swap til DEM med fast rente	-54,1	-319,6	
326	var.	1987/92 swap til DEM med fast rente	-50,0	-295,7	
327	var.	1987/92 swap til DEM med fast rente	-27,0	-159,8	
328	var.	1987/93 swap til FRF med fast rente	-80,6	-476,7	
329	var.	1987/92 swap til DEM med fast rente	-109,9	-649,8	
332	var.	1987/92 swap til DEM med fast rente	-55,2	-326,3	
344	var.	1987/93 swap fra JPY med fast rente	140,0	827,9	
-	var.	1987/93 swap til DEM med variabel rente	-140,0	-827,9	
349	var.	1987/92 swap til CHF med fast rente	-64,9	-383,8	
353	var.	1987/92 swap til DEM med fast rente	-64,6	-382,2	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
USD-lån fortsat					
359	var.	1988/98 swap fra GBP med fast rente	75,7	447,5	
363	var.	1988/93 swap fra AUD med fast rente	59,6	352,3	
366	var.	1988/93 swap til CHF med variabel rente	-71,7	-423,8	
367	var.	1988/94 swap til CHF med variabel rente	-35,7	-211,4	
368	var.	1988/94 swap til CHF med variabel rente	-93,4	-552,5	
370	var.	1988/93 swap til XEU med variabel rente	-120,3	-711,4	
371	var.	1988/92 swap til CHF med variabel rente	-66,2	-391,2	
372	var.	1988/93 swap til CHF med variabel rente	-69,4	-410,2	
373	var.	1988/93 swap til DEM med variabel rente	-179,0	-1.058,4	
383	var.	1988/93 swap til XEU med variabel rente	-119,3	-705,2	
384	var.	1988/93 swap til XEU med variabel rente	-62,7	-370,8	
385	var.	1989/93 swap til XEU med variabel rente	-57,9	-342,3	
391	var.	1989/96 swap fra JPY(hovedstol)/NZD(rente) med fast rente	117,3	693,7	
-	var.	1989/96 swap til NZD(rente)/JPY(hovedstol) med fast rente	-117,3	-693,7	
392	8,25	1989/94 swappet til variabel rente	150,0	887,0	
400	var.	1990/95 swap fra JPY med fast rente	104,3	616,5	

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
USD-lån fortsat					
401	8,875	1990/95 swappet til variabel rente	100,0	591,4	
-	var.	1990/95 swap til DEM med variabel rente	-100,0	-591,4	
402	var.	1989/95 swap til XEU med variabel rente	-57,3	-338,8	
403	var.	1989/95 swap til XEU med variabel rente	-34,7	-205,3	
404	var.	1989/95 swap til XEU med variabel rente	-58,8	-347,8	
405	var.	1990/95 swap fra JPY med fast rente	136,8	808,7	
-	var.	1990/95 swap fra JPY med fast rente	136,8	809,0	
407	var.	1990/2000 swap fra GBP med fast rente	123,3	728,9	
-	var.	1990/2000 swap fra GBP med fast rente	41,1	243,0	
408	var.	1990/95 swap til XEU med variabel rente	-72,6	-429,3	
409	var.	1990/95 swap til XEU med variabel rente	-75,0	-443,5	
410	var.	1990/93 swap til BEF med fast rente	-28,0	-165,3	
411	var.	1990/95 swap til CHF med fast rente	-49,4	-291,9	
412	var.	1990/95 swap fra JPY med fast rente	68,8	406,8	
413	var.	1990/95 swap til CHF med variabel rente	-134,2	-793,8	
414	9,25	1990/95	771,0	4.559,3	
415	var.	1990/95 swap til DEM med fast rente	-29,5	-174,2	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
USD-lån fortsat					
418	var.	1990/95 swap til CHF med fast rente	-49,8	-294,3	
-	var.	1990/95 swap til CHF med fast rente	-66,4	-392,4	
419	var.	1990/95 swap til CHF med fast rente	-66,1	-390,8	
423	var.	1990/95 swap til CHF med fast rente	-50,0	-295,7	
424	var.	1990/95 swap til CHF med fast rente	-50,0	-295,7	
425	var.	1990/95 swap til CHF med fast rente	-35,5	-209,7	
428	9,25	1990/95	800,0	4.730,8	
430	var.	1990/95 swap til DEM med fast rente	-50,0	-295,7	
431	var.	1990/95 swap til DEM med fast rente	-30,0	-177,4	
432	var.	1990/95 swap til BEF med fast rente	-50,0	-295,7	
433	var.	1990/97 swap fra JPY(hovedstol)/ AUD(rente) med fast rente	93,4	552,4	
437	var.	1990/95 swap til CHF med fast rente	-72,5	-428,6	
439	var.	1990/93 swap til DEM med fast rente	-100,0	-591,4	
440	var.	1990/95 swap til DEM med fast rente	-63,5	-375,5	
441	var.	1990/93 swap til DEM med fast rente	-50,0	-295,7	
444	var.	1990/93 swap til DEM med fast rente	-50,0	-295,7	

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
USD-lån fortsat					
447	var.	1990/93 swap til DEM med fast rente	-50,0	-295,7	
448	var.	1990/93 swap til DEM med fast rente	-50,0	-295,7	
449	var.	1990/93 swap til DEM med fast rente	-50,0	-295,7	
450	var.	1990/94 swap til DEM med fast rente	-50,0	-295,7	
451	var.	1990/94 swap til DEM med fast rente	-25,0	-147,8	
452	var.	1990/94 swap til CHF med fast rente	-58,7	-347,2	
453	var.	1990/94 swappet fra fast rente	58,7	347,2	
-	8,93	1990/94 swappet til variabel rente	-58,7	-347,2	
454	8,705	1990/93 swap til CHF med fast rente	-50,0	-295,7	
455	8,65	1990/93 swap til DEM med fast rente	-50,0	-295,7	
456	8,8375	1990/94 swap til CHF med fast rente	-50,0	-295,7	
457	var.	1990/94 swappet fra fast rente	25,0	147,8	
-	8,76	1990/94 swappet til variabel rente	-25,0	-147,8	
458	8,72	1990/94 swap til DEM med fast rente	-50,0	-295,7	
459	8,57	1990/94 swap til DEM med fast rente	-75,0	-443,5	
460	var.	1990/95 swap til CHF med fast rente	-50,0	-295,7	
461	var.	1990/95 swappet fra fast rente	50,0	295,7	
-	8,82	1990/95 swappet til variabel rente	-50,0	-295,7	
478	var.	1991/95 swap til DEM med fast rente	-100,0	-591,4	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
USD-lån fortsat					
479	var.	1991/97 swap til JPY med fast rente	-52,0	-307,5	
481	8	1991/95 swap til DEM med fast rente	-100,0	-591,4	
482	var.	1991/95 swap til DEM med fast rente	-100,0	-591,4	
483	var.	1991/95 swappet fra fast rente	200,0	1.182,7	
-	7,18	1991/95 swappet til variabel rente	-200,0	-1.182,7	
I alt USD			2.892,2	17.103,2	
XEU-lån					
256	7,625	1986/96	250,0	1.978,8	
289	var.	1986/93 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	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
XEU-lån fortsat					
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	
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	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1991 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
XEU-lån fortsat					
409	var.	1990/95 swap fra USD med variabel rente	62,1	491,8	
I alt XEU			2.277,2	18.024,4	
Udenlandsk statsgæld i alt				92.339,4	

- (1) Det udestående beløb pr. 31. december 1991 er udregnet efter følgende kurser pr. 31. december 1991 som kurs pr. 100 enheder: AUD = 449,60, BEF = 18,91, CAD = 511,55, CHF = 436,49, DEM = 389,56, ESB = 6,113, FRF = 114,05, GBP = 1106,53, ITL = 0,5143, JPY = 4,7335, LUF = 18,91, NLG = 345,72, NOK = 98,94, NZD = 319,57, SEK = 106,61, USD = 591,35, XEU = 791,52.
- (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 1 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. december 1991 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) Flermøntede lån, hvor kreditor kan vælge betalingsvaluta efter et fast omregningsforhold. DKK er den for kreditor mest fordelagtige valuta.

Bilagstabel 7.

Renter og afdrag af statens indenlandske gæld, ultimo 1991. Mia.kr.

	Fast forrentet			Variabelt forrentet			I alt			FEKT ²⁾
	Renter	Afdrag	Total	Renter ¹⁾	Afdrag	Total	Renter	Afdrag	Total	
1992	30,7	116,9	147,6	8,0	10,4	18,4	38,7	127,3	166,0	6,2
1993	24,5	56,3	80,8	7,0	15,0	22,0	31,5	71,3	102,8	4,7
1994	19,2	31,0	50,2	5,6	13,2	18,8	24,8	44,2	69,0	2,8
1995	16,3	35,6	51,9	3,4	14,6	18,0	19,7	50,2	69,9	2,4
1996	13,0	36,6	49,6	2,7	4,2	6,9	15,7	40,8	56,5	2,9
1997	9,5	4,8	14,3	2,6	7,5	10,1	12,1	12,3	24,4	1,3
1998	9,0	32,4	41,4	1,9	10,4	12,3	10,9	42,8	53,7	2,9
1999	6,0	4,9	10,9	1,0	10,2	11,2	7,0	15,1	22,1	1,3
2000	5,4	51,0	56,4	0,0	0,0	0,0	5,4	51,0	56,4	3,6
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 rentesatser gældende pr. 31. december 1991.

²⁾ Fordelte emissionskurstab. Ved udstedelse af statsobligationer opnås normalt et provenu, der er mindre end den nominelle værdi. Denne difference betegnes som emissionskurstab. Emissionskurstab betragtes som en udgift på lånet i lighed med rentebetaling. Emissionskurstabet fordeles over lånets løbetid i overensstemmelse med afdrag på lånet.

Bilagstabel 8.

Renter og afdrag af statens og statsgaranterede enheders udenlandske gæld, ultimo 1991. Mia.kr.¹⁾

	Staten			Statsgaranterede enheder		
	Renter	Afdrag	Total	Renter	Afdrag	Total
1992	6,8	14,8	21,6	2,1	5,1	7,2
1993	5,8	14,3	20,1	1,9	4,6	6,5
1994	4,7	9,9	14,6	1,6	1,9	3,5
1995	3,7	19,0	22,7	1,4	3,1	4,5
1996	2,1	19,0	21,1	1,1	3,0	4,1
1997	0,7	1,2	1,9	1,0	2,0	3,0
1998	0,6	0,9	1,5	0,8	1,0	1,8
1999	0,6	1,0	1,6	0,7	3,2	3,9
2000	0,5	0,7	1,2	0,5	4,0	4,5
2001	0,5	-0,4	0,1	0,2	0,3	0,5
2002	0,6	-0,6	0,0	0,1	0,6	0,7
2003	0,7	-1,1	-0,4	0,1	0,0	0,1
2004	0,8	-1,2	-0,4	0,1	0,5	0,6
2005	0,9	10,3	11,2	0,0	0,5	0,5
2006	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2007	0,0	4,5	4,5	0,0	0,0	0,0

¹⁾ Renter og valutakurser pr. 31. december 1991.

Ordliste over finansielle begreber

Ordlisten indeholder forklaringer på en række af de fagudtryk på det finansielle område, der er anvendt i publikationen. Sidst i ordlisten er en beskrivelse af kreditvurderingsbetegnelser fra de to førende amerikanske selskaber.

Basispoint:

1/100 af 1 pct., dvs. 0,01 pct. Anvendes især for renter.

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.

Bruttokassesaldo:

En opgørelse af alle statens indbetalinger (før optagelse af lån) fratrullet alle udbetalinger, uanset om betalingen vedrører driftsposter eller kapitalposter som fx afdrag på lån. Bruttokassesaldoen er således et mål for statens samlede finansierings-/placeringsbehov.

CEDEL:

Afviklings- og depotinstitution i Luxembourg for værdipapirer ejet af et konsortium af internationale banker.

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 virksomhedscertifikater.

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 er hidtil revideret 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:

$$1 \text{ XEU} = 0,6242 \text{ DEM} + 1,332 \text{ FRF} + 0,08784 \text{ GBP} + 151,8 \text{ ITL} + 0,2198 \text{ NLG} + 3,301 \text{ BEC} + 0,13 \text{ LUF} + 0,1976 \text{ DKK} + 0,008552 \text{ IEP} + 1,44 \text{ GRD} + 6,885 \text{ ESB} + 1,393 \text{ PTE}.$$

I henhold til Maastricht-aftalen fra december 1991 om etablering af den økonomiske og monetære union skal valutasammensætningen fastlåses. Når 3. fase af den økonomiske og monetære union senere træder i kraft, skal ecu være fælles valuta.

Værdien af 1 ecu var ultimo 1991 7,9152 kr.

EMS:

Det Europæiske Monetære System. Inden for dette foregår 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 da efter aftale mellem regeringerne. De deltagende lande er (marts 1992): Belgien, Danmark, England, Frankrig, Holland, Irland, Italien, Luxembourg, Spanien og Tyskland. Grækenland og Portugal deltager også i EMS-samarbejdet, men ikke i dettes fastkurssamarbejde.

Eurobondmarkedet:

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.

Euroclear:

Afviklings- og depotinstitution i Bruxelles for værdipapirer ejet af Morgan Guaranty.

Forwardrente:

En forwardrente er renten på et aftalt fremtidigt udlån. Hvis der fx i dag indgås en aftale om at udlåne et beløb fra tidspunkt t til $t+1$, er renten på dette udlån således den 1-årige forwardrente i dag for udlån i år t .

En implicit forwardrente er den rente, der kan udledes af (nulkupon)-rentestrukturen, som gældende for fremtidige udlån. Den implicitte 1-årige forwardrente i dag for udlån i år t , $f_{t,1}$, er den rente, der skal gælde, for at et $t+1$ -årigt udlån i dag skal give samme forrentning som et t -årigt udlån efterfulgt af et 1-årigt udlån, dvs.:

$$(1+f_{1,t}) \cdot (1+r_t)^t = (1+r_{t+1})^{t+1}$$

$$(1+f_{1,t}) = \frac{(1+r_{t+1})^{t+1}}{(1+r_t)^t}$$

hvor r_t er den t-årige nul kuponrente i dag.

ISO-møntkoder:

Se særskilt afsnit efter ordlisten.

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 procentpoint over Libid.

Limean:

= London Interbank Mean Rate: Gennemsnit af Libor og Libid.

Likviditet i obligationsmarkedet:

Refererer til den lethed, hvormed en obligation kan købes eller sælges i det sekundære marked. Se "Sekundært marked".

Market maker:

En handler, som til stadighed noterer både køber- og sælgerkurser, som han er villig til at handle til (sædvanligvis med maksimering af handelsstørrelse).

Mindsterenten:

Den mindste kuponrente på værdipapirer, der tillades, hvis kursgevinster for personer skal friholdes for skattepligt, jf. kursgevinstloven (lov nr. 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 procentpoint.

Er den effektive obligationsrente i 10 på hinanden følgende børsdage mere end 2 procentpoint højere eller 1 procentpoint 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. I 1991 blev mindsterenten den 17. juni nedsat fra 9 pct. til 8 pct.

Nulkuponlån:

Lån, hvor der ikke betales renter i lånets løbetid. Lånets omkostninger vil alene fremkomme som underkurs ved lånoptagelsen.

Offentligt obligationslån:

Public issue. Obligationslån, der udbydes til offentligheden og er noteret på en børs.

Primært marked:

I Danmark holdes "en serie" af statsgældsbeviser og -obligationer samt realkreditobligationer oftest 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. På eurobond-markedet aftaler låntageren hyppigt med 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

(hvori selvsagt også førstegangskøberne kan sælge osv.). Se "Sekundært marked".

Prospekt:

Dokument udfærdiget i forbindelse med emissioner. Indeholder alle relevante informationer vedrørende den offentlige emission, låntager og evt. garant.

Repofacilitet:

Beskriver situationen, hvor placering af likviditet sker mod sikkerhed i obligationer, eller situationen, hvor obligationsindehaver udlåner obligationer mod sikkerhed i likviditet eller andre obligationer. Der kan enten være tale om en ren repo, hvor ejerskabet, men ikke råderetten, forbliver uændret, eller en buy/sell back repo, hvor også ejerskabet ændres i udlånsperioden. Se endvidere appendiks 4.B.

Sekundært marked:

Markedet for handel med obligationer igennem deres løbetid, efter at de ved udstedelsen sælges i det primære marked. Se "Primært marked".

Skatkammerbevis:

Statspapir med løbetid på under 1 år.

Spread:

Benyttes i praksis ofte i flæng med margin som betegnelse for differencer i forskellige rente- og prissammenhænge, fx:

- 1) Købs- og salgspris (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.

Statsgældsbevis:

Statspapir med løbetid på 1-2 år ved udstedelsen.

Stående lån:

Lån, der i sin helhed tilbagebetales på udløbsdagen.

Swap:

Swap betyder at bytte. En swap er en selvstændig finansiell 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 lånoptagelse 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 swaptransaktioner er, at der ønskes en omlægning af rente- og/eller valutabasis.

Ved en renteswap (også kaldet en basisswap) 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 valutaswap 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 udelades det ved start (hvor de værdier, der skal udveksles, som nævnt sædvanligvis er lige store).

Terminkontrakt:

Forward contract. Aftale om levering af varer, værdipapirer eller valuta til en fastsat pris til levering på en fremtidig dato.

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 generel 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

$$\text{Varighed} = \frac{\sum tY(t)(1+i)^{-t}}{\sum Y(t)(1+i)^{-t}}$$

Warrant:

En option, der giver indehaveren ret til inden for en bestemt periode fra udstedelsen at købe et værdipapir til forud fastsat pris.

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 Regneenhed	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.

Standard & Poor's: 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 Corporation	Moody's Investors Service
1981, marts	AAA	Aa
1982, september	AAA ¹⁾	
1983, januar	AA+	
1986, august		Aa1 ²⁾
1987, marts	AA	
1990, juni	AA ³⁾	
1991, oktober	AA+ ⁴⁾	

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".

⁴⁾ Udsigten "stabil".

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*.