

STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD 1993



DANMARKS NATIONALBANK

STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD 1993

Tryk: Danmarks Nationalbank

Papir: Dalum-offset, 95 g.

Oplag: 2.600

ISSN: 0902-6681

Omslag: Johan Alkjær

Danmarks Nationalbank

Havnegade 5

1093 København K

Telefon 33 14 14 11

Telefax 33 14 14 04

Redaktionel note:

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

Redaktionen er afsluttet den 31. januar 1994.

Indholdsfortegnelse

Forord	7
Beretningskapitler	
Kapitel 1: Indenlandsk låntagning	9
1.1. Indledning	9
1.2. Statens indenlandske gældsforvaltning	10
1.3. Normen for salg af statspapirer	12
1.4. Fordelingen af salget af statspapirer over året	15
1.5. De enkelte instrumenter	17
1.6. Åbning af nye lån	22
1.7. Locationswap-facilitet	24
1.8. Valutaudlændinges køb og salg af statspapirer	26
1.9. Postordresalg af statsobligationer	27
1.10. Udsigter for 1994	28
Kapitel 2: Udenlandsk låntagning	31
2.1. Baggrunden for statens udenlandske låntagning i 1993	31
2.2. Låntagningen fordelt over året	33
2.3. Kortfristede lånefaciliteter	35
2.4. Mellem- og langfristet låntagning	37
2.5. Udsigter for 1994	40
Appendiks	42
Kapitel 3: Samstyring af valutareserven og den udenlandske statsgæld	45
3.1. Rammer for samstyringen	45
3.2. Omkostningsudviklingen i 1993	47
3.3. Den udenlandske statsgælds struktur	49
Kapitel 4: Statens gæld	53
4.1. Statsgælden	53
4.2. Renteudgifter af statsgælden	55
4.3. Opgørelse af den offentlige sektors gæld	57

Kapitel 5:	Ny lånebemyndigelseslov og norm for statslig låntagning	61
5.1.	Indledning	61
5.2.	Norm for statens låntagning	61
5.3.	Lånebemyndigelseslov	63
Bilag 5.1.	Lov om bemyndigelse til optagelse af statslån	64
Specialkapitler		
Kapitel 6:	Skatkammerbeviser	71
6.1.	Indledning	71
6.2.	Skatkammerbevisprogrammet	71
6.3.	Markedet for skatkammerbeviser	72
6.4.	Buddene på auktionerne	78
6.5.	Valget af skæringsrenter	87
6.6.	Konklusion	92
Kapitel 7:	Porteføljemodel	95
7.1.	Porteføljemodel til fastsættelse af neutralfor- delingen	95
7.2.	Volatilitet	99
7.3.	Korrelationsudviklingen	103
7.4.	Konsekvenser for porteføljesammensætningen af ændrede mål for risiko	105
7.5.	Inddragelse af flere valutaer i porteføljemodellen	105
7.6.	Alternative porteføljemodeller	109
7.7.	Konklusion	112
Kapitel 8:	Rentestrukturen for statsobligationer i Danmark	113
8.1.	Indledning	113
8.2.	Rentestrukturen udtrykt ved effektive renter	113
8.3.	Nulkuponrentestrukturen for statsobligationer	115
8.4.	Implicitte forwardrenter og "forventede" fremtidige rentestrukturer	117
8.5.	Volatilitetsstrukturen gennem 1993	118
	Appendiks	123
Kapitel 9:	Månedsfordeling af statens betalinger	124
9.1.	Indledning	124
9.2.	Månedsfordeling	124
9.3.	Betalings tidspunkter	124
Bilag 9.1.	Månedsfordeling af finansloven for 1994	126
Bilag 9.2.	Betalingsdatoer for statslige betalinger	132

Bilagstabeller

1.	Statsgælden ved udgangen af finansårene 1983 til 1993	138
2.	Indenlandske statslån optaget i 1993	140
3.	Udenlandske statslån optaget i 1993	143
4.	Statsgaranterede enheders låntagning i 1993	
	Hypotekbanken	176
	Dansk Naturgas A/S	178
	A/S Storebæltsforbindelsen	179
	A/S Øresundsforbindelsen	180
5.	Samtlige indenlandske statslån pr. 31. december 1993	
	Fast forrentede obligationslån	182
	Statsgældsbeviser	184
	Skatkammerbeviser	185
	Variabelt forrentede obligationslån	185
	Præmieobligationslån	186
	XEU-lån	186
6.	Samtlige udenlandske statslån pr. 31. december 1993	
	AUD-lån	187
	BEF-lån	187
	CAD-lån	187
	CHF-lån	188
	DEM-lån	190
	DKK-lån	195
	ESP-lån	196
	FRF-lån	196
	GBP-lån	197
	ITL-lån	197
	JPY-lån	198
	LUF-lån	199
	NLG-lån	200
	NZD-lån	201
	USD-lån	201
	XEU-lån	207
7.	Renter og afdrag af statens indenlandske gæld, ultimo 1993	210
8.	Renter og afdrag af statens udenlandske gæld, ultimo 1993	211

Ordliste over finansielle begreber	213
--	-----

Forord

Som led i den i 1991 aftalte arbejdsdeling mellem Finansministeriet og Nationalbanken vedrørende statsgældsopgaverne udarbejdes publikationen "Statens låntagning og gæld" (SLOG) af Nationalbanken.

Ifølge aftalen har Finansministeriet fortsat ansvaret for statens gældsforvaltning og låntagning, herunder for relationerne til Folketinget, mens de administrative opgaver vedrørende statsgælden er overgået fra Finansministeriet til Nationalbanken. Den overordnede strategi for statens låntagning og gældsforvaltning fastlægges ved regelmæssige møder med deltagelse af Finansministeriet, Økonomiministeriet og Nationalbanken på baggrund af oplæg udarbejdet af Nationalbanken. Nationalbanken varetager den løbende låntagning og administration af gældsporteføljen i henhold til den besluttede strategi.

"Statens låntagning og gæld" indeholder som tidligere en *beretningsdel* om udviklingen i 1993. Desuden indeholder *specialdelen* uddybende materiale samt forhold af betydning for låntagningen.

I *bilagstabellerne* redegøres der detaljeret for alle transaktioner, og der er oversigter over gælden. I *ordlisten* sidst i bogen er en del fagudtryk forklaret.

Beretningsdelen omfatter de første fem kapitler. Den indenlandske låntagning beskrives i *kapitel 1*, og den udenlandske låntagning og porteføljeforvaltning i *kapitel 2* og *kapitel 3*. *Kapitel 4* indeholder en oversigt over statens samlede gæld og renteudgifter samt et skøn over den offentlige gæld ultimo 1992 opgjort efter ØMU-kriterier. I *kapitel 5* redegøres for en fornyet aftale mellem regeringen og Nationalbanken om finansieringen af statens kasseunderskud. Kapitlet har som bilag optrykt den i december 1993 vedtagne lov, inkl. lovforslagets bemærkninger, om bemyndigelse til optagelse af statslån. Den nye lov er i modsætning til de tidligere love om optagelse af statslån fælles for både indenlandsk og udenlandsk låntagning.

Specialdelen omfatter de følgende fire kapitler. *Kapitel 6* indeholder en detaljeret analyse af bud og skæringsrenter på skatkammerbevisauktionerne i årene 1990-93. *Kapitel 7* redegør for den porteføljemodel, der anvendes i forbindelse med samstyningen af valutafordelingen af statens udlandsgæld og Nationalbankens valutareserver. I *kapitel 8* beskrives rentestrukturen i Danmark i 1993, mens der i *kapitel 9* er foretaget en opdatering vedrørende de månedsfordelinger af statens betalinger, som Nationalbanken sender til interesserede.

Kapitel 1.

Indenlandsk låntagning

1.1. Indledning

Salget af indenlandske statspapirer i kroner beløb sig i 1993 til 125,0 mia.kr. nominelt eller 120,9 mia.kr. til kursværdi. De ordinære afdrag på den indenlandske statsgæld var på 70,1 mia.kr. Desuden blev obligationer for 4,2 mia.kr. nominelt opkøbt i markedet og annulleret. Nettosalget af indenlandske statspapirer i kroner i 1993 kan dermed opgøres til 50,7 mia.kr. nominelt. I 1992 var nettosalget på 39,6 mia.kr.

Statens indenlandske obligationsgæld voksede således i 1993 med 50,7 mia.kr til 562,2 mia.kr. Heraf vedrører 9,8 mia.kr. statens indenlandske eculån 2002 optaget i marts 1992.

Sammensætningen af statspapisalget i 1993 er vist i tabel 1.1.1.

Tabel 1.1.1.

Fordeling på papirtyper. Nominel bruttolåntagning og opkøb. Pct.¹⁾

	1989	1990	1991	1992	1993
Fast forrentede statsobligationer	50	41	41	78	52
Statsgældsbeviser	33	35	36	32	49
Variabelt forrentede statsobligationer .	17	4	0	-15	-3
Skatkammerbeviser ²⁾	-	20	23	5	2
I alt	100	100	100	100	100

¹⁾ Der er kun opkøbt og annulleret i 1992 og 1993. Hvis der ikke korrigeres for opkøb, var fordelingen 68, 27, 0 og 5 i 1992 og 50, 47, 0 og 2 i 1993.

²⁾ Nettosalg.

Der er i 1993 solgt relativt færre fast forrentede statsobligationer end i 1992. Andelen af solgte statsgældsbeviser lå derimod væsentlig over niveauet for 1992, mens nettosalget af skatkammerbeviser ligesom i 1992 lå på et relativt lavt niveau. Bruttosalget af skatkammerbeviser udgjorde nominelt 91,3 mia.kr. i 1993 mod 97,9 mia.kr. i 1992.

1.2. Statens indenlandske gældsforvaltning

Statens udstedelse af indenlandske statspapirer i kroner tilrettelægges med det sigte at dække statens bruttokasseunderskud ekskl. udenlandske afdrag, dvs. finansiere det løbende underskud på statsfinanserne og refinansiere afdrag på den indenlandske gæld. Baggrunden for denne salgsmålsætning er en aftale mellem regeringen og Nationalbanken om at neutralisere de likviditetseffekter, der udgår fra statsfinanserne.

Salgs målet kan nås ved anvendelse af en række forskellige instrumenter, og det er derfor nødvendigt løbende at tage stilling til, hvordan det ønskede salgsmål kan opnås. Det indebærer overvejelser om nylåntagning og opkøb, fastsættelse af løbetid for de nye lån, kuponfastsættelse, osv. Finansieringen af statens kasseunderskud over året involverer derfor en løbende stillingtagen til sammensætningen af statens samlede indenlandske gæld.

Denne gældsforvaltning, hvis langsigtede formål er at sikre så lave renteomkostninger på statsgælden som muligt, når der tages hensyn til statens risiko, baseres på to centrale elementer, der revideres jævnligt: fastlæggelse af en ønsket varighed¹⁾ på statsgælden ved årets udgang samt fastlæggelse af en lånevifte, der specificerer de løbetider og papir typer, der udstedes i.

Udgangspunktet for anvendelsen af varigheden som overordnet styringsmål er en vurdering af, at varigheden er det bedste mål for både en gælds "længde" og renterisiko. Det blev i foråret 1993 besluttet at sigte mod en mindre forøgelse af varigheden på statsgælden ultimo 1993 i forhold til niveauet ultimo 1992 på 2,8 år. Forventningen om et fald i det dengang meget høje rentespænd til Tyskland betød dog, at salget af kortere papirer, især statsgældsbeviser i begyndelsen af året var større end tilsagt af målsætningen om en stigning i varigheden. I løbet af året blev varighedsmålsætningen opjusteret til 3,2 år med henblik på at korrigere for, at det store fald i statspapirrenten automatisk medførte en "teknisk" stigning i varigheden.

Varigheden af statsgælden var ultimo 1993 på 3,3 år, hvilket svarer til en stigning på 0,5 år i forhold til ultimo 1992. I tabel 1.2.1. ses den gennemsnitlige restløbetid og varigheden af den indenlandske statsgæld ultimo året fra 1984 til 1993.

1) Varigheden af en gæld kan dels beskrives som den tid, der i gennemsnit er til betalingerne på gælden, når disse betalinger vægtes med deres andel af gældens samlede nutidsværdi, dvs. varigheden er et udtryk for gældens gennemsnitlige "længde". Dernæst udtrykker varigheden, hvor meget gælden til kursværdi ændres i procent, når renten ændres med 1 pct., og er dermed et udtryk for gældens renterisiko.

Tabel 1.2.1.**Gennemsnitlig restløbetid og varighed af den indenlandske statsgæld ultimo året. Ar.**

Ultimo	Gennemsnitlig restløbetid	Varighed	
		Fast forrentede papirer	Alle papirer
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
1992	4,2	3,2	2,8
1993	4,2	3,5	3,3

¹⁾ Beregningsmetoden er ændret fra og med 1990.

Fastlæggelsen af en nærmere specificeret lånevifte sker for at tilgodese en række hensyn, som ikke kan opnås ved styring efter varighed alene, men som ikke er i modstrid med varighedsmålsætningen. Et vigtigt hensyn ved fastlæggelsen af låneviften i 1993 har således været at udstede i et 2-årigt, et 5-årigt og et 10-årigt benchmarkpapir. Ved at udstede i relativt få og store benchmarkserier kan staten drage fordel af, at benchmarkpapirer kan udstedes med en likviditetspræmie.

Det har på den anden side selvstændig værdi, at de fremtidige betalinger spredes ud på flere fremtidige terminstidspunkter af hensyn til refinansieringsrisikoen, dvs. risikoen for at finansieringsbetingelserne ved refinansieringen af forfaldne afdrag er ugunstige. Med henblik på at udjævne afdragene vil der således i 1994, jf. afsnit 1.10., i større grad end tidligere blive foretaget opkøb af statspapirer kombineret med tilsvarende ekstra salg.

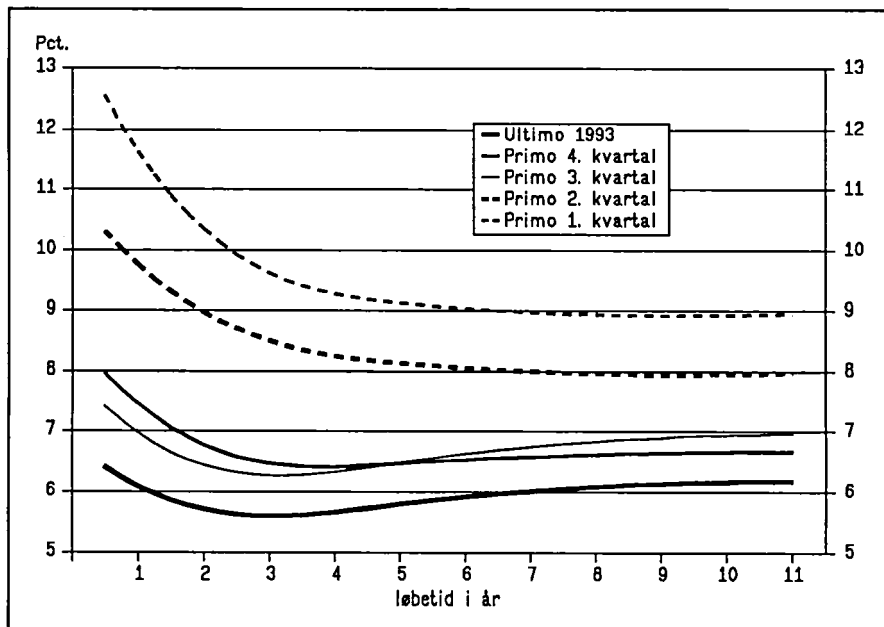
Inden for de rammer, der sættes af varighedsmålsætningen og låneviften, har de aktuelle renteforhold og forventningerne til den fremtidige udvikling i rentestrukturen og renteniveauet selvfølgelig betydning for gældsforvaltningen og specielt for sammensætningen af salget inden for viften. Heri indgår også vurderinger af de enkelte papirers kurs i forhold til de beregnede nulkuponrentestrukturer.

I figur 1.2.1. er afbildet estimerede nulkuponrentestrukturer på udvalgte tidspunkter i 1993, jf. også kapitel 8, hvor nulkuponrentestrukturen er beskrevet nærmere.

Der har været stor variation i de korte renter, og både de korte og de lange renter har vist en stærkt faldende tendens over året som helhed.

Figur 1.2.1.

Estimerede nulkuponrentestrukturer for 1993. Primo kvartalet og ultimo 1993.



1.3. Normen for salg af statspapirer

Som nævnt i afsnit 1.2. fastlægges salgsmålet (normen) for statens indenlandske lånoptagelse for de enkelte kalenderår ud fra ønsket om at neutralisere statsfinansernes likviditetseffekt.

Statsfinanserne påvirker likviditeten via statens ind- og udbetalinger. Likviditetspåvirkningen inden for det enkelte kalenderår - og dermed måltallet for det indenlandske statspapirsalg - opgøres som statens bruttokassesaldo ekskl. afdrag på den udenlandske statsgæld, idet sidstnævnte ikke har indenlandske likviditetseffekter.

I tabel 1.3.1. er vist sammenhængen mellem statens drifts-, anlægs- og udlånsbudget (DAU-saldoen) - det regnskabsmæssige underskud på statsfinanserne - og bruttokassesaldoen ekskl. afdrag på den udenlandske gæld.

Tabel 1.3.1.

Statens DAU-, netto- og bruttokassesaldo. Mia.kr.¹⁾

	1989	1990	1991	1992	1993
Drifts-, anlægs- og udlånsbudget	-18,7	-23,2	-38,3	-35,3	-50,1
Nettoobligationskøb	-6,2	-6,9	-7,9	-7,2	-6,8
Genudlån af statslån	-1,3	-2,2	-0,9	-1,0	-3,1
Fordeelte emissionskurstab	7,9	6,2	8,4	9,1	11,6
Andre kapitalposter	-0,7	8,2	-17,5	3,5	3,5
Nettokassesaldo	-19,0	-17,9	-56,2	-30,8	-44,8
<i>Afdrag på indenlandsk statsgæld</i>					
Statsobligationer ²⁾	62,8	45,2	26,2	56,0	38,0
- Heraf opkøbt til annullering . .	(0)	(0)	(0)	(17,9)	(4,2)
Statsgældsbeviser	26,8	33,9	38,3	39,9	36,3
Bruttokassesaldo ekskl. udenland-					
ske afdrag	-108,5	-97,0	-120,7	-126,7	-119,2
Afdrag på udenlandsk statsgæld .	17,8	15,0	29,4	16,5	16,7
Bruttokassesaldo	-126,4	-112,0	-150,1	-143,3	-135,9

¹⁾ Statsregnskabstal, for 1993 dog skøn.

²⁾ Inkl. bunden opsparing i 1990-1992.

Som det fremgår af tabel 1.3.1., faldt bruttokasseunderskuddet ekskl. afdrag på den udenlandske statsgæld i 1993 til 119,2 mia.kr. mod 126,7 mia.kr. i 1992. Bag det beskedne fald gemmer sig to store modgående effekter nemlig en stigning i DAU-underskuddet med knap 15 mia.kr. og et fald i afdragene på den indenlandske statsgæld med 21,5 mia.kr. En stor del af faldet i afdragene kan henføres til, at der i 1993 kun blev opkøbt variabelt forrentede statsobligationer i markedet for 4,2 mia.kr. til nominel værdi mod 17,9 mia.kr. i 1992.

Box 1.3.1.

Sammenhængen mellem underskuddet på statsfinanserne og salgsnormen

DAU-saldoen er en regnskabsmæssig størrelse, der ikke afspejler statens faktiske ind- og udbetalinger, og DAU-saldoen skal derfor korrigeres med en række mellemposter, jf. tabel 1.3.1., når statens bruttokassesaldo ekskl. afdrag på den udenlandske gæld, og dermed statens påvirkning af likviditeten, skal opgøres.

Mellemposten "nettoobligationskøb" korrigerer for de renteindtægter i Den Sociale Pensionsfond, som posteres på DAU-saldoen, men som anvendes til obligationskøb og derved har likviditetseffekt. Statens genudlån af statslån indgår ikke i DAU-saldoen, men har likviditetseffekt og skal derfor finansieres. Statens emissionskurstab bogføres som en omkostning på DAU-saldoen i den takt, lånene afdrages, men betalingerne er medtaget under afdrag og har derfor ikke yderligere likviditetseffekt. Mellemposten "andre kapitalposter" er hovedsagelig en korrektion vedrørende de poster på DAU-saldoen, hvor statens faktiske ind- og udbetalinger ikke sker i det kalenderår, hvori de bogføres som indtægter eller udgifter.

Bruttokassesaldoen indeholder ikke afdrag på statsgæld udstedt med en løbetid på eller under 1 år (skatkammerbeviser og kortfristet udenlandsk låntagning). Afdrag på andre statspapirer er indeholdt i bruttokassesaldoen. Dette betyder, at salget af skatkammerbeviser regnes netto, når salget af statspapirer opgøres, mens salget af andre statspapirer regnes brutto.

Den endelige bruttokassesaldo for året er først kendt, når salget af indenlandske statspapirer er ophørt. Dette betyder, at der typisk vil være mindre afvigelser mellem salgsnormen og statspapirsalget i de enkelte kalenderår. Disse små afvigelser er dog normalt uden betydning, og vil typisk blive modsvaret efterfølgende. I tabel 1.3.2. er opgjort forskellen mellem kursværdien af det samlede statspapirsalg og salgsnormen for årene 1989 til 1993, svarende til statens likviditetspåvirkning i de enkelte år.

Tabel 1.3.2.

Statens likviditetsopsugning. Mia.kr.¹⁾

	1989	1990	1991	1992	1993
Salg af statspapirer, kursværdi . . .	108,7	101,8	114,4	124,8	120,9
Bruttokasseunderskud ekskl. uden-					
landske afdrag	108,5	97,0	120,7	126,7	119,2
Statens likviditetsopsugning	0,2	4,8	-6,4	-1,9	1,7

¹⁾ Statsregnskabstal, for 1993 dog skøn.

1.4. Fordelingen af salget af statspapirer over året

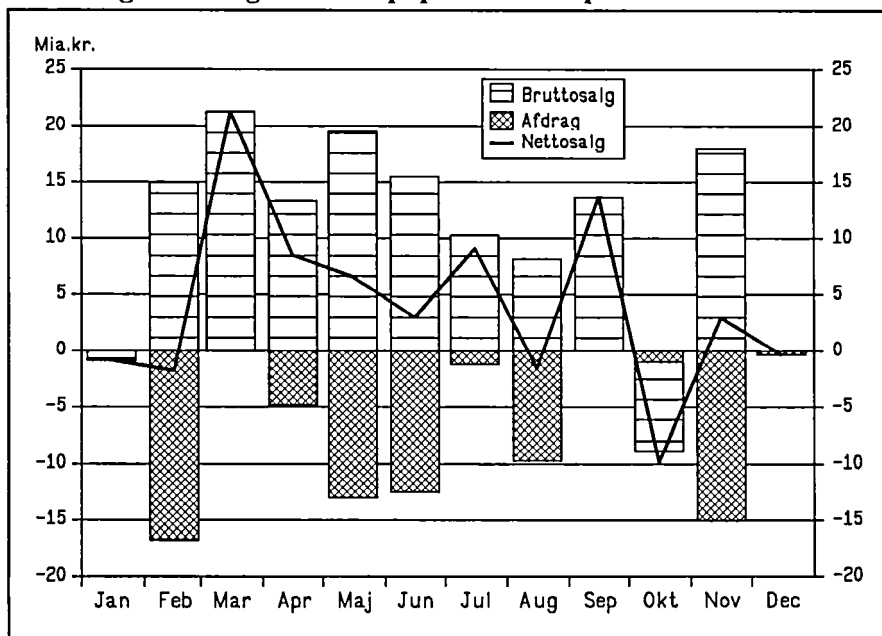
Som hovedprincip tilstræbes det ved tilrettelæggelsen af statspapirsalg, at finansieringsbehovet dækkes, når det opstår. Hertil kommer en afvejning af en række kort- og langsigtede faktorer, som kan være indbyrdes modstridende, og som betyder, at der ikke kan ventes nogen tæt sammenhæng mellem de enkelte måneders finansieringsbehov og statspapirsalg.

Figur 1.4.1. viser brutto- og nettosalget af statspapirer i 1993 samt afdrag fordelt på måneder. Nettosalget opgøres som bruttosalg minus afdrag. Skattekammerbeviser regnes netto i bruttoopgørelsen.

I figur 1.4.2. ses udviklingen i det akkumulerede oversalg i 1993 på måneder opgjort som den akkumulerede forskel mellem salget af statspapirer og salgsnormen.

Figur 1.4.1.

Fordelingen af salget af statspapirer i 1993 på måneder

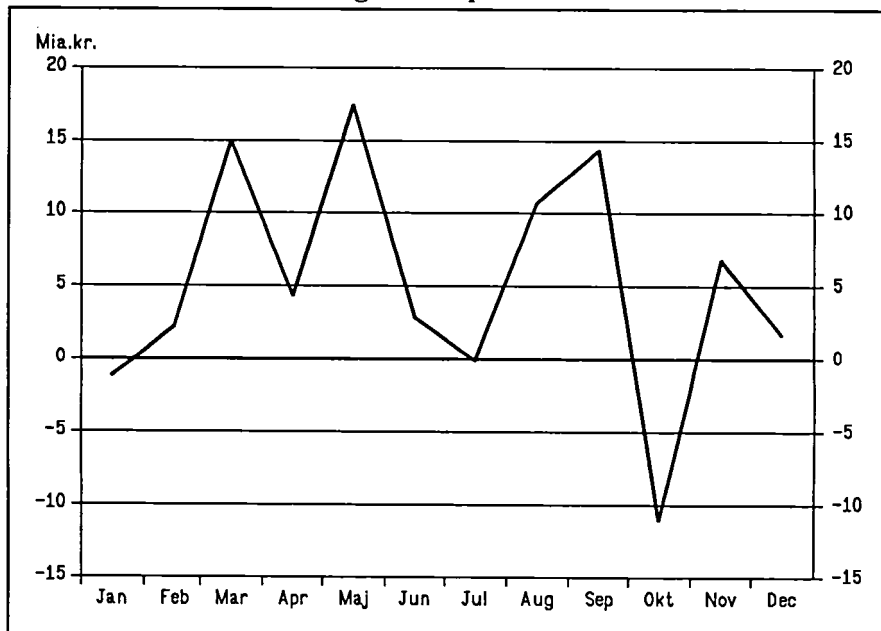


Et vigtigt hensyn ved planlægningen af statspapirsalg over året er, at Nationalbanken løbende er til stede i markedet bl.a. for at medvirke til, at der ikke opstår skævheder i prisfastsættelsen for specielt de mindre likvide papirer i viften. Derudover er der et ønske om at udjævne stats-

papirsalget for at undgå et massivt salg i måneder med stort finansieringsbehov. Det tilstræbes oftest, at salget ikke kommer for langt bagud i forhold til finansieringsbehovet. Specielt i den første måned i hvert kvartal, hvor der er indfrielse af skatkammerbeviser og ofte et stort bruttofinansieringsbehov, vil det kunne indgå i planlægningen, at en del af salgsbehovet dækkes i den følgende måned, hvor der på grund af momsindbetalinger mv. ofte er et statsligt kasseoverskud, jf. kapitel 9.

Figur 1.4.2.

Det akkumulerede oversalg i 1993 på måneder



Endelig har det selvfølgelig betydning for fordelingen af salget af statspapirer på måneder, at salget skal ske med så lave omkostninger for staten som muligt, dvs. at salget så vidt muligt koncentrerer i perioder, hvor der er en stor efterspørgsel. Den voksende udenlandske interesse for danske statspapirer har i denne forbindelse haft en vis indflydelse på salgets fordeling på måneder, idet udlandets efterspørgsel ofte kommer i ryk. Også den store efterspørgsel efter nye statspapirer på åbningsdagen har haft betydning for salgets fordeling på måneder, jf. afsnit 1.6.

Også andre faktorer påvirker salgets fordeling på måneder og på papirer. Eksempelvis er der generelt en vis usikkerhed omkring salget af

skatkammerbeviser, der sker ved månedlige auktioner og ikke kan forudsiges præcist. Udsvingene i salget ved skatkammerbevisauktionerne har på kort sigt begrænset indflydelse på planlægningen af salgsfordelingen på måneder for de andre statspapirer, så længe bevægelserne over en længere periode holder sig inden for en vis ramme.

Det fremgår af figur 1.4.2., at der igennem 1993 har været betydelige afvigelser mellem finansieringsbehovet og salget af statspapirer.

Det ses endvidere i figur 1.4.1., at hovedparten af salget af statspapirer i 1993 fandt sted i årets første syv måneder. Dette skyldtes hovedsagelig, at prognoserne over statens finansieringsbehov i begyndelsen af 1993 viste, at størstedelen af finansieringsbehovet ville falde i 1. halvdel af 1993. Det viste sig efterfølgende, at statens underskud ikke blev helt så skævt fordelt på 1. og 2. halvår som forventet.

Endelig påvirkedes salget af ændringer i skønnet over salgsnormen. I begyndelsen af 1993 blev skønnet opjusteret i forhold til finansloven, mens skønnet i de sidste måneder af året blev justeret ned.

1.5. De enkelte instrumenter

Fast forrentede statsobligationer

Fast forrentede statsobligationer er obligationer, der udstedes med en løbetid på over 3 år og har en kendt betalingsprofil med fastlåst pålydende rente. Alle de udbudte fast forrentede statsobligationer har gennem de senere år haft én årlig termin og har været såkaldte stående lån, der ikke har afdrag, før hele det nominelle lånebeløb tilbagebetales ved lånets sidste termin.

Som det fremgår af tabel 1.5.1., blev der i 1993 solgt for godt 15 mia.kr. nominelt i såvel 8 pct. stående lån 2003 og 9 pct. stående lån 1998, hvilket gav et udestående ultimo 1993 på henholdsvis 69,0 mia.kr. og 59,3 mia.kr.

Udstedelsespolitikken med hensyn til fast forrentede obligationer har i 1993 været at have et 5-årigt og et 10-årigt benchmarkpapir i låneviften - henholdsvis 9 pct. stående lån 1998 og 8 pct. stående lån 2003.

Som led i en fortsættelse af denne politik påbegyndtes den 25. maj 1993 udstedelse i 7 pct. stående lån 2004, der engang i 1994 forventes at overtage rollen som 10-årig benchmark fra 8 pct. stående lån 2003. Oprindeligt var det tanken at påbegynde udstedelse i et stående lån 2004 allerede i april, men de faldende renter betød, at det var hensigtsmæssigt at afvente et fald i mindsterenten fra 8 til 7 pct. De faldende renter har generelt medført et yderst gunstigt miljø at udstede i for staten, og har været medvirkende til, at det relativt hurtigt var muligt at udstede de

ønskede mængder. Udeståendet i 7 pct. stående lån 2004 var ultimo 1993 på 32,2 mia.kr., hvilket skal ses i forhold til, at et udestående for en 10-årig benchmark i størrelsesordenen 60-80 mia.kr. for tiden anses som passende.

Tabel 1.5.1.

Emission af indenlandske statslån i kroner. 1993. Mill.kr.

Papir	Emission			Udestående ultimo 1993
	Nominelt	Kursværdi	Kurstab	
7 pct. stående lån 2004	32.150	32.258	-108	32.150
8 pct. stående lån 2003	15.350	15.139	211	69.000
9 pct. stående lån 1998	15.300	15.719	-419	59.300
Obligationer, fast rente	62.800	63.117	-317	
6,00 pct. statsgældsbevis 1996 I	18.000	17.919	81	18.000
9,25 pct. statsgældsbevis 1995II	31.100	31.255	-155	31.100
9,75 pct. statsgældsbevis 1995 I	10.200	10.287	-87	28.850
Statsgældsbeviser	59.300	59.461	-161	
Skatkammerbevis 1994 III . . .	13.825	13.148	677	13.825
Skatkammerbevis 1994 II . . .	22.220	21.257	963	22.220
Skatkammerbevis 1994 I	22.294	21.157	1.137	22.294
Skatkammerbevis 1993 IV . . .	25.071	23.618	1.453	0
Skatkammerbevis 1993 III . . .	7.788	7.443	345	0
Skatkammerbevis 1993 II	83	80	3	0
Indfrielse	88.427	88.427	0	
Skatkammerbeviser, netto	2.854	-1.722	4.576	
Statspapirsalg i alt	124.954	120.856	4.098	

Note: Ekskl. papirer i statens beholdning under locationswapordningen.

Salget af fast forrentede statsobligationer i 1993 var jævnt fordelt over året. En undtagelse var dog juli, idet salgsbehovet i denne måned næsten

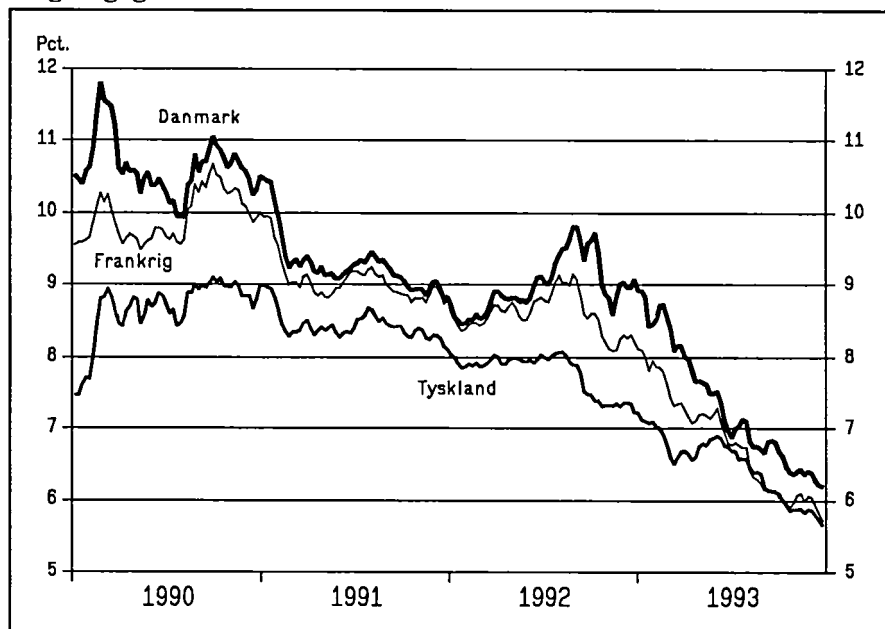
udelukkende blev dækket ved salg i det nyåbnede 6,00 pct. statsgældsbevis 1996 I. Salget har generelt ikke været påvirket i negativ retning af sammenbruddet i EMS-systemet i begyndelsen af august, og en stor del af investorerne er fortsat valutaudlændinge, jf. også afsnit 1.8.

Af de fast forrentede statsobligationer er specielt udviklingen i den 10-årige danske statsobligationsrente i forhold til de 10-årige statsobligationsrenter i udlandet genstand for stor interesse.

I figur 1.5.1. er vist udviklingen i de 10-årige renter i Danmark, Tyskland og Frankrig. Der er i 1993 sket en indsnævring af det lange rentespænd til Tyskland fra ca. 1 1/2 procentpoint til ca. 1/2 procentpoint.

Figur 1.5.1.

Rente af 10-årige statsobligationer i Danmark, Tyskland og Frankrig. Ugegennemsnit.



Statens 8 pct. stående lån 2003 var den klart mest omsatte obligationsserie på Københavns Fondsbørs i 1993 med en andel på ca. 16 pct. af den samlede omsætning efterfulgt af 9 pct. stående lån 1998 med en andel på ca. 10 pct.

Statsgældsbeviser

Statsgældsbeviser er obligationer, der udstedes med en løbetid på 1,5-2,5 år. Statsgældsbeviser ligger således løbetidsmæssigt mellem skatkammerbeviser og fast forrentede obligationer. Statsgældsbeviser er fast forrentede stående lån med én årlig termin. Åbningen og lukningen af serierne er opbygget som et fast program, ligesom der er fast praksis med hensyn til fastlæggelse af termins- og forfaldstidspunkter samt den metode, der benyttes ved kuponfastsættelsen. Ved kuponfastsættelsen opereres med kvarte procentpoint.

Pr. 1. oktober 1992 blev principperne bag statsgældsbevisprogrammet ændret, jf. kapitel 4 i "Statens låntagning og gæld 1992". Hovedprincippet er nu, at der hvert år i begyndelsen af januar og juli åbnes en ny serie med en restløbetid på godt 2,5 år.

I 1993 er der blevet åbnet to statsgældsbeviser under det nye program: 9,25 pct. statsgældsbevis 1995 II og 6,00 pct. statsgældsbevis 1996 I. Endvidere er der i første halvdel af året blevet udstedt i 9,75 pct. statsgældsbevis 1995 I.

I 9,25 pct. statsgældsbevis 1995 II blev der på kun 5 måneder opbygget et udestående på godt 30 mia.kr., og der har generelt været en god omsætning i papiret. Salget foregik hovedsagelig i første halvdel af 1993. Udviklingen for 6,00 pct. statsgældsbevis 1996 I må beskrives som knap så vellykket. Ganske vist var der en meget stor efterspørgsel på den første åbningsdag, hvor der blev solgt for over 11 mia.kr. nominelt. Efterfølgende er opbygningen sket relativt langsomt, og omsætningen har i perioder været meget lav. I hvor høj grad dette har været en effekt af det store salg på åbningsdagen eller af en anden fordeling af beviserne på investorgrupper er svært at vurdere. Tilsyneladende er der sket det, at en stor del af papirerne har "ligget fast" hos investorer. I alt blev der udstedt for 18,0 mia.kr. nominelt i denne serie i 1993.

Skatkammerbeviser

Skatkammerbeviser er korte statspapirer med en løbetid på 9 måneder på åbningstidspunktet. Skatkammerbeviser er nul kuponobligationer, dvs. der er ingen betalinger før udløb, hvor hele det nominelle beløb forfalder. Hele forrentningen sker således i form af kursgevinster. Der er altid tre papirer i omløb.

Som følge af dårlige erfaringer med skatkammerbevisprogrammet i 1992, jf. "Statens låntagning og gæld 1992" kapitel 1, besluttedes det med virkning fra den 28. januar 1993 at ændre salgsformen for skatkammerbeviser til månedlige auktioner samt at ophøre med løbende salg

(tapsalg). Kapitel 6 indeholder en nærmere beskrivelse af erfaringerne med skatkammerbevisprogrammet.

Af hensyn til ønsket om Nationalbankens kontinuerlige tilstedeværelse i markedet for obligationer og gældsbeviser i 2. halvår 1993 blev der ved årsskiftet sigtet mod at oversælge skatkammerbeviser i begyndelsen af 1993 med henblik på indfrielse i 2. halvår for på denne måde at flytte en del af salgsbehovet for obligationer og gældsbeviser hen til 2. halvår. Dette viste sig dog ikke at være muligt, idet markedet for skatkammerbeviser ikke kunne bære så stort et salg som ønsket. Salget var i perioder meget begrænset, bl.a. som følge af forårets valutauro.

Ved auktionen ultimo oktober var efterspørgslen efter skatkammerbeviser voldsom, og der blev solgt for over 16 mia.kr. Det store salg skyldtes en stærk efterspørgsel fra realkreditinstitutterne, der i forbindelse med konverteringsbølgen havde fået et midlertidigt likviditetsoverskud.

Kombinationen af en nedsættelse af skønnet over årets salgsnorm i november/december 1993 og det store skatkammerbevissalg ved auktionen ultimo oktober betød, at salgsnormen var tæt på at være opfyldt. Det blev derfor vurderet, at der ikke var grundlag for at afholde den ordinære skatkammerbevisauktion ultimo november, og den blev aflyst. Aflysningen af skatkammerbevisauktionen må betragtes som en undtagelse, jf. også at dette var første gang, en planlagt skatkammerbevisauktion blev aflyst.

Nettosalget af skatkammerbeviser var i 1993 på 2,8 mia.kr. nominelt.

Variabelt forrentede statsobligationer

Variabelt forrentede statsobligationer er obligationer, der er udstedt med en løbetid på 5 eller 10 år. Statens variabelt forrentede obligationer er stående lån med kvartalsvise terminer. Kuponen er variabel, idet den fastsættes på grundlag af en referencerente, der er et gennemsnit af den effektive rente på statspapirer med en restløbetid på under 3 år. Da kuponen på variabelt forrentede statsobligationer løbende justeres, slår generelle renteændringer ud i kuponen, hvorfor variabelt forrentede statsobligationer er relativt kursstabile og har en varighed på omkring et kvartal. Variabelt forrentede statsobligationer er derfor umiddelbart et tættere alternativ til skatkammerbeviser end fast forrentede statsobligationer og statsgældsbeviser.

Der er ikke udstedt variabelt forrentede lån siden begyndelsen af 1990, dels fordi kursudviklingen gjorde fortsat udstedelse ufordelagtig,

dels fordi der var et ønske om at "gøre plads" til skatkammerbevisprogrammet, der blev påbegyndt i 1990.

Der er i 1993 løbende blevet opkøbt variabelt forrentede statsobligationer i markedet for 4,2 mia.kr. nominelt. Opkøbene er sket i perioder, hvor det har været vurderingen, at dette har været en fordelagtig forretning for staten. De opkøbte obligationer er efterfølgende blevet annulleret.

1.6. Åbning af nye lån

Der foretages løbende en vurdering af, hvilken adfærd der er optimal på åbningsdagen for nye statslån, således at der sikres en effektiv prisdannelse og omsætning i de nye papirer, og der skabes bedst mulige vilkår for staten ved det efterfølgende tapsalg. Som led i disse vurderinger holdes der jævnligt møder med markedsdeltagere.

Karakteristisk for åbningerne i 1993 har været, at der generelt har været stor efterspørgsel efter de nye papirer på åbningsdagen, hvilket i januar 1994 har ført til visse justeringer af Nationalbankens adfærd på åbningsdagen. Den store interesse på åbningsdagen har understreget, at det er hensigtsmæssigt at placere åbningen af nye serier på tidspunkter, hvor der er et væsentligt salgsbehov. Dette hensyn skal dog bl.a. afvejes med hensynet til, at der opnås en passende periode til at opbygge en passende udestående mængde, og til de faste åbningsterminer, der p.t. ligger i statsgældsbevisprogrammet.

Nationalbankens adfærd på åbningsdagen har traditionelt svaret til adfærden på andre handelsdage, idet der er lagt salgstilbud ind på Københavns Fondsbørs' matchsystem, jf. box 1.6.1., i størrelsesordenen 100-200 mill.kr. ad gangen. I takt med efterspørgslen er kursen ændret for nye salgstilbud i løbet af dagen.

Denne fremgangsmåde førte efter åbningen af 7 pct. stående lån 2004 den 25. maj 1993 til nogen kritik, idet der i en situation med mange bud i matchsystemet skete en fordeling af salget i meget små portioner, og metoden sikrede ikke, at investorerne følte sig behandlet på en gennemsigtig måde.

Ved åbningen af 6,00 pct. statsgældsbevis 1996 I den 1. juli blev Nationalbankens udbudsmetode derfor justeret. Det blev besluttet at fastsætte en skarpere første udbudskurs end sædvanlig, men til gengæld fastholde denne kurs for en større mængde. Kursen fastsattes til 99,75 (effektiv rente 6,08 pct.), og på trods af, at denne kurs i markedet blev betragtet som vel høj, var efterspørgslen overvældende. Da der opstod praktiske problemer med salget i matchsystemet, blev det besluttet i stedet at benytte acceptsystemet, og alle bud på kursen 99,75 blev imø-

dekommet. Herved blev der på kort tid solgt papirer for 11 mia.kr., hvorefter Nationalbanken trak sig ud af markedet.

Erfaringerne med åbning af statspapirer i 1993 medførte, at Nationalbanken forud for åbningen af det seneste statsgældsbevis, 5,25 pct. statsgældsbevis 1996 II, den 3. januar 1994 udsendte en meddelelse til København Fondsbørs, hvori Nationalbankens adfærd på åbningsdagen blev præciseret. Det blev meddelt, at der som initial mængde ville blive udbudt 2 mia.kr. i matchsystemet kl. 11.00 på åbningsdagen, og at yderligere udbud kunne blive til samme kurs som åbningskursen eller højere. Det meddeltes også, at der maksimalt ville blive solgt for 6 mia.kr. den første dag. Formålet hermed var først og fremmest at mindske markedsdeltagernes usikkerhed omkring Nationalbankens adfærd på åbningsdagen.

Box 1.6.1.

Handelssystemer på Københavns Fondsbørs

Der eksisterer to handelssystemer på Københavns Fondsbørs, hvori børshandlere elektronisk kan handle alle værdipapirer, som er noteret på Københavns Fondsbørs: acceptsystemet og matchsystemet.

Acceptsystemet er et halvautomatisk handelssystem, der har karakter af en elektronisk opslagstavle. På opslagstavlen kan børshandlere, der ønsker at købe/sælge, opslå tilbudt mængde og tilbudt pris. Såfremt en anden børshandler er interesseret i at acceptere en opslået pris, lægges en acceptordre ind i systemet, hvorefter handlen afsluttes, og det opslåede tilbud fjernes fra systemet. Alle handler i acceptsystemet omfatter hele den tilbudte mængde.

Matchsystemet er et automatisk handelssystem, hvor der kontinuerligt sker en individuel matchning af bud/udbud på baggrund af indlagte priser. I matchsystemet oplyses kun pris, mængde og børshandleridentitet for det bedste bud/udbud for de enkelte værdipapirer. En handel finder sted, hvis bud- og udbudspriser på de samme værdipapirer er ens (matcher), hvis den tilbudte salgspris er mindre end den eksisterende købspris eller hvis købsprisen er højere end den eksisterende salgspris. Hvis flere børshandlere har samme pris, fordeles den budte/udbudte mængde som hovedregel ligeligt mellem dem. Der handles dog kun i hele antal af på forhånd fastsatte omsætningsenheder.

Ud over handel via de elektroniske handelssystemer på Københavns Fondsbørs kan børshandlere foretage handler mundtligt via det såkaldte "telefonmarked". Disse handler skal indberettes til Københavns Fondsbørs (handler via acceptsystemet og matchsystemet indberettes automatisk). Til understøttelse for telefonmarkedet er der på Københavns Fondsbørs oprettet et elektronisk interessesystem, hvor børshandlere kan indlægge interessemarkeringer for handel i de forskellige værdipapirer. Typisk anvendes interessesystemet kun for aktier (og heraf afledte produkter) og for de mest likvide obligationer. Der kan ikke handles direkte i interessesystemet, som kun børshandlere har adgang til. Bud/udbud er dog altid bindende, med mindre der er tale om åbenlyse fejl.

Ved salget den 3. januar 1994 udnyttedes desuden en teknisk ændring af match-systemet. Den indebærer, at de højeste bud, der er indlagt i matchsystemet før Nationalbankens udbud, bliver afregnet til den kurs, der er budt. Tildelingen fortsætter, indtil den udbudte mængde er solgt, idet der på den sidste handels-kurs evt. sker beskæring. Det er forud for handleerne muligt for Nationalbanken at se den bedste kurs, der bydes, men ikke hvilke mængder der ønskes.

Nationalbanken fastsatte umiddelbart før kl. 11.00 minimumskursen til 99,35. Udgangspunktet for fastsættelsen af denne kurs var en analyse af rentestrukturen og en sammenligning af den herved fundne teoretiske rente med renten på 6,00 pct. statsgældsbevis 1996 I, der er det papir på rentekurven, hvis karakteristika ligger tættest på 5,25 pct. statsgældsbevis 1996 II. Desuden var der kontakt til markedsdeltagerne i timerne før åbningen for at vurdere størrelsen af investorinteressen på forskellige kursniveauer.

Det bedste bud i matchsystemet var det meste af tiden indtil kl. 11.00 på ca. 99,35, men via kontakten til markedsdeltagerne var det oplyst, at der ville komme bud til højere kurser. I det sidste minut før åbningen lagde børshandlerne nye bud ind i matchsystemet, og det bedste bud steg til kurs 99,50. Af de første 2 mia.kr. blev ca. 1,6 mia.kr. solgt til kursen 99,50, mens ca. 0,4 mia.kr. blev solgt til 99,45. Bud til kurserne 99,40 og 99,35 kunne ikke rummes inden for de 2 mia.kr. Herefter fastsatte Nationalbanken en udbudskurs på 99,50 for de følgende udbud resten af dagen. I alt blev der solgt for 5,3 mia.kr. den 3. januar.

Den nye metode for salget den 3. januar 1994 er meget konkurrencepræget, og er generelt blevet godt modtaget blandt børshandlerne.

Erfaringerne med åbning af nye lån vil fortsat blive analyseret nøje med henblik på fremtidige forbedringer.

1.7. Locationswap-facilitet

Det blev i august 1993 besluttet, at Nationalbanken på vegne af Finansministeriet stillede en midlertidig locationswap-facilitet til rådighed for det sekundære marked for statspapirer i København.

Baggrunden for oprettelsen af locationswap-faciliteten skal ses i den store omsætning af danske statspapirer over landegrænserne, jf. afsnit 1.8., og ønsket om at få koblet det danske afviklingssystem (Værdipapircentralen) bedre sammen med de internationale afviklingssystemer (i dette tilfælde Euroclear), samt at få reduceret de problemer, der hidtil har været ved afvikling af grænseoverskridende handel med statsobligationer. Problemerne er opstået, når en værdipapirhandler har købt obli-

gationer med levering i Værdipapircentralen og videresolgt disse med levering i Euroclear samme dag, idet overflytningen mellem afviklings-systemerne ikke har kunnet klares med mindre end én dags forsinkelse. Problemet med tab af dispositionsdage forventes at blive reduceret, når en planlagt direkte forbindelse mellem de to afviklingscentraler etableres, formentlig i efteråret 1994.

Locationswap-faciliteten fungerer på den måde, at Nationalbanken på Finansministeriets vegne indgår to modsatrettede obligationshandler med markedsdeltagerne i de to systemer, hvilket i realiteten bevirker, at markedsdeltageres beholdninger kan flyttes til den ønskede afviklingscentral. Hermed får markedsdeltagerne mulighed for at videresælge købte obligationer samme dag med levering i enten Værdipapircentralen eller Euroclear, uanset hvilket system obligationerne modtages i. Staten har til dette formål oprettet nye statspapirer svarende til beholdningen i locationswap-ordningen. For staten betyder locationswaps, at obligationerne flyttes mellem værdipapirkonti i Værdipapircentralen og Euroclear, men staten er konstant ejer af samme beholdning og løber derfor ingen risiko ved ordningen. Da beholdningen ikke sælges, indgår den ikke i statens låntagning og påvirker ikke statens bruttogæld.

Rent teknisk foregår en locationswap med en dansk markedsdeltager, der ønsker at overflytte obligationerne fra Værdipapircentralen til Euroclear, på følgende måde:

- 1) Nationalbanken sælger obligationer registreret i Euroclear til den danske modpart. Obligationerne leveres i Euroclear, og betalingen for denne handel modtages på Nationalbankens kontantkonto i Euroclear.

- 2) Herudover køber Nationalbanken tilsvarende obligationer af samme modpart til levering i Værdipapircentralen. Betalingerne afvikles på sædvanlig måde.

Begge handler sker til samme kurs, bortset fra et gebyr. Når begge transaktioner er gennemført, er statens samlede beholdning af obligationer uændret, blot er en større del af beholdningen placeret på konto i Værdipapircentralen og en tilsvarende mindre del i Euroclear.

Locationswap-ordningen omfattede ultimo 1993 følgende lån: 8 pct. stående lån 2003 og 7 pct. stående lån 2004 med hver 2 mia.kr. samt 9 pct. stående lån 1998, 9,25 pct. statsgældsbevis 1995 II og 6,00 pct. statsgældsbevis 1996 I med hver 1 mia.kr., i alt 7 mia.kr. Fra 3. januar 1994 er ordningen endvidere blevet udvidet med 2 mia.kr. i det nye 5,25 pct. statsgældsbevis 1996 II.

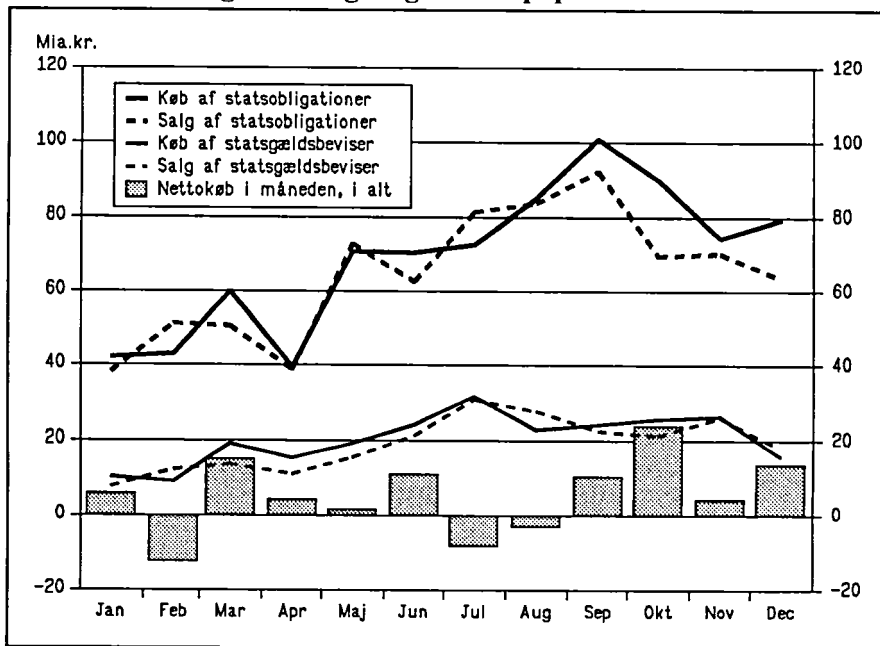
1.8. Valutaudlændinges køb og salg af statspapirer

Omsætningen af statspapirer med valutaudlændinge kan illustreres ved hjælp af Nationalbankens valutastatistik, der udarbejdes på baggrund af indberetninger fra de danske valutahandlere. I figur 1.8.1. er på månedsbasis vist valutaudlændinges køb og salg af kroneobligationer i 1993 fordelt på statsobligationer og gældsbeviser samt det samlede nettokøb i måneden.

Der har i 1993 været en relativt stor omsætning af statsgældsbeviser og statsobligationer, som har fulgt et nogenlunde ensartet mønster. Omsætningen af statsobligationer har typisk været omkring 2-3 gange så stor som omsætningen af statsgældsbeviser. Endvidere fremgår det, at der også i perioden efter EMS-sammenbruddet er sket et betydeligt nettosalg af statsobligationer og statsgældsbeviser til udlandet. Det negative nettosalg i februar og juli/august afspejler, at der i disse perioder var valutauro. Nettotilbagesalget i disse perioder var dog relativt begrænset.

Figur 1.8.1.

Valutaudlændinges køb og salg af statspapirer. 1993. Mia.kr.



Note: Totalsalget inkluderer nettosalget af skatkammerbeviser. Dette har imidlertid været meget lille.

Omsætningen af skatkammerbeviser med valutaudlændinge har i forhold til omsætningen af statsobligationer og statsgældsbeviser været meget lille.

I alt blev der i 1993 foretaget nettokøb af statsgældsbeviser og statsobligationer for knap 70 mia.kr., mens valutaudlændinge netto solgte skatkammerbeviser for omkring 2 mia.kr. Disse tal skal ses i forhold til en samlet nettoemission af statspapirer (bruttosalg af statspapirer minus afdrag på statsgælden) i 1993 på omkring 51 mia.kr.

1.9. Postordresalg af statsobligationer

Fra juli 1991 er der etableret mulighed for privatpersoner for at købe statsobligationer pr. postordre. Endvidere er der - også for privatpersoner - pr. 1. november 1990 indført mulighed for gratis indskrivning af statsobligationer. Begge ordninger administreres af Kongeriget Danmarks Hypotekbank og Finansforvaltning.

Ideen med postordresalget er at give private mulighed for at foretage især mindre obligationskøb til lavest mulige omkostninger, dog således at ordningen hviler i sig selv. Køb af statsobligationer pr. postordre foregår ved udfyldelse af en blanket, som er indlagt i brochurer, der udleveres fra posthuse.

Tabel 1.9.1.
Postordresalg fordelt efter kursværdi

	1992			1993		
	Beløb			Beløb		
	Antal	1.000 kr.	Pct.	Antal	1.000 kr.	Pct.
Under 10.000 kr. . .	1.691	6.485	2,1	999	4.172	2,2
10.000 - 50.000 kr.	3.621	76.883	25,4	2.377	51.182	26,3
50.000 - 100.000 kr.	1.221	72.630	24,0	738	44.730	23,0
Over 100.000 kr. . .	878	146.230	48,4	537	94.384	48,5
I alt	7.411	302.228	100,0	4.651	194.468	100,0
Kursværdi pr. salg .		40,8			41,8	

Salget af statsobligationer pr. postordre udgjorde i 1993 194 mill.kr., jf. tabel 1.9.1. Antallet af handler i 1993 var ca. 4.700, og det gennemsnitlige beløb udgjorde ca. 42.000 kr. Spredningen på størrelsen af handlerne var betydelig: Af de 4.700 havde knap 3.400 en kursværdi på under 50.000 kr., godt 700 lå mellem 50.000 og 100.000 kr., mens godt 500 lå over 100.000 kr. Målt efter kursværdi tegnede de to første grupper sig hver for en fjerdedel af omsætningen og gruppen over 100.000 kr. for halvdelen. Fordelingen er stort set uændret i forhold til 1992. Langt hovedparten (80 pct.) af postordresalget er koncentreret om korte fast forrentede statspapirer og variabelt forrentede statsobligationer.

Yderligere oplysninger om ordningerne kan fås ved henvendelse til Hypotekbanken, Landgreven 4, 1301 København K, tlf. 33928000.

1.10. Udsigter for 1994

Finansloven for 1994 giver en samlet salgsnorm for 1994 på ca. 113 mia.kr., hvilket er 6 mia.kr. mindre end salgsnormen for 1993.

Figur 1.10.1. viser salgsnormens fordeling på måneder. Fordelingen af salgsnormen på måneder er ujævn, jf. også kapitel 9, hvor statens forventede betalinger i 1994 er opgjort på månedsbasis. Salgsnormen er dog nogenlunde ligeligt fordelt på halvår med 52 mia.kr. i 1. halvår og ca. 61 mia.kr. i 2. halvår.

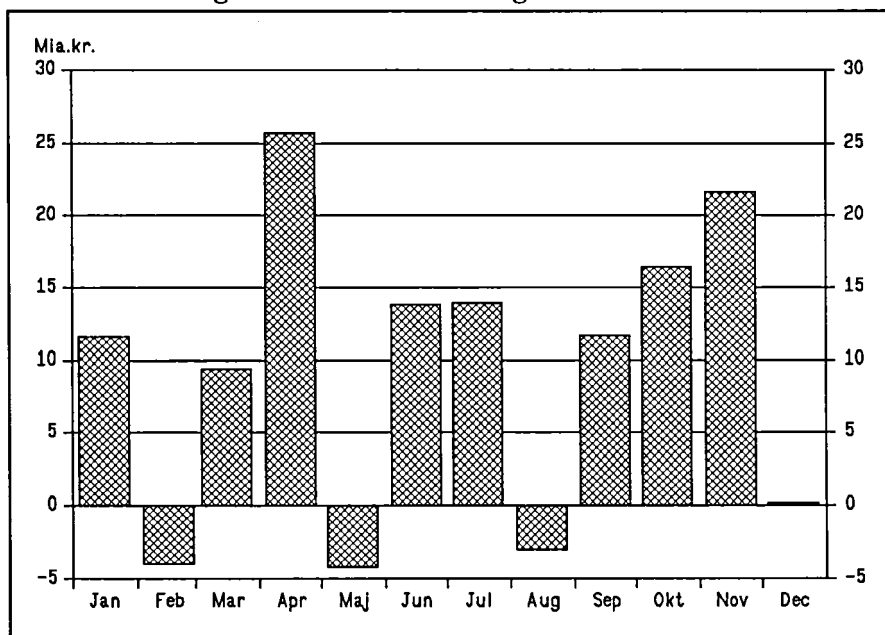
Afdragene på statsgælden udgør i 1994 knap 60 mia.kr., hvilket er i underkanten af et "normalt" niveau. Afdragene vil dog stige markant i 1995 til over 115 mia.kr. Det er derfor hensigten - såfremt markedsforholdene taler for det - at foretage opkøb i 1994 i de serier, der forfalder i 1995, med henblik på at udjævne refinansieringen. De papirer, der opkøbes, vil blive overført til statens egenbeholdning og eventuelt senere annulleret. Opkøb med andre formål kan dog også komme på tale, og det er hensigten fremover i højere grad end tidligere at benytte opkøb i den daglige gældsforvaltning, idet dette giver en øget grad af fleksibilitet. Eksempler på hensyn, der kan danne baggrund for beslutninger om opkøb, kan være omkostningshensyn ved opkøb af undervurderede papirer og kompenserende udstedelse af nye papirer. Alternativt kan opkøb ske af kapitalmarkedshensyn, dvs. med henblik på at sikre et effektivt marked. Meddelelser om de foretagne opkøb vil i fremtiden fremgå af de månedlige meddelelser om emissionsaktiviteten, som fremsendes til Københavns Fondsbørs.

I 1994 sigtes der indtil videre mod en mindre forøgelse af varigheden til omkring 3,5 år. Varigheden vil dog i betydelig grad afhænge af omfanget af opkøb af korte statspapirer. Baggrunden for ønsket om en

øget varighed er den betydelige størrelse af gælden og udsigten til fortsatte budgetunderskud i de nærmeste år.

Figur 1.10.1.

Månedsfordeling af statens finansieringsbehov. 1993. Mia.kr.



Den aktuelle lånevifte pr. 3. januar 1994 fremgår af tabel 1.10.1.

Det er under overvejelse, om der skal åbnes en serie fast forrentede statsobligationer med en løbetid på mere end 10 år for på denne måde at øge fleksibiliteten med hensyn til opnåelse af de fastsatte varighedsmål. Likvide markeder for obligationer med en løbetid på over 10 år findes bl.a. i Holland, Belgien og Frankrig, og senest har også Tyskland åbnet et langt stående lån med en løbetid på 30 år.

Som 5-årig benchmarkobligation fastholdes fortsat 9 pct. stående lån 1998 i de første måneder af 1994. Papiret er meget omsat på Københavns Fondsbørs, men er efterhånden ved at blive noget kort for en 5-årig benchmark. Om der skal åbnes en ny 5-årig statsobligation i 1994, afhænger dels af salgsbehovet som følge af refinansiering af opkøb, dels af resultatet af overvejelserne om et langt lån.

Hvad angår statsgældsbeviserne planlægges det at fortsætte som hidtil, dvs. at der fremover fortsat vil indgå to statsgældsbeviser i låne-

viften, og at der åbnes nye gældsbeviser primo juli og januar med en restløbetid på godt 2,5 år ved åbningen.

Tabel 1.10.1.
Lånevifte pr. 3. januar 1994

	Termin
<i>Obligationer, fast rente</i>	
7 pct. stående lån 2004	15. december
9 pct. stående lån 1998	15. november
<i>Statsgældsbeviser</i>	
5,25 pct. statsgældsbevis 1996 II	10. august
6,00 pct. statsgældsbevis 1996 I	10. februar
<i>Skatkammerbeviser</i>	
Skatkammerbevis 1994 IV	3. oktober
Skatkammerbevis 1994 III	1. juli
Skatkammerbevis 1994 II	5. april

Endelig planlægges skatkammerbevisprogrammet at fortsætte med månedlige auktioner og uden tapsalg. På auktionen den 28. januar 1994 blev der forud for auktionen meddelt et maksimum for salget på 5 mia.kr. i de to serier. Dette skete af hensyn til ønsket om en mere fast udstedelsesrytme, hvilket dels kan give en mere stabil refinansiering af skatkammerbeviserne, dels vil lette planlægningen af det øvrige salg af statspapirer. Det kan derfor være hensigtsmæssigt, at der i visse tilfælde meddeles beløbsmæssige grænser for salget af skatkammerbeviser på de enkelte auktioner. Eventuelle beløbsmæssige grænser vil fremgå af indkaldelserne til hver enkelt auktion.

Kapitel 2.

Udenlandsk låntagning

2.1. Baggrunden for statens udenlandske låntagning i 1993

Trods et stort overskud på betalingsbalancens løbende poster har staten haft en betydelig udenlandsk nettolåntagning i 1993. Det skyldes, at statens udenlandske låntagning først og fremmest finder sted af hensyn til valutareservernes størrelse. Valutareserverne påvirkes på den ene side af Nationalbankens operationer på valutamarkedet i form af interventioner til støtte for kronen og opkøb af valuta, og på den anden side af statens udenlandske låntagning, hvor provenuet indgår i reserverne.

I 1993 bevirkede valutauro, at kronen i flere omgange måtte støttes ved interventioner for betydelige beløb. I det omfang Nationalbanken ikke efterfølgende tilbagekøber valuta i markedet, finansieres nedgangen i reserverne ved statslig låntagning. Omfanget af statens låntagning varierer dermed betydeligt fra år til år, jf. tabel 2.1.1.

Siden efteråret 1992 har der gentagne gange været pres mod det europæiske valutakurssamarbejde, EMS, hvor bl.a. kronen måtte støttes ved interventioner for meget store beløb. Uroen på valutamarkederne kulminerede med beslutningen om udvidelse af udsvingsgrænserne i EMS'en fra +/- 2,25 pct. til +/- 15 pct. den 2. august 1993. De meget brede udsvingsgrænser er i realiteten ensbetydende med flydende valutakurser. Når der er usikkerhed om valutakursen, er der flere typer af kapitalbevægelser, der kan udløse pres mod kronen.

Udlændinge ejer store beholdninger af kroneobligationer og andre værdier denomineret i kroner. Ved forventning om en kronesvækkelse kan ejerne vælge at sælge deres kroneobligationer mv. og omveksle provenuet til udenlandsk valuta. Det er dog ofte mere fordelagtigt at dække valutakursrisikoen ved at låne kroner. Dette gælder fx, hvis man ønsker at beholde kroneobligationer i forventning om fremtidige kursstigninger. Kurssikring kan også opnås ved at sælge kroner på termin, dvs. til senere levering, til en dansk bank. Den danske bank, der køber kroner (og sælger valuta) på termin af den udenlandske investor, kan dække sin kursrisiko ved spot, dvs. til samtidig levering, at købe valutabeløbet og placere valutaen på konto i udlandet. Købet af valuta finansieres ved lån af kroner. Hvis der er så mange, der ønsker at sælge kroner, at kronens værdi falder til interventionsgrænsen, er Nationalbanken

forpligtet til at levere den fornødne valuta. Valutaudlændinges terminssikring til afdækning af valutakursrisiko på kroneobligationer og andre danske investeringer har været en væsentlig faktor i presset mod kronen.

Tabel 2.1.1.

Betalingsbalance og udenlandsk låntagning. 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⁾
1990	8,2	5,7	2,8	4,9	21,6
1991	13,1	-27,7	-0,1	-6,1	-20,8
1992	27,8	11,3	-0,9	-39,3	-1,1
1993,1 ..	7,8	11,1	1,0	-7,7	12,2
1993,2 ..	7,2	-5,1	2,1	-0,9	3,3
1993,3 ..	11,8	62,7	2,0	-68,5	8,0
1993,4 ..	3,2 ³⁾	-11,0	-1,4 ³⁾	10,6 ³⁾	1,4
1993	30,0 ³⁾	57,7	3,7 ³⁾	-66,5 ³⁾	24,9

¹⁾ Statens nettolåntagning ifølge valutastatistikken. Afviger fra tabel 2.2.1. som følge af opkøb af egne obligationer, lån til udviklingslande og forskelle i opgørelsesmetoder.

²⁾ Ekskl. kursregulering.

³⁾ Tallene for 4. kvartal 1993 er skøn.

Valutaindlændinge har i betydeligt omfang optaget lån i udenlandsk valuta. Ved frygt for en svækkelse af kronen kan de afdække risikoen ved at købe den fremmede valuta på termin af en dansk bank eller ved at omlægge lånet fra valuta til kroner. Resultatet bliver det samme som ovenfor nævnt. Det er ikke indtrykket, at danske virksomheders afdækning af kursrisiko på valutalån var nogen væsentlig årsag til presset mod kronen.

Endelig kan der naturligvis tages positioner mod kronen, selv om man ikke har nogen forpligtelser at afdække. Sådanne rent spekulative positioner kan i perioder med stærke forventninger om en kurstillpasning resultere i en kraftig forøgelse af presset.

På baggrund af valutakriserne i efteråret 1992 besluttedes det at holde et lidt højere niveau for valutareserverne, uagtet at de lånefaciliteter, der er til rådighed, betyder, at der med meget kort varsel kan tilvejebringes betydelige beløb.

Statens udlandsgæld steg i 1993 med 61 mia.kr. til 166 mia.kr. Øvrige sektors udlandslån faldt modsat med 50 mia.kr. til 130 mia.kr. Danmarks samlede nettogæld til udlandet faldt fra 28 pct. af BNP til 25 pct. af BNP, jf. tabel 2.1.2.

Tabel 2.1.2.
Danmarks udlandsgæld. Mia.kr.

Ultimo	1990	1991	1992	1993 ¹⁾
Staten, udlandslån ²⁾	119	92	105	166
Valutareserve	-63	-45	-45	-75
I øvrigt	226	217	180	130
I alt, nettogæld	282	264	241	221
Nettogæld i pct. af BNP	35,1	31,8	28,0	25,3

¹⁾ Tallene for 1993 er foreløbige.

²⁾ Ekskl. statens beholdning af opkøbte obligationer.

2.2. Låntagningen fordelt over året

På grund af den tætte sammenhæng mellem optagelsen af udenlandske statslån og forvaltningen af valutareserverne foregår den overordnede styring af valutasammensætningen samlet. Dette er nærmere beskrevet i kapitel 3.

Som det fremgår af ovenstående, anvendes statslig låntagning i styringen af niveauet for valutareserverne. Den statslige låntagning har derfor i det væsentlige været koncentreret om perioderne med valutauro, hvor valutaudstrømningen i betydeligt omfang oversteg betalingsbalancoverskuddet.

I begyndelsen af februar faldt kronen til det nedre interventionspunkt i EMS'en og måtte støttes ved interventioner for i alt 33 mia.kr. Nedgangen i reserverne blev delvist finansieret ved, at staten optog lån for netto 14,7 mia.kr. Ca. halvdelen var kortfristet låntagning ved træk på statens låneprogrammer (CP-programmer, jf. afsnit 2.3.). En hurtig kro-

kronestyrkelse og valutatilbagestrømning betød, at Nationalbanken gennem resten af måneden tilbagekøbte valuta svarende til ca. halvdelen af det beløb, der var inter文neret for. Valutatilbagestrømningen fortsatte fra marts til juni, hvor der netto blev tilbagebetalt lån for godt 11 mia.kr.

Under den fornyede valutauro i juli måtte kronen atter støttes ved interventioner. Denne gang for godt 50 mia.kr., hvilket næsten svarede til det samlede niveau for valutareserverne. Til delvis finansiering af nedgangen i valutareserverne blev nettolåntagningen på CP-programmerne forøget med 28 mia.kr. i juli og yderligere godt 11 mia.kr. i august. Efter indførelse den 2. august af brede udsvingsgrænser i EMS'en svækkedes kronen godt 6 pct. overfor DEM. Da der ikke skete nogen hurtig tilbagestrømning af valuta, blev den kortfristede statslige låntagning derfor suppleret og delvist erstattet med lange lån. Den statslige nettolåntagning i 3. kvartal beløb sig til 62,2 mia.kr. I november og december var det muligt at tilbagekøbe valuta for knap 14 mia.kr., og der blev i 4. kvartal netto tilbagebetalt lån for ca. 11 mia.kr.

Tabel 2.2.1.

Statens udenlandske låntagning. Mia.kr.¹⁾

	1993							
	Kvartaler							
	1990	1991	1992	1.	2.	3.	4.	Året
Langfristet bruttolåntagning ²⁾	23,0	0,3	13,1	9,4	13,4	32,9	12,9	68,6
CP-progr., netto ²⁾ . .	-1,7	2,0	14,7	3,5	-13,7	35,1	-19,0	5,9
- Emissionskursstab .	1,2	0,2	0,3	0,3	0,1	0,7	0,1	1,2
Bruttolåntagning ³⁾ .	20,1	2,2	27,5	12,6	-0,4	67,3	-6,2	73,3
- Ordinære afdrag .	13,1	28,6	15,2	1,4	3,0	5,1	3,8	13,3
- Førtidsindfrielse .	1,9	0,8	1,3	0,3	1,9	0,0	1,2	3,4
Nettolåntagning . . .	5,1	-27,2	11,0	10,9	-5,3	62,2	-11,2	56,6

¹⁾ Statsregnskabstal 1993, skøn.

²⁾ Nominel værdi.

³⁾ Kursværdi.

Som følge af et ganske betydeligt interventionssalg af valuta og en tilsigtet forøgelse af valutareserven beløb statens nettolåntagning sig til 56,6 mia.kr. i 1993.

2.3. Kortfristede lånefaciliteter

Under valutauro med pres mod kronen har Nationalbanken ubegrænset adgang til valuta gennem interventionskreditterne i Den Europæiske Fond for Monetært Samarbejde, EFMS. EFMS-kreditterne er i praksis lån i XEU. Faciliteten er imidlertid kun gældende ved margininterventioner, dvs. når kronen er på den lavest tilladte værdi ("interventionspunktet" eller "margenen") over for en eller flere af de øvrige EMS-valutaer. Nationalbanken udnyttede EFMS-kreditterne ved interventionerne til støtte for kronen i februar og juli. Valutareserverne opgøres netto og påvirkes derfor lige meget, uanset om der anvendes valuta fra Nationalbankens egen beholdning eller der trækkes på interventionskreditterne. Med udvidelsen af udsvingsgrænserne i EMS'en er EFMS-kreditternes betydning som valutalikviditetsberedskab mindsket, idet det kræver meget store valutakursfluktuationer at aktivere faciliteten.

Ved interventioner, hvor kronen ikke er på margenen (såkaldte intramarginale interventioner), kan der ikke trækkes på EFMS-kreditterne. I sådanne tilfælde må den fornødne valutalikviditet tilvejebringes ved salg eller belåning af aktiver fra valutareserverne, eller ved træk på statens kortfristede låneprogrammer.

Valutareserverne består især af fordringer på udlandet, der placeres på markedsmæssige vilkår. Der lægges vægt på likviditet, sikkerhed og afkast. Der investeres derfor hovedsageligt i let omsættelige udenlandske statspapirer. Størstedelen er placeret i de traditionelle reservevalutaer USD og DEM. Der er tillige beholdninger af JPY, FRF, GBP og XEU, selv om de tre sidstnævnte er mindre egnede til interventionsformål.

Nationalbanken behøver ikke nødvendigvis at realisere sine obligationer mv. i udenlandsk valuta for at tilvejebringe valuta. Ved at stille obligationer til sikkerhed mod lån af valuta kan der frigøres likviditet hurtigere, og renterisikoen på reserverne ændres ikke. Dele af valutareserverne blev belånt både i februar og i juli.

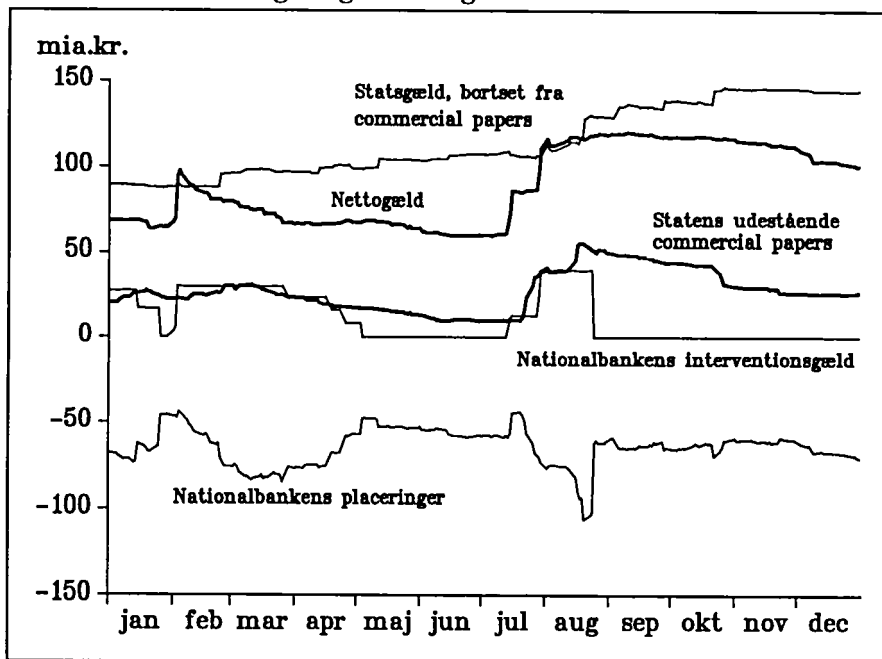
Nationalbanken har desuden smidig adgang til valuta gennem statens kortfristede låneprogrammer. Under programmerne er det muligt at udstede gældsbeviser (commercial papers) med løbetid på op til 1 år. Staten har et program på det amerikanske marked (SN: sovereign notes) og et på det europæiske marked (ECP: euro commercial papers). På ECP-programmet kan der udstedes i flere valutaer. Foruden USD har staten i 1993 udstedt i DEM.

Det maksimale udestående på hvert af programmerne blev i forsommeren 1993 forhøjet fra 3 mia.USD til 6 mia.USD. I forbindelse med valutauroen i juli blev den forhøjede adgang til udstedelse af commercial papers anvendt, idet staten i juli og august udstedte for netto 39,2 mia.kr. til et rekordudestående på i alt 55 mia.kr. Udstedelserne skete, uden at lånevilkårene ændredes synderligt.

Udviklingen over året i nettogæld, Nationalbankens placeringer og interventionskreditter, samt statens kort- og langfristede gæld er vist i figur 2.3.1.

Figur 2.3.1.

Nettogæld, Nationalbankens placeringer og interventionskreditter samt statens kort- og langfristede gæld i 1993. Mia.kr.



Formålet med CP-programmerne er at have et likviditetsberedskab for hurtigt at kunne tilpasse niveauet for valutareserverne over en kortere periode. Det er ikke hensigten, at programmet til stadighed skal være fuldt udnyttet. Derved mistes likviditetsberedskabet, og det ville være nødvendigt permanent at have et højere niveau for valutareserverne. Det

vurderes på den anden side hensigtsmæssigt permanent at have et vist udestående, så Danmark er et kendt navn for investorerne på dette marked.

Ved interventioner på valutamarkedet tilpasses niveauet for valutareserverne således i første omgang ved korte udstedelser under CP-programmerne. Det giver mulighed for at afvente og vurdere, om valutaforholdene normaliseres og valutaen kan tilbagekøbes i markedet. I sådanne tilfælde kan CP'erne indfries ved forfald og tilpasningen af statens bruttogæld har været kortvarig og uden nævneværdige omkostninger. Hvis der ikke er udsigt til valutatilbagestrømning, når valutaforholdene normaliseres, erstattes den kortfristede låntagning af mellem- og langfristet låntagning, jf. afsnit 2.4. Dermed bevares CP'ernes "buffer"-funktion.

2.4. Mellem- og langfristet låntagning

Som beskrevet ovenfor har det typiske billede i 1993 været, at valutauroen i februar og juli/august umiddelbart førte til en kraftig stigning i trækket på CP-programmerne, som efterfølgende til dels er blevet erstattet af valutaopkøb eller mellem- og langfristet låntagning.

Mål for finansieringsomkostninger

Det ønskes generelt at optage statslån på de bedst mulige vilkår. Hvis lånebehovet pludselig viser sig at være stort, er det nødvendigt at optage lån på almindelige markedsvilkår på det pågældende tidspunkt. Når lånebehovet er mindre og bedre kan planlægges, er der mulighed for at fastsætte mere ambitiøse mål for rentekomkostningerne, der kun kan opnås ved hjælp af mere specielle transaktioner. I sidstnævnte tilfælde fastsættes målet ofte som en vis margin under den variable rente, Libor. At kravet fastsættes i forhold til fx USD-Libor, er ikke ensbetydende med, at der optages variabelt forrentede lån i denne valuta, eller at de endelige forpligtelser ønskes fastsat på denne måde. Via swaps kan forpligtelser ændres fra fast til variabelt forrentede lån eller omvendt, ligesom forpligtelser kan ændres fra én valuta til en anden. På baggrund af satserne for swaps mellem lån i forskellige valutaer kan lånevilkår i en valuta oversættes til Libor-rente i USD. Derved er der mulighed for at vurdere den relative fordelagtighed ved forskellige lån. Der var perioder i 1993 med meget lavt lånebehov, hvor kun ekstraordinært fordelagtig låntagning eller låntagning til refinansiering af førtidsindfrieede lån blev foretaget.

Tilbudsgivning

Der er forskellige måder at indhente tilbud til ny låntagning. Ved tilbudsgivning skelnes der på de internationale lånemarkeder generelt mellem "competitive bidding" og "negotiated deal". Ved en "competitive bidding" inviteres et antal banker til at byde på en udstedelse. Typisk vil budet, som resulterer i de laveste låneomkostninger, blive valgt af udstederen. Ved en "negotiated deal" forhandles lånebetingelserne mellem udsteder og den udpegede lead manager (den arrangerende bank). Lead manager ønsker betingelser, som sikrer en bred køberkreds for obligationerne, dvs. en høj rente.

Staten benytter i de fleste tilfælde "competitive bidding", idet det vurderes, at man på grund af den skarpe konkurrence på de internationale lånemarkeder herved sikrer lavest mulige finansieringsomkostninger. Staten er gennem årene blevet kritiseret for - ved denne fremgangsmåde - at skade udviklingen af visse markeder eller ligefrem at forværre egne lånebetingelser i fremtiden på grund af en for staten "for" fordelagtig prisfastsættelse. Argumentet er her, at hvis en udstedelse ikke har været en succes (eksempelvis hvis lead manager lang tid efter udstedelsen stadig ejer en stor beholdning af obligationerne), vil staten ved sin næste udstedelse opleve mærkbart forværrede emissionsbetingelser. Staten har dog endnu ikke oplevet problemer af denne art. Det vurderes derfor, at dette argument ikke er væsentligt. Andre låntagere har de senere år i stigende grad benyttet "competitive bidding" med succes, eksempelvis Den Europæiske Investeringsbank.

Lånetransaktioner i 1993

Forskellige markeder har gennem 1993 været attraktive for staten som udsteder. Generelt vil låntagning på et givet tidspunkt blive foretaget i det marked, der alt taget i betragtning er fordelagtigst. Der kan herefter, om nødvendigt, swappes til den ønskede valuta. Et godt eksempel er fire obligationslån i CAD (lån nr. 533, 535, 554 og 574). En række canadiske provinser kom i 1993 på markedet med betydelige obligationsudstedelser i udenlandsk valuta, som blev omlagt til forpligtelser i CAD, hvorved der skabtes et behov for at finde modparter, der var villige til at gå den anden vej. Bl.a. dette betød, at staten blev tilbudt ekstraordinært billige swaps fra CAD til USD.

22 af i alt 27 lån i 1993 var *offentligt emitterede obligationslån* med en nominel værdi på 65,8 mia.kr. De største af disse udstedelser kom i kølvandet på de to valutakriser i 1993.

I februar (lån nr. 534) udstedtes 1 mia.USD med swap til DEM-Libor plus 1,5 basispoint.

I marts og april (lån nr. 537) udstedtes via to trancher 2 mia.DEM til fast rente.

Den 4.-5. august (lån nr. 558) udstedtes for i alt 1,3 mia.GBP via henholdsvis en fast forrentet tranche på 800 mill.GBP og en variabelt forrentet tranche på 500 mill.GBP. Der er her tale om den største enkelte udstedelse i GBP i euromarkedet i 1993. Udstedelsen mødte betydelig investorinteresse, hvilket førte til, at den fast forrentede tranche blev forhøjet to gange fra oprindeligt 500 til de nævnte 800 mill.GBP.

Den 12. august (lån nr. 559) udstedtes 1 mia.CHF til fast rente. Denne er, på linje med en tidligere udstedelse af Østrig, den største udstedelse i det schweiziske marked af en ikke-schweizisk låntager. Udstedelsen betegnes som en af de meget få udstedelser i det schweiziske marked med benchmarkstatus.

Den 18. august (lån nr. 561) udstedtes 1 mia.USD med en effektiv rente på Libor minus 14,5 basispoint.

Den 5. oktober (lån nr. 575) udstedtes 7 mia.FRF fast forrentet. Udstedelsen betegnes, givet dens størrelse, som et benchmark i det 5-årige segment af markedet. Udstedelsen har karakter af at være global givet en bred international fordeling og børsnotering i både Europa og Hong Kong.

Den 6. oktober (lån nr. 576) udstedtes 15 mia.ESP swappet til DEM-Libor minus 15 basispoint. Lead manager har ret til at tilbagesælge obligationer til staten i portioner på 1 mia.ESP. Se appendiks for nærmere beskrivelse af konstruktionen.

Det blev kun én gang i løbet af året besluttet at trække på *statens lånemuligheder i Den Europæiske Investeringsbank (EIB)*, nemlig i marts, hvor der blev optaget et lån på 150 mill.GBP (lån nr. 541), som blev swappet til fast forrentede CHF. Lånet indbragte et provenu på 1,4 mia.kr.

Der blev optaget 4 *privat placerede lån/banklån* i 1993 (april, august og september) på favorable betingelser. Disse indbragte et samlet provenu på 1,4 mia.kr. I det omfang disse lån har haft ikke-markedskonforme elementer indbygget, har staten afdækket risikoen via swaps. Alle lånene er således traditionelle stående lån med fast eller variabel rente. Det første lån i marts på 53 mill.XEU (lån nr. 538) resulterede i effektive forpligtelser i variable XEU efter swap på Libor minus 30 basispoint. Det oprindelige lån har en løbetid på 15 år med en indfrielsesmulighed for investor efter 5 år, og har desuden lav kuponrente med udstedelseskurs betydeligt under pari. Hvis investors indfrielsesmulighed udnyttes, har staten mulighed for også at opsige swappen. I så fald bliver resulta-

tet et 5-års lån til Libor minus 40 basispoint. I august (lån nr. 560) blev der optaget et lån på 10 mia.JPY med swap til variabel rente på Libor minus 20 basispoint. Det oprindelige lån har en kupon på Libor de første 3 år, og enten Libor eller 5,20 pct. (efter udsteders valg) de sidste 4 år. Endelig blev der i september (lån nr. 571) optaget et fast forrentet lån med et provenue på 54 mill.USD, udstedelseskurs betydeligt under pari, med swap til Libor minus 25 basispoint, og, i forbindelse med førtidsindfrielse af lån nr. 469, et fast forrentet lån (lån nr. 572) på 9,7 mill.DEM.

Der blev i 1993 foretaget førtidsindfrielse af tre EIB-lån (lån nr. 469, 397 og 399), og to obligationslån (lån nr. 233 og 256). Førtidsindfrielse skyldes det kraftige fald i renteniveauer i de fleste europæiske valutaer. Lån nr. 469, 397, 399 og 256 blev refinansieret med lån i den oprindelige valuta og med løbetid svarende til restløbetiden. Herved opnåedes billigere finansiering.

I alt blev der optaget mellem- og langfristede lån i 1993 med en nominal værdi på 68,6 mia.kr. På trods af et relativt stort låneomfang blev lånebetingelserne ikke forringet i 1993.

2.5. Udsigter for 1994

Nationalbanken og Finansministeriet har indgået aftale om en ny norm for statens låntagning, jf. kapitel 5. Ifølge den nye norm skal afdrag på statens udlandsgæld under normale forhold refinansieres. I en normal situation uden intervention eller opkøb på valutamarkedet vil der således ikke være behov for nettolåntagning, men alene behov for refinansiering af afdrag. Hvis det bliver muligt for Nationalbanken at foretage opkøb af valuta til reserven, eller hvis der bliver behov for intervention, tages lånebehovet op til drøftelse.

I situationer, hvor det vurderes, at valutareserven er rigelig, vil der fortsat kunne ske tilbagebetaling af statens udenlandske gæld. Dog kan tilbagebetaling kun ske under den forudsætning, at der er dækning for det resulterende træk på statens konto i Nationalbanken, jf. kapitel 5.

De planmæssige afdrag på statens langfristede udlandsgæld udgør 9,1 mia.kr. i 1994, og udeståendet på CP-programmerne ønskes nedbragt med omkring 11 mia.kr. i 1994. I det omfang afdragene ikke finansieres ved valutatilbagekøb, vil de blive refinansieret ved langfristet låntagning.

Statens nye european medium term note (EMTN) program på 3 mia.USD, som bliver operationelt i januar 1994, giver dels mulighed for

at reducere omkostningerne ved dokumentation af ny låntagning, dels mulighed for at opnå attraktive lånebetingelser. Ved udstedelser, hvor man ellers ville have benyttet sædvanlig dokumentation på euromarkedet, kan man i fremtiden benytte EMTN-dokumentation, som omkostningsmæssigt er billigere. EMTN-programmet giver desuden mulighed for i højere grad at matche udstederens specifikke lånebehov med investors specifikke krav til fx afkast og løbetid. Strukturerede udstedelser, hvor afkast- og løbetidsprofil afviger betydeligt fra markedskonforme instrumenter, er specielt de senere år blevet attraktive for både udstedere og investorer. Typisk vil udstederen via swaps afdække risikoen ved en struktureret udstedelse. Baseret på andre låntageres erfaringer forventes det, at staten i fremtiden vil kunne opnå særdeles attraktive lånebetingelser ved disse strukturerede udstedelser.

Appendiks

Beskrivelse af statens ESP-lån (lån nr. 576)

På de internationale kapitalmarkeder introduceres jævnligt nye typer af obligationer. Disse er typisk et resultat af forventninger hos investorer til fx rente- eller valutakursudviklingen.

Det er muligt for investorerne at tage positioner i forhold til deres forventninger på mange forskellige måder og ved hjælp af mange forskellige instrumenter. Ofte er investorerne dog interesserede i at købe ét produkt, der alt i alt opfylder de samlede ønsker, fordi de ikke ønsker/har erfaring med at handle med forskellige finansielle produkter. Investorerne ønsker med andre ord en "pakkeløsning" og er derfor villige til at betale for det mindre besvær, der er med en sådan løsning.

De internationale investeringsbanker "skræddersyr" herefter obligationer, som vil give et stort afkast, hvis disse investorer forventninger går i opfyldelse.

I 1992/1993 herskede der en generel forventning om, at specielt de korte renter i Europa ville falde, og investeringsbankerne opfandt derfor obligationer, der gav stort afkast, når renten faldt.

Lånet, der er optaget den 6. oktober 1993 (lån nr. 576), er et eksempel på en sådan obligation. ESP-lånet har en kuponrente på 10 pct. i det første halve år, hvorefter der betales en kupon fastsat som en høj fast rente på 15,5 pct. minus ESP-Libor. Dette giver den specielle egenskab, at kuponrenten varierer omvendt med udviklingen i det korte renteniveau; stiger Libor, vil kuponbetalingen falde og vice versa. Det er sikret investor, at kuponbetalingen ikke kan falde under 0. Værdien af denne udstedte option er lille, og der ses bort fra dette element i den følgende analyse. Selv om lånet af staten er swappet til et simpelt lån i DEM med variabel rente (Libor minus 15 basispoint), er det ønskeligt at foretage en nøje analyse: På baggrund af priserne på elementerne kan man regne ud, om tilbuddet er godt nok eller bør kunne forbedres. Endvidere har dekomponeringen også værdi ved bedømmelse af den kreditrisiko, man løber i relation til swapmodparten. Hovedstolen er på 15 mia.ESP, men antages for illustrationens skyld at være på 100 ESP i den følgende analyse.

Lånet er en såkaldt reverse floating rate note - reverse FRN - (eller omvendt variabelt forrentet obligation, idet kuponen varierer omvendt med kuponen på en almindelig FRN). Lånestrukturen kan ved første øjekast se kompliceret ud. Den kan imidlertid dekomponeres i enkle byggesten, der har veldeterminerede markedspriser.

Hvis reverse-strukturen var i kraft fra begyndelsen, ville låntagers betalinger under lånet svare til, at der optages to fast forrentede lån, hvor provenuet på det ene placeres til variabel rente. En mere praktisk anvendelig løsning, hvor man bl.a. undgår problemer omkring balanceoppustning, er at anvende swapmarkedet. Et sådant lån kan altså dekomponeres i et fast forrentet lån plus en swap lydende på hovedstolen, hvor der betales fast ESP-rente og modtages ESP-Libor.

Reverse-strukturen starter først efter et halvt år. Derfor skal man ikke indgå en swap for hele låneperioden. Det der er behov for, er en forwardswap, som aftales på udstedelsestidspunktet og starter et halvt år efter betalingsdato og løber i 4 1/2 år.

Med rentesatser, der skønsmæssigt svarer til dem, der gjaldt på tidspunktet for det faktiske låns indgåelse, fås følgende:

Tabel 1
Låntager:

År	Dekomponering af betalinger			Faktisk reverse FRN (4)
	Fast lån (1)	Swap (2) ¹⁾	I alt (3)=(1)+(2)	
0	+100		+100	+100
1/2	-4,05		-4,05	-5
1	-4,05	1/2(+L-8,2)	1/2(+L-16,3)	1/2(+L-15,5)
5	-100 -4,05	1/2(+L-8,2)	1/2(+L-16,3)-100	1/2(+L-15,5)-100

Note: Fortegn: - = betale
+ = modtage

L står for Libor.

¹⁾ På en renteswap er der ikke udveksling af hovedstole.

Det ses, at de konstruerede betalinger under (3) ikke helt svarer til betalingerne under en reverse FRN (4), idet den første betaling i år = 1/2 er for lille, mens omvendt resten er for store. Ved at tilbagediskontere forskellene til starttidspunktet kan man imidlertid se, om (3) eller (4) er mest fordelagtig.

I det faktiske lån er indbygget en mulighed for én af de arrangerende banker, Morgan Stanley, til at tilbagesælge obligationerne til staten i portioner på 1 mia.ESP én gang årligt. I dette tilfælde vil swappen også blive ophævet, således at nettoresultatet vil blive, at staten har haft et kortere variabelt forrentet lån end de oprindelige 5 år. Udover at løbetiden er ukendt, kan der være en risiko for, at staten i tilfælde af tilbagesalg må refinansiere sig til et dårligere niveau i forhold til Libor. Som compensation for denne risiko får staten på tidspunktet for tilbagesalget en engangsbetaling, således at den effektive låneomkostning i tilfælde af tilbagesalg efter et år kan opgøres til 67 basispoint under Libor på et 1-årigt lån, i tilfælde af indfrielse efter 2 år Libor minus 34 basispoint, efter 3 år Libor minus 26 basispoint og efter 4 år Libor minus 18 basispoint.

Kapitel 3.

Samstyring af valutareserven og den udenlandske statsgæld

3.1. Rammer for samstyringen

Siden 18. februar 1992 er valutareserven og den udenlandske statsgæld styret under ét. Som det fremgår af kapitel 2, optages udenlandske statslån for at sikre, at valutareserven har en passende størrelse. Desuden overføres Nationalbankens overskud til staten. Det er derfor hensigtsmæssigt at betragte reserveerne og gældssiden samlet, idet der herved ses direkte på statens samlede valutakurseksponering.

Principielt er det alle Nationalbankens og statens valutamellemværender, der burde indgå i den samlede styring af valutakursrisikoen. Indtil videre er det dog kun den del af reserven, der er placeret på markeds-mæssige vilkår samt eventuel interventionsgæld, der indgår i nettostyringen. Af valutareserven bortses fra IMF-reservestillingen, SDR-beholdningen, beholdningen af officielle XEU og guldbeholdningen. Den del af reserven, der ikke indgår i den fælles styring, udgør ca. 12 mia.kr. Ud over valutareserven indgår Nationalbankens beholdning af statens obligationer udstedt i fremmed valuta samt Nationalbankens valutaforpligtelser og valutafordringer bl.a. i en finansieringsordning med Skibskreditfonden. På gældssiden indgår statslån i valuta, aktiver i form af genudlån af udlandslån til statsgaranterede enheder og opkøbte statsobligationer i fremmed valuta for statens regning. Eftersom den udenlandske statsgæld er større end valutareserven, er det en nettogæld, der forvaltes, jf. tabel 3.1.1.

Nettogældens valutariske sammensætning styres ud fra en "neutralfordeling". Denne fordeling fastsættes efter drøftelse mellem Finansministeriet, Økonomiministeriet og Nationalbanken. Valutasammensætningen i neutralfordelingen fastsættes ud fra de forventede omkostninger ved at låne i de enkelte valutaer, valutakursrisikoen og samvariationen mellem valutaerne, jf. kapitel 7. I tabel 3.1.2. er vist de neutralfordelinger, der har været gældende siden 1992.

Tabel 3.1.1.

Udenlandsk statsgæld, Nationalbankens valutaaktiver og nettogælden under fælles valutastyring primo og ultimo 1993. Mia.kr.

	Primo	Ultimo
Udenlandsk statsgæld ¹⁾	109	171
Nationalbankens valutaaktiver	40	70
Nettogæld	69	101

¹⁾ Inkl. indenlandske XEU-lån. Genudlånte valutalån er fradraget.

Tabel 3.1.2.

Neutralfordelinger af nettogælden. Pct.

	USD	JPY	GBP	CHF	EMS ¹⁾	I alt
18.feb.- 14.sep.1992	6	2	-9	36	65	100
15.sep.- 8.okt.1992	-2	0	-2	35	69	100
9.okt.- 31.dec.1992	-2	0	0	34	68	100
1.jan.- 14.jun.1993	-5	0	4	30	71	100
15.jun.- 31.dec.1993	-8	0	3	20	85	100
1.jan.1994-	-10	7	-3	14	92	100

Note: Negative tal angiver placering/nettoaktiv.

¹⁾ Ved EMS forstås her DEM, FRF, NLG, BEF og XEU.

Som det fremgår af tabellen, er gældsandelen i CHF reduceret betydeligt gennem 1993. Dette skyldes, at CHF vurderes at være blevet mindre fordelagtig end tidligere som lånevaluta, idet renten er faldet mindre i Schweiz end i landene inden for EMS. Hertil kommer, at samvariationen mellem CHF og EMS-valutaerne er steget, hvilket mindsker fordelene ved at inddrage CHF i porteføljen, jf. kapitel 7. Nettoaktiverne i USD er øget, ligesom gældsandelen i GBP er mindsket, således at der er nettoplaceringer i disse valutaer. Dette skyldes især, at renten for disse valutaer er faldet mindre end for de øvrige, samt at den relative risiko er blevet mindre, jf. kapitel 7. Endvidere taler flere faktorer fortsat for en styrket USD. Til gengæld er låneandelen i EMS-valutaerne forøget. Ved indgangen til 1994 er låneandelen i JPY forøget. Renten er den laveste blandt de betragtede valutaer, og efter den betydelige appreciering af

JPY indtil august 1993 synes der ikke længere udsigt til stigning over for DEM.

Nationalbanken administrerer nettogælden ud fra den fastlagte neutralfordeling. I den daglige styring kan Nationalbanken normalt afvige med op til 5 procentpoint fra den neutrale nettogældsandel i hver valutablok. Disse afvigelser fastsættes ud fra udsigterne for valutamarkederne. Desuden er det ikke altid hensigtsmæssigt straks at foretage en tilpasning som følge af effekten af større betalinger.

I forbindelse med meget store betalinger eller intervention på valutamarkedet kan der afviges med op til 10 procentpoint.

Ved udnyttelse af EMS-kreditter til intervention til støtte for kronen suspenderes styringen efter neutralfordelingen. EMS-kreditter benævnes i XEU. Som følge heraf øges gældsandelen i XEU, mens gældsandelen mindskes i de andre valutaer. Dette har især betydning for CHF og DEM, hvor nettogælden er forholdsvis stor. En tilpasning til de neutrale gældsandele vil derfor ofte kræve betydelige omlægninger. Mens valutauroen står på, vil omlægninger kunne bidrage til at forøge uroen på valutamarkedet. Desuden vil det normalt være muligt at købe valuta tilbage efter en kortere periode. Det er ikke hensigtsmæssigt at tilpasse mod neutralfordelingen, hvis det forventes, at denne tilpasning efterfølgende skal reverseres, efterhånden som valutaen kommer tilbage. Så længe det forventes, at valutaen kommer tilbage, vil tilpasningen mod neutralfordelingen finde sted, efterhånden som nettogælden atter nedbringes ved valutaopkøbene. Eftersom Nationalbanken har måttet intervenere til støtte for kronen ved flere lejligheder i 1993, har neutralfordelingen været suspenderet i en væsentlig del af året.

3.2. Omkostningsudviklingen i 1993

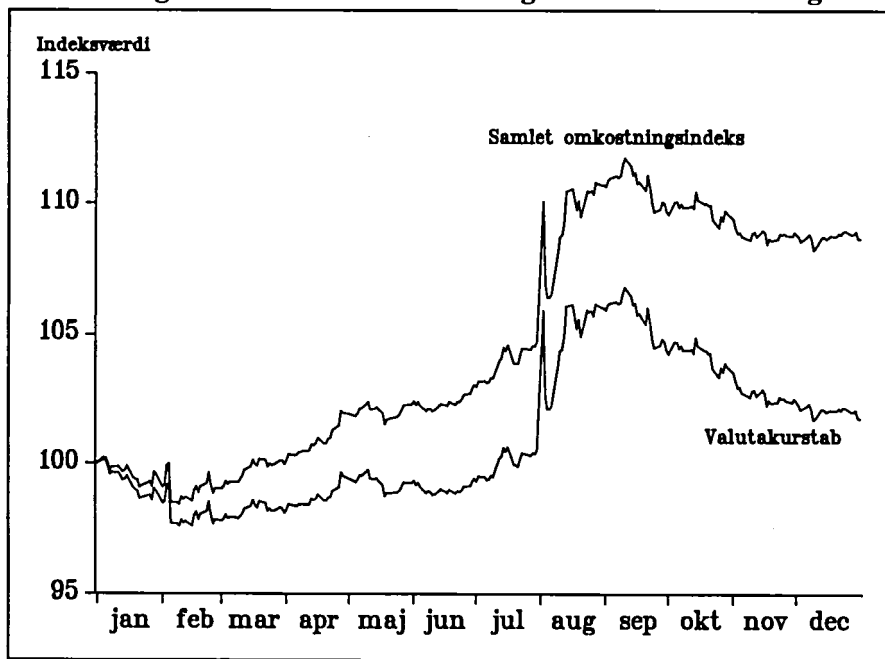
For at kunne vurdere de omkostninger, der er forbundet med dels neutralfordelingen, dels den faktiske fordeling beregnes et omkostningsindeks.

For hver valuta beregnes omkostningsudviklingen på daglig basis ud fra den korte rente (3 mdr. eurorenten) og valutakursudviklingen over for danske kroner. Den samlede omkostningsudvikling findes ved at vægte omkostningsudviklingen for hver valuta med valutaens andel af nettogælden. Omkostningsindekset beregnes ved at gange den daglige omkostningsudvikling med indeksværdien dagen før. Valutakursgevinster giver et nedadgående bidrag til omkostningsindekset.

Omkostningsudviklingen for den faktiske valutafordeling kan opdeles i omkostningsudviklingen for neutralfordelingen og omkostninger ved afvigelser fra neutralfordelingen.

Figur 3.2.1.

Omkostningsindeks for neutralfordelingen 1993. Jan. 1993 lig 100.



Omkostningsudviklingen for neutralfordelingen, målt ved det nævnte indeks, fremgår af figur 3.2.1., hvor omkostningerne er opdelt i et rente- og et valutakursbidrag. Kronens generelle bevægelser har givet de største udsving i indekset. Gennem januar 1993 var der gevinst på neutralfordelingen, hvilket dels skyldes svækkelse af CHF, dels kronens styrkelse over for DEM. Kronens styrkede position inden for EMS-båndet efter februar-uroen gav gevinst, mens der efterfølgende blev tabt på CHF. Indtil slutningen af juli var rentekomponenten den væsentligste for omkostningsudviklingen. Kronens svækkelse i august betød herefter et væsentligt valutakurstab, hvilket næsten opvejedes ved den efterfølgende styrkelse af kronen gennem resten af året. For 1993 som helhed blev de samlede omkostninger for neutralfordelingen 8,6 pct., hvoraf 6,9 pct. var rente og 1,7 pct. valutakurstab. Af de 1,7 pct. i valutakurstab udgjorde kronens svækkelse over for DEM knap 1 pct. Det resterende valutakurstab skyldes især styrkelsen af CHF siden midten af april og desuden styrkelsen af GBP. Der er derimod vundet på USD, idet nettopositionen i USD har været positiv, og USD er steget over året.

Neutralfordelingen blev, jf. tabel 3.1.2., ændret den 15. juni til en mindre gældsandel i CHF, større placering i USD og højere gældsandel i EMS-valutaer. Eftersom CHF siden er steget over for EMS-valutaerne, og også USD er steget, har dette skift givet en gevinst på ca. 0,5 pct. i forhold til at holde neutralfordelingen uændret.

Gevinster eller tab for den faktiske fordeling i forhold til neutralfordelingen opgøres ved resultatmåling (performancemåling). Performance måles som forskellen i omkostningsindekset for den faktiske og den neutrale fordeling. Man kan sige, at ved performancemåling opgøres Nationalbankens valutariske forvaltning af nettogælden i forhold til de udstukne rammer. Nationalbanken måler performance på daglig basis.

Eftersom styringen efter neutralfordelingen har været suspenderet i en væsentlig del af året, giver det dog ikke særlig mening at måle performance i denne periode. I perioder med interventionsgæld har gældsandelen - som tidligere nævnt - især DEM og CHF været mindre end svarende til neutralfordelingen, mens den har været højere i XEU, hvorved valutakursudsving for disse valutaer slår ud på performance. Da kronebevægelsen har været nogenlunde parallel over for disse valutaer, har den samlede effekt på performance dog været begrænset. Siden midten af september har performanceudsvingene været yderst beskedne med lidt gevinst på JPY og CHF, men tab på GBP og USD. For året som helhed er de samlede omkostninger for den faktiske fordeling på 8,8 pct., hvor valutakurstabet er på 1,6 pct. og renteomkostningen på 7,2 pct., mod omkostninger for neutralfordelingen på 8,6 pct.

3.3. Den udenlandske statsgælds struktur

Valutasammensætningen

Den samordnede styring af statens udlandsgæld og valutareserven betyder, at valutasammensætningen af gælden ikke kan ses uafhængigt af placeringen af valutareserven. Beslutninger om valutasammensætningen vedrører som nævnt primært nettofordelingen.

Valutareserverne skal placeres i fordringer, der handles på likvide markeder, således at de hurtigt kan realiseres. Herudover er valutareserven sammensat således, at der opnås stor fleksibilitet i tilfælde af intervention på valutamarkedet.

Valget af bruttopositioner på gældssiden er altovervejende underlagt samstyringen og sammensætningen af valutareserven, der fremgår af tabel 3.3.1. Der ønskes dog ikke en for høj andel af statsgælden i en enkelt valuta.

Tabel 3.3.1.

Faktisk valutafordeling for udenlandsk statsgæld, Nationalbankens valutaaktiver og nettogælden under fælles valutastyring ultimo 1993. Andel i pct.

	USD	JPY	GBP	CHF	XEU	DEM	Øvrig EMS	I alt
Valutareserve ¹⁾	86	4	18	3	4	-8	-6	100
Statsgæld ²⁾	29	3	8	12	10	28	10	100
Nettogæld	-10	3	2	19	14	52	20	100

¹⁾ Heri indgår ikke guld og SDR-tildeling, men ud over reserveerne Nationalbankens øvrige valutaforordringer.

²⁾ Heri indgår statens indenlandske XEU-lån, men ikke statens udenlandske lån i DKK. Statens genudlån i udenlandsk valuta og opkøbte statsobligationer i fremmed valuta er fratrukket.

I tabel 3.3.2. vises den aktuelle bruttosammensætning af statsgælden. Sammensætningen er præget af de store udstedelser af commercial papers (CP) til finansiering af interventionerne i 1993. Som følge af samstyningen skal udstedelse af CP'ere i USD normalt ikke give anledning til øget USD-nettogæld. Derfor er udstedelserne valutamæssigt blevet neutraliseret ved, at Nationalbanken har købt USD på termin mod andre valutaer. En sådan oppustning af bruttoeksponeringen i USD vil normalt være af relativt kort varighed, idet CP-programmerne (ud over et "normalniveau") kun udnyttes til midlertidig finansiering.

Da trækket på CP'erne siden august delvist er blevet erstattet af låntagning i europæiske valutaer, er omfanget af de udestående terminsforretninger også nedbragt betydeligt.

Selv om der ses bort fra CP-programmerne, er en relativt høj andel af statsgælden i USD. Dette skyldes bl.a., at ældre swaps på gældssiden fra USD til andre valutaer er løbet ud. En forøgelse af gælden i de europæiske valutaer og reduktion af gælden i USD kan opnås ved indgåelse af swapforretninger.

Tabel 3.3.2.**Valutafordeling af udenlandsk statsgæld 1993. Mia.kr.¹⁾**

	Gæld ultimo 1992 ²⁾	Netto- låntag- ning 1993 ³⁾	Sekundære valutaswaps		Valuta- kurs- regu- lering	Gæld ultimo 1993 ⁴⁾
			Fra	Til		
USD . . .	37,8	20,7	-9,0		1,4	50,9
DEM . .	23,8	14,6		8,1	0,7	47,2
XEU . .	14,9	-5,5			-0,1	9,4
CHF . . .	14,0	5,4		0,9	0,6	20,9
FRF . . .	5,0	9,3			0,1	14,4
JPY . . .	3,2	1,7			0,7	5,6
NLG . .	2,1	-0,3			0,0	1,8
BEF . . .	1,9	-1,5			-0,0	0,3
GBP . . .	1,3	13,5			-0,4	14,4
DKK . .	0,1	-0,0			0,0	0,1
Andet . .	0,5	-0,1			0,0	0,5
I alt . . .	104,6	57,8	-9,0	9,0	3,2	165,6

¹⁾ Inkl. låntagning på commercial papers.²⁾ Kurser pr. 31. december 1992.³⁾ Nominel værdi, afregningskurser.⁴⁾ Kurser pr. 31. december 1993.

Renterisikoen

Der er endnu ikke iværksat en samstyning af statens udlandsgæld og valutareserven på rentesiden. Derfor må styringen af renterisikoen på gældssiden betragtes isoleret.

I lyset af udsigterne til fortsat stort overskud på betalingsbalancens løbende poster vil statens udlandsgæld i de kommende år sandsynligvis kunne reduceres noget. Dette forhold tages der til dels hensyn til ved ny låntagning. Selv om låntagning langs hele rentekurven principielt tages op til vurdering, og der i den faktiske låntagning tilstræbes det mest omkostningseffektive alternativ, søges det alt andet lige at undgå for lange løbetider.

Bruttogælden kan opsplittes mellem variabelt forrentet og fast forrentet gæld. I de tilfælde, hvor et lån er struktureret, dvs. indeholder specielle optioner eller forrentnings- og/eller afdragsprincipper, er risikoen blevet afdækket via en swap, således at slutproduktet er enten et

variabelt eller et fast forrentet lån. Visse lån har optioner tilknyttet, som giver staten ret til at førtidsindfri lånet til en given kurs. Enkelte lån giver investorerne en tilsvarende ret - dog typisk med en så lav aftalekurs, at optionen har en meget lav værdi.

I tabel 3.3.3. vises den udenlandske statsgælds varighed ultimo 1993. Varigheden er steget fra 1,6 år ultimo 1992 til 2,0 år ultimo 1993.

Varigheden i USD er fortsat lav, bl.a. som følge af et stort udestående af CP'ere. Da CP-udstedelsen i løbet af en periode skal nedbringes kraftigt, enten ved anvendelse af valuta, som Nationalbanken kan købe i markedet eller ved at de erstattes af anden låntagning, er det i mellemtiden hensigtsmæssigt med en lav varighed.

Da de lange renter i Europa er faldet gennem året og har nået et særdeles lavt niveau, er varigheden i 1993 gradvist blevet forøget for gælden i europæiske valutaer. Låntagningen i DEM er eksempelvis fortrinsvis sket til fast rente, hvilket har trukket varigheden i vejret.

Tabel 3.3.3.

Den udenlandske statsgælds varighed ultimo 1993¹⁾

	Samlet andel af gælden	I alt varia- belt forrentet	Fast forrentet gælds varighed	Samlet gælds varighed
	----- Pct. -----	-----	----- År -----	
USD	29	26	3,1	0,6
DEM . . .	28	7	3,4	2,6
CHF	12	2	3,3	2,7
XEU . . .	10	5	3,1	1,8
FRF	8	3	5,3	3,7
GBP	8	3	4,3	2,9
JPY	3	1	2,2	1,8
NLG . . .	1	0	2,7	2,7
Andet . . .	1	0	-	-
I alt	100	47	3,5	2,0

¹⁾ Se note 2 til tabel 3.3.1.

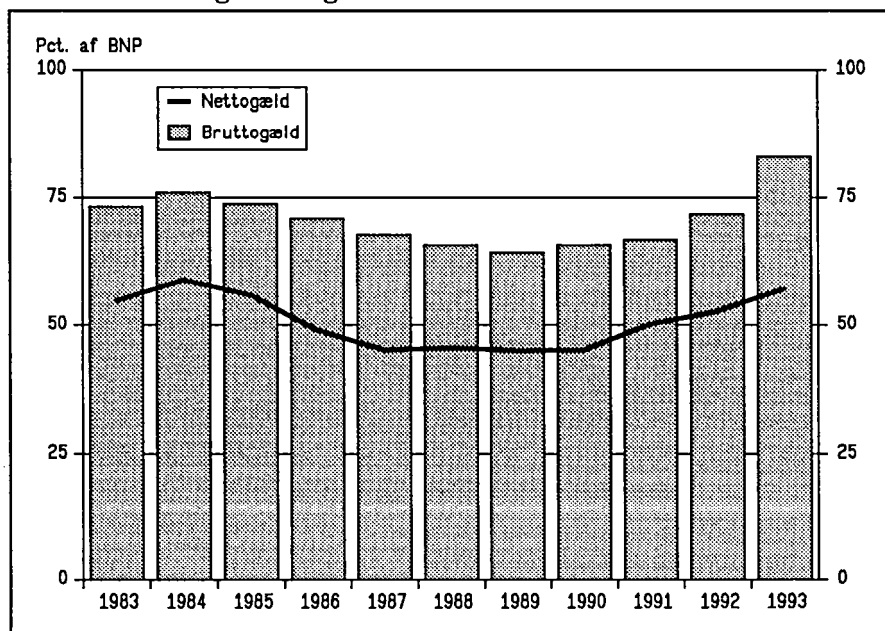
Kapitel 4.

Statens gæld

4.1. Statsgælden

Statens nettogæld udgjorde ultimo 1993 500 mia.kr. Sammenlignet med 1992 svarer dette til en stigning på 47 mia.kr. Nettolåntagningen til kursværdi udgjorde 45 mia.kr., emissionskurstab og kursreguleringer 9 mia.kr., mens formuen i Den Sociale Pensionsfond voksede med 6 mia.kr. I denne opgørelse af statsgælden er anvendt den samme opgørelsesmetode, som anvendes af Finansministeriet. Statens indestående i Nationalbanken og Den Sociale Pensionsfonds nominelle formue er således fratrullet i opgørelsen af nettogælden.

Figur 4.1.1.
Statens netto- og bruttogæld ultimo året



I figur 4.1.1. er vist udviklingen i statens gæld i procent af bruttonationalproduktet (BNP). Nettogælden har i det seneste 10-år svinget om-

kring 50 pct. af BNP, dog med en stigende tendens i de seneste år. Bruttogælden, der omfatter den inden- og udenlandske obligationsgæld, har i størstedelen af den betragtede periode ligget ca. 20 procentpoint over nettogælden, men i løbet af 1993 er forskellen øget til godt 25 procentpoint. Stigningen skyldes den store låntagning i udlandet, som kun slår ud i opgørelsen af bruttogælden, fordi provenuet af denne låntagning indsættes på statens konto i Nationalbanken, jf. tabel 4.1.1.

Tabel 4.1.1.
Bevægelser i statsgælden. Mia.kr.

	1990	1991	1992	1993	1994
<i>Nettolåntagning¹⁾</i>					
Indenlandsk nettolåntagning . . .	22,8	49,8	39,1	46,6	54,8
Udenlandsk nettolåntagning	5,1	-27,2	11,0	56,6	-2,0
Træk på Nationalbanken	-10,0	33,6	-19,3	-58,3	2,1
Statslig nettolåntagning	17,9	56,2	30,8	44,8	54,9
<i>Kurstab mv.</i>					
Indenlandske emissionskurstab .	6,6	6,0	10,5	4,1	2,5
Udenlandske emissionskurstab . .	1,2	0,2	0,3	1,2	0,9
Valutakursregulering	-3,2	0,3	0,5	3,2	0,0
Kursregulering i alt	4,6	6,5	11,3	8,5	3,4
<i>Nominel statsgæld²⁾</i>					
Indenlandsk gæld	406,5	462,4	511,5	562,2	619,5
Udenlandsk gæld	119,1	92,3	104,6	165,6	164,5
Nettogæld til Nationalbanken . .	-45,2	-11,6	-30,9	-89,6	-87,5
I alt	480,4	543,1	585,2	638,2	696,5
Den Sociale Pensionsfond	118,4	125,7	132,2	138,4	144,8
Statsgæld inkl. DSP	361,9	417,4	453,0	499,8	551,7

Note: Til og med 1992 er statsregnskabstal, 1993 er skøn, og 1994 er finansloven for 1994.

¹⁾ Kursværdi.

²⁾ Ultimo.

4.2. Renteudgifter af statsgælden

Statens renteudgifter omfatter renter af inden- og udenlandsk statsgæld samt fordelte emissionskursstabsgevinster. Der er i tabel 4.2.1. endvidere suppleret med nettorenteindtægter fra statens konto i Nationalbanken og Den Sociale Pensionsfonds indtægter fra renter og kursgevinster. Herved fås en opgørelse af de regnskabsmæssige nettorenteudgifter af statsgælden, der svarer til opgørelsen af statsgælden i tabel 4.1.1. I opgørelsen for Den Sociale Pensionsfond indgår både renteindtægter og realiserede kursgevinster. Hovedparten af disse renteindtægter og indfrielse anvendes til køb af værdipapirer. Det forventes, at Den Sociale Pensionsfond i 1994 får store realiserede kursgevinster på grund af konverteringsbølgen.

Tabel 4.2.1.
Renteudgifter af statsgælden. Mia.kr.

	1990	1991	1992	1993	1994
<i>Indenlandsk gæld:</i>					
Renter	39,2	39,3	37,2	43,8	44,9
Fordelte emissionskursstab	5,8	7,9	8,6	10,2	7,3
<i>Udenlandsk gæld:</i>					
Renter	7,9	8,3	6,9	6,6	9,8
Fordelte emissionskursstab	0,4	0,5	0,5	1,4	0,8
Statens løbende konto i					
Danmarks Nationalbank	-2,5	-1,1	-0,6	-4,1	-2,5
Den Sociale Pensionsfond	-13,0	-13,5	-14,3	-14,3	-19,2
I alt	37,8	41,4	38,3	43,5	41,1

Note: Til og med 1992 er statsregnskabstal, 1993 er skøn, og 1994 er finansloven for 1994.

Fordelte emissionskursstab er en regnskabsmæssig udgiftsføring af emissionskursstab. Emissionskursstab opstår, når der udstedes lån til kurser, der afviger fra pari. Emissionskursstab udgiftsføres i henhold til afdragsprofilen. For et stående lån udgiftsføres emissionskursstabene således, når lånet tilbagebetales. For skatkammerbeviser, der er nul kupon-papirer,

sker hele forrentningen i form af emissionskurstab. I tilfælde af emissionskursgevinster sker bogføring efter samme metode.

Nettorenteudgifterne af statsgælden har vist relativt store udsving i de senere år på trods af en jævnt stigende statsgæld. En del af forklaringen er den anvendte bogføringspraksis for renteudgifter af gælden.

De renteudgifter af statsgælden, der opgøres i statsregnskabet, er baseret på de betalte beløb uden periodisering. Periodisering af renteudgifterne ville betyde væsentlige ændringer i forhold til de på statsregnskabet bogførte beløb. Dette er særlig markant for vedhængende renter. Hvis staten således udsteder et indenlandsk lån på et tidspunkt, hvor der er mere end 30 dage til næste termin, modtager staten rente fra køberen svarende til den andel af et år, der er gået siden sidste termin. Er der mindre end 30 dage til næste termin, betaler staten rente til køber for det antal dage, der er til terminen, til gengæld betales ingen rente ved denne termin. Afregningsmetoden er kutyme på det danske obligationsmarked. For et lån med termin den 1. maj, der udstedes den 1. december, bogføres der en renteindtægt på 7/12 af rentekuponen i det år, nyudstedelsen sker. Såfremt der skete periodisering, ville der blive bogført en renteudgift på 1/12 af rentekuponen. Ses der på renteudgifterne over hele lånets løbetid, bogføres der naturligvis renteudgifter af samme størrelse, uanset hvilken bogføringsmetode der anvendes.

I tabel 4.2.2. er der foretaget en periodisering af renter og emissionskurstab for den indenlandske statsgæld for 1992 og 1993. For emissionskurstabene sker der allerede i dag en periodisering, idet de fordeles i henhold til det enkelte låns afdragsprofil. For serielån betyder dette, at emissionskurstab fordeles med lige store beløb for hvert afdragstidspunkt, og for stående lån og skatkammerbeviser, at emissionskurstab udgiftsføres ved lånets indfrielse. I tabel 4.2.2. er der foretaget en alternativ fordeling af emissionskurstabene. På samme måde som renteudgifterne er emissionskurstabene fordelt lineært i henhold til udestående i de enkelte lån i løbet af året. Alternativt kunne der være anvendt en fordeling i henhold til matematisk kursopskrivning, dette ville dog kun give anledning til mindre forskydninger.

Ved sammenligning af tabel 4.2.1. og 4.2.2. fremgår det, at en periodisering af renteudgifterne ville medføre en udjævning af renteudgifterne på den indenlandske gæld mellem 1992 og 1993. For 1992 er der en markant forskel på de to opgørelser af renteudgifterne. Hovedårsagen til denne difference var udstedelsen i 8 pct. stående lån 2003 med termin i maj og salget af statsgældsbeviser i efteråret 1992. Udstedelse af 19 mia.kr. i statsgældsbeviser med termin i februar betød nettorenteindtægter i 1992. Når renterne periodiseres, fås i stedet nettorenteudgifter på beviserne. Den anden markante afvigelse i tabellen er for emissions-

kurstabene i 1992 og 1993. Afvigelsen i 1992 skyldes periodisering af emissionskurstab på skatkammerbeviser. Det gennemsnitlige udestående i skatkammerbeviser var i 1992 væsentligt højere end i 1991. I en sådan vækstfase vil en periodisering af emissionskurstabene medføre, at disse overstiger de bogførte emissionskurstab. Desuden var renteniveauet især i slutningen af 1992 højt. Hovedårsagen til afvigelsen i 1993 er de fordelte emissionskurstab på 10 pct. stående lån 1993. Lånet blev for en stor dels vedkommende udstedt i begyndelsen af 1980'erne, hvor udstedelseskurserne var lave. På statsregnskabet udgiftsførtes emissionskurstab i 1993 på 2,3 mia.kr. for dette lån. Med den anvendte periodiseringsmetode er beløbet, der skal udgiftsføres i 1993, i stedet 0,1 mia.kr.

Tabel 4.2.2.

Periodiserede renteudgifter på den indenlandske statsgæld. 1992 og 1993. Mia.kr.

	1992	1993
<i>Renter:</i>		
Fordelt ifølge statsregnskab	37,2	43,8
Periodiserede	40,7	42,8
Difference	-3,5	1,0
<i>Emissionskurstab:</i>		
Fordelt ifølge statsregnskab	8,6	10,2
Periodiserede	10,0	8,6
Difference	-1,4	1,6
Samlet forskel	-4,8	2,6

Ovenstående eksempler indgår i overvejelser om anvendelse af en anden periodiseringsmetode for fordelingen af statens renteudgifter på årene. I eksemplet fås således en udvikling i renteudgifterne, der måske bedre afspejler omkostningerne ved den indenlandske gæld.

4.3. Opgørelse af den offentlige sektors gæld

Med overgangen til Den Økonomiske og Monetære Unions 2. fase den 1. januar 1994 indførtes nogle retningslinjer for medlemslandenes fi-

nanspolitik. Medlemslandene skal således tilstræbe at undgå uforholdsmæssigt store underskud på de offentlige budgetter. Samtidig er der fastlagt en procedure med henblik på at fastslå, om der foreligger uforholdsmæssigt store budgetunderskud. Bruttogæld og budgetunderskud for den samlede offentlige sektor, begge målt i procent af BNP, bruges som indikatorer i vurderingen af, om retningslinjerne overholdes. Tærskelværdien for offentlige budgetunderskud er 3 pct. af BNP og for den offentlige gæld 60 pct. af BNP. Hvis det efter en nærmere undersøgelse vurderes, at underskuddet er uforholdsmæssigt stort, kan Rådet rette en henstilling til medlemslandet om at rette op på situationen. Hvis henstillingen ikke følges, kan den offentliggøres.

Den offentlige gæld i ØMU-sammenhæng indeholder en række udvidelser og justeringer i forhold til den ovenfor viste opgørelse af statsgælden. For det første skal også lokale myndigheders gæld medtages. For det andet er der tale om et bruttogældsbegreb. Der skal dog ske en konsolidering af den offentlige sektors fordringer på sig selv. Hertil kommer, at offentlig gæld, der er knyttet til kommercielle transaktioner, som hovedregel skal holdes uden for gældsopgørelsen.

Siden færdiggørelsen af traktaten har der fundet et arbejde sted, der har haft til formål at præcisere den på dette område kortfattede traktattekst. Præciseringen er sket i form af en forordning, som er ledsaget af en række erklæringer. Hovedformålet med arbejdet har været at muliggøre en meningsfuld sammenligning landene imellem. En sådan sammenligning vil dog altid vanskeliggøres af det faktum, at de enkelte lande har valgt at opbygge deres offentlige sektor på forskellig vis. I erklæringerne er det bl.a. anført, at den del af den offentlige gæld, der udgøres af finansiering af offentlige virksomheder, skal anføres særskilt. Formålet er at fremhæve særlige institutionelle forhold. Fra dansk side har der desuden været lagt vægt på, at det skulle være muligt at fratrække visse let omsættelige finansielle aktiver i gældsopgørelsen. Konkret drejer det sig om statens indestående i Nationalbanken og Den Sociale Pensionsfonds beholdning af realkreditobligationer mv. Af erklæringerne fremgår, at de ovennævnte punkter specificeres for Danmark ved præsentationen af den offentlige gæld.

I tabel 4.3.1. er vist en foreløbig opgørelse af den offentlige sektors gæld ultimo 1992. Det fremgår, at Danmark - når der tages hensyn til statens indestående i Nationalbanken, Den Sociale Pensionsfonds samlede formue og andelen af gælden, der vedrører offentlige virksomheder - overholder kravet om en offentlig gæld, der ikke overstiger 60 pct. af BNP.

Tabel 4.3.1.
Den offentlige sektors gæld ultimo 1992

	Mia.kr.	Pct. af BNP
Statens bruttogæld ifølge statsregnskabet . .	647	75
Særlige fondes bruttogæld	11	1
I alt staten	659	77
Kommunerne	82	10
I alt bruttogæld	741	86
<i>Konsolidering:</i>		
DSP's beholdning af statspapirer	-44	-5
Anden konsolidering	-72	-8
Gæld i alt efter konsolidering	626	73
<i>Let realisable finansielle aktiver:</i>		
DSP's beholdning af andre obligationer . . .	-89	-10
Statens tilgodehavende i Nationalbanken ¹⁾ .	-31	-4
I alt	-120	-14
Andel af gæld i alt, der vedrører offentlige virksomheder ²⁾	-50	-6
Gæld i alt korigeret for let realisable finansielle aktiver og gæld vedr. virksomheder . .	456	53

¹⁾ Ifølge statsregnskabet.

²⁾ Skøn.

Kapitel 5.

Ny lånebemyndigelseslov og norm for statslig låntagning

5.1. Indledning

For at undersøge konsekvenserne for den statslige låntagning af Maastricht-traktatens artikel 104, der bl.a. forbyder monetær finansiering af den offentlige sektor, nedsattes i efteråret 1993 en arbejdsgruppe med deltagelse af Økonomiministeriet, Finansministeriet og Nationalbanken. Resultatet blev en ny aftale mellem regeringen og Nationalbanken om principperne for statens låntagning. Som beskrevet i afsnit 5.2. er der i betydelig grad tale om formalisering af hidtidig praksis.

I slutningen af 1993 blev der vedtaget en ny lov om bemyndigelse til optagelse af statslån. Den nye lov er beskrevet i afsnit 5.3.

5.2. Norm for statens låntagning

Staten optager lån med det formål at dække statens kasseunderskud, dvs. finansiere de løbende underskud på statsfinanserne og refinansiere afdrag på gælden. Hertil kommer, at der kan være behov for at optage lån til opretholdelse/forøgelse af Nationalbankens valutareserver. Principielt kan finansieringen af de statslige kasseunderskud ske ved optagelse af indenlandske eller udenlandske lån samt ved træk på statens konto i Nationalbanken.

Normen for den indenlandske låntagning har i en årrække været et vigtigt element i skillelinjen mellem finanspolitikken/statsgældspolitikken og pengepolitikken. Normen har været formuleret således, at salget af indenlandske statspapirer i kroner svarede til bruttokasseunderskuddet fratrullet afdrag på den udenlandske statsgæld, jf. kapitel 1. Dette svarer til en neutralisering af den likviditetseffekt, som de statslige kasseunderskud medfører. Hvis det af pengepolitiske hensyn var ønskeligt at afvige fra normen, har dette været muligt. I praksis har salget i de enkelte år ligget nær normen.

Der har tidligere ikke været nogen fast norm for låntagningen i udlandet. Den statslige låntagning i udlandet var begrundet i finansieringen af en del af underskuddene på betalingsbalancen og i hensynet til opretholdelsen af valutareserver af en passende størrelse.

Da formålene med indenlandsk og udenlandsk låntagning således har været helt forskellige, har det ikke været på tale at substituere mellem dem.

Maastricht-traktatens artikel 104 indeholder et forbud mod monetær finansiering af staten og den øvrige offentlige sektor. Bestemmelsen er gældende fra begyndelsen af unionens 2. fase, dvs. fra den 1. januar 1994. Forbuddet mod monetær finansiering indebærer, at Nationalbanken ikke må give staten eller andre offentlige myndigheder mulighed for at foretage overtræk eller yde dem andre former for kreditfaciliteter, og at Nationalbanken ikke må købe gældsinstrumenter direkte fra staten eller andre offentlige myndigheder.

Der var på denne baggrund behov for en udvidelse/præcisering af den eksisterende norm, således at denne som udgangspunkt dækker hele statens kasseunderskud. Der nedsattes derfor i efteråret en arbejdsgruppe med deltagelse af Økonomiministeriet, Finansministeriet og Nationalbanken, der skulle undersøge en ny udformning af normen for statens låntagning. Der var enighed om det hensigtsmæssige i at opdele normen i en kvote for indenlandsk låntagning i kroner og en kvote for udenlandsk låntagning. Med en fast kvote for den indenlandske låntagning kunne det sikres, at likviditetspolitiske foranstaltninger også fremover alene foretages ud fra pengepolitiske afvejsninger. Herudover er en fast kvote hensigtsmæssig i planlægningen af den indenlandske statsgældspolitik. Staten har her som udsteder en interesse i, at markedet i store træk kender udstedelsesrytmen. Ud fra disse hensyn var det naturligt, at kvoten for indenlandsk låntagning ikke burde være lavere end statens likviditetstilførsel.

Den udenlandske kvote skulle sikre, at statens betalinger under normale forhold ikke påvirker valutareserven. Afdragene på den udenlandske statsgæld skulle klart indgå i denne kvote. Hertil kunne evt. lægges betaling af renter på udenlandsk statsgæld og andre overførsler til udlandet. Arbejdet viste dog, at disse betalinger er både uregelmæssige fra år til år og for nogles vedkommende desuden vanskelige at skønne over på kort sigt.

På grundlag af arbejdsgruppens rapport har regeringen og Nationalbanken aftalt, at kvoten for indenlandske lån i kroner skal svare til den hidtidige norm, dvs. bruttokassesaldoen fratrasket afdrag på udenlandsk statsgæld, mens kvoten for den udenlandske låntagning skal svare til afdrag på den udenlandske statsgæld. Denne opdeling indebærer desuden, at den nødvendige valuta til de øvrige statslige nettobetalinger over for udlandet købes i valutamarkedet af Nationalbanken.

Der kan som hidtil inden for den årlige kvote tages likviditetspolitiske hensyn i det løbende salg af indenlandske statspapirer, ligesom der

i den udenlandske låntagning kan tages hensyn til styring af valutareserverne.

Såfremt der som følge af interventioner på valutamarkedet er behov for yderligere valutabeløb, eller der opstår en situation med større valutareserver end ønskeligt, tages behovet for udenlandsk låntagning op til drøftelse mellem regeringen og Nationalbanken.

Som konsekvens af Maastricht-traktatens artikel 104 må statens konto i Nationalbanken ikke overtrækkes. Forbuddet mod monetær finansiering betyder, at selv i en situation med meget rigelige valutareserver vil staten ikke kunne tilbagebetale udlandslånene alene ved træk på kontoen i Nationalbanken, såfremt dette kan resultere i overtræk. Det skal desuden sikres, at det ikke på grund af for lavt indestående bliver nødvendigt at sælge statspapirer på uhensigtsmæssige tidspunkter eller vilkår. Derfor vil statens låntagning fra den 1. januar 1994 skulle tilrettelægges på en sådan måde, at der altid er et passende stort indestående på statens konto i Nationalbanken, således at de til tider meget store sæsonmæssige udsving i statens betalinger kan opfanges. Statens indestående i Nationalbanken udgjorde ultimo 1993 89,6 mia.kr. ifølge Nationalbankens månedsbalance. En stødpude af denne størrelse er rigelig til at opfange udsvingene i de statslige betalinger, idet disse udsving normalt ikke overstiger 40-50 mia.kr. inden for et kvartal.

5.3. Lånebemyndigelseslov

Den 17. december 1993 vedtog Folketinget en ny lov om bemyndigelse til finansministeren til optagelse af statslån (lov nr. 1079 af 22. december 1993). I modsætning til tidligere er der tale om en fælles bemyndigelse for inden- og udenlandsk lånoptagelse. Loven og lovforslagets bemærkninger er optrykt som bilag til dette kapitel. Behovet for en ny bemyndigelse skyldtes, at de hidtidige adskilte bemyndigelser ikke var tilstrækkelige til at dække det forventede lånebehov i 1994. Loven fastsætter et samlet gældsmaksimum på 950 mia.kr., som således er overgrænsen for den samlede inden- og udenlandske statsgæld. I lovforslagets bemærkninger beskrives begrundelserne for det foreslåede gældsmaksimum, låntagningens hovedhensyn samt arbejdsdelingen mellem Finansministeriet og Nationalbanken på statsgældsområdet.

Bilag 5.1.

Lov om bemyndigelse til optagelse af statslån

Lov om bemyndigelse til optagelse af statslån

VI MARGRETHE DEN ANDEN, af Guds Nåde Danmarks Dronning, gør vitterligt:

Folketinget har vedtaget og Vi ved Vort samtykke stadfæstet følgende lov:

§ 1. Finansministeren kan optage lån inden for et samlet gældsmaksimum på 950 mia. kr.

Stk. 2. I gældsmaksimum efter stk. 1 indgår den til enhver tid værende restgæld efter statslån optaget i henhold til gældende love om bemyndigelse til optagelse af indenlandske statslån og statslån i udlandet.

Stk. 3. I forbindelse med låntagningen og den løbende gældsforvaltning kan finansministeren opkøbe egne værdipapirer og indgå aftaler om bytte af rente- eller valutabetalingsstrømme (swapaftaler) og andre finansielle transaktioner.

§ 2. Finansministeren kan i det omfang, det

anses for hensigtsmæssigt, yde lån til statsinstitutioner og statslige selskaber m.v., for hvis låntagning der i henhold til gældende lovgivning ydes statsgaranti.

Stk. 2. De i stk. 1 nævnte udlån må ikke ydes på bedre vilkår, end staten selv kan opnå som låntager.

§ 3. Finansministeren kan fastsætte regler om salg, indskrivning og indfrielse af statsobligationer samt om forlængelse af præmieobligationer.

§ 4. Loven træder i kraft dagen efter bekendtgørelsen i Lovtidende.

Givet på Christiansborg Slot, den 22. december 1993

Under Vor Kongelige Hånd og Segl

MARGRETHE R.

/ Mogens Lykketoft

Bemærkninger til lovforslaget

Almindelige bemærkninger

1. Formål

Lovforslaget har til formål at fastsætte en fælles, samlet bemyndigelse for optagelsen af inden- og udenlandske statslån med angivelse af de hovedhensyn, hvorunder låntagningen og gældsadministrationen skal finde sted.

Forslaget skal desuden ses på baggrund af, at de hidtidige bemyndigelser til optagelse af indenlandske og udenlandske statslån ikke er tilstrækkelige til at dække det forventede lånebehov i 1994.

2. Samlet lånebemyndigelse

Med lovforslaget samles bemyndigelsen til optagelse af statslån i én lov, hvor der tidligere var lånebemyndigelseslove for henholdsvis den indenlandske og udenlandske låneoptagelse. Baggrunden for de adskilte lånebemyndigelser har været låneforpligtelsernes forskellige karakter og lånenes forskellige formål.

Endvidere ændres bemyndigelsen til et samlet gældsmaksimum, hvor de tidligere bemyndigelser er givet til optagelse af yderligere beløb ud over de hidtidige bemyndigelser.

Den indenlandske lånebemyndigelse blev senest udvidet med 50 mia.kr. ved lov nr. 1026 af 19. december 1992 og den udenlandske med et beløb svarende til 50 mia.kr. ved lov nr. 199 af 20. april 1993.

I lovforslaget søges om en samlet låneramme på 950 mia.kr. I forhold til summen af de nuværende indenlandske og udenlandske lånebemyndigelsesrammer på tilsammen 839 mia.kr. er der tale om en rammeforøgelse på 111 mia.kr. I det følgende er der nærmere redegjort for behovet for denne opskrivning af lånerammen.

Som følge af det forventede underskud på statsfinanser i 1994 skønnes den indenlandske statsgæld

at stige fra 570 mia.kr. ultimo september 1993 til 623 mia.kr. ultimo 1994. Med den nuværende indenlandske lånebemyndigelsesramme på 609 mia.kr. indebærer det ventede underskud i 1994 et behov for en forøgelse af lånerammen med 14 mia.kr., jf. tabel 1.

Den nuværende udenlandske lånebemyndigelse dækker den udenlandske statsgæld. Herudover bør bemyndigelsen være så stor, at Nationalbanken kan udnytte trækningsmulighederne på statens kortfristede låneprogrammer (CP-programmerne) fuldt ud. Normalt udgør den uudnyttede trækningsfacilitet på CP-programmerne 70 mia.kr. Forskellen mellem den gældende udenlandske lånebemyndigelse på 230 mia.kr. og den udenlandske statsgæld på 177 mia.kr. (opgjort til valutakurser pr. 30. september 1993) er på 53 mia.kr. For at kunne rumme en fuld udnyttelse af CP-programmerne på 70 mia.kr. er der derfor behov for at øge lånerammen med 17 mia.kr.

Afdragsprofilen på den indenlandske statsgæld betyder, at der i november 1994 forfalder afdrag på 30 mia.kr. Kapitalmarkeds-mæssige forhold, herunder hensynet til kursdannelsen på statsoptioner, gør det hensigtsmæssigt, at dette afdrag kan forhåndsfinansieres. Forhåndsfinansiering indebærer alene en overgangsvis forøgelse af kroneobligationsgælden til gengæld for en overgangsvis stigning i statens indestående i Nationalbanken.

Endelig er det af forskellige årsager hensigtsmæssigt med en reserve i lånebemyndigelsen i forhold til det absolut krævede niveau. Reserven skal dække eventuel kursregulering af gæld i fremmed valuta, fordi valutagælden skal opgøres til aktuelle valutakurser. Endvidere skal rammen dække evt. større indenlandske emissionskurstab end forventet, sæsonmæssige svingninger og et evt. større statsunderskud. Reservebehovet er skønnet til 50 mia.kr.

Tabel 1. Årsager til forøgelse af lånebemyndigelse

	Mia. kr.
Gældende indenlandsk lånebemyndigelse	609
Gældende udenlandsk lånebemyndigelse	230
Finansieringsbehov for 1994, udover hidtidig bemyndigelse	14
Maksimal udnyttelse af CP-programmer	17
Forhåndsfinansiering af afdrag i nov. 1994	30
Reserve	50
Samlet ny låneramme	950

Rammen for lånebemyndigelsen vil ved udgangen af 1994 være 150 mia.kr. større end den forventede sum af den indenlandske og udenlandske statsgæld, idet denne ultimo 1994 ventes at være på 800 mia.kr. Merrammen skyldes behovet for forhåndsfinansiering, 30 mia.kr., mulighed for at udnytte CP-programmerne fuldt ud, 70 mia.kr. og endelig hensynet til en reserve på 50 mia.kr., jf. tabel 2.

Det kan endelig anføres, at statens indestående i Nationalbanken ultimo 1994 ventes at udgøre knap 90 mia.kr. Hertil kommer værdien af Den Sociale Pensionsfond, som ventes at udgøre 145 mia.kr. Den samlede statsgæld ved udgangen af 1994 skønnes således til ca. 565 mia.kr.

Tabel 2. Statsgæld ultimo 1994 og lånebemyndigelse

	Mia. kr.
Lånebemyndigelse	950
- CP-programmer	70
- Forhåndsfinansiering af afdrag i nov. 1994	30
- Reserve	50
= Indenlandsk gæld + udenlandsk gæld	800
- Indestående i Nationalbanken	90
- Den Sociale Pensionsfonds obligationsbeholdning	145
Samlet statsgæld	565

I den samlede ramme i § 1 indgår også lån optaget i henhold til tidligere bemyndigelser.

Finansudvalget orienteres løbende om den gennemførte låntagning. Låntagningen er desuden nærmere beskrevet i de årlige publikationer om »Statens låntagning og gæld«. Heri er der redegjort nærmere for de enkelte lånetransaktioner og baggrunden for den førte statsgældspolitik.

3. Låntagningens hovedhensyn

I Rigsrevisionens beretning nr. 20/89 om statens låntagning og gæld (1991), er det anført (s. 22), at det i de kommende år »vil blive nødvendigt at nyvurdere opfattelsen af formålene med statens låntagning og at se den indenlandske og den udenlandske låntagning som en mere samlet helhed. Systemet med to adskilte bemyndigelseslove vil antagelig miste sin berettigelse som overordnet styringsinstrument«.

Den begrebsmæssige forskel og mulighederne for at sondre mellem indenlandsk og udenlandsk låntagning er efter ophævelse af de sidste valutarestriktioner vigende. Der er nu fri adgang til portefølje-transaktioner over landegrænserne.

Kroneobligationer udstedt i Danmark sælges i meget betydeligt omfang til udlandet. Omvendt har staten enkelte gange i de senere år emitteret obligationslån i danske kroner i udlandet og har udstedt obligationer i udenlandsk valuta, noteret i København. Som eksempel på sidstnævnte henvises til statens ecu-emission på 1,3 mia. ecu i foråret 1992.

I beretning nr. 20/89 om statens låntagning og gæld (s. 17) har Rigsrevisionen givet udtryk for den opfattelse, at der er »behov for en stillingtagen til målsætningerne bag styringen af gælden, f.eks. ved en udbygning af den materielle lovgivning. Som følge af udviklingen på det finansielle område er der

bl.a. behov for at afklare, hvilke typer af engagementer statsgældsafdelingen i øvrigt bør tage ved forvaltningen af statens gældsforpligtelser.»

I finansministerens efterfølgende redegørelse af 23. august 1991 til statsrevisorerne for de foranstaltninger og overvejelser, som beretningen har givet anledning til, bemærkes det, at en udbygning af den materielle lovgivning vanskeligt kan undgå at indbygge en uønskelig stivhed i låntagning og gældsforvaltning.

På denne baggrund er det fundet tilstrækkeligt at fastlægge de nedenfor nævnte hovedhensyn for låntagning og gældsadministration og i generelle vendinger at henvise til de instrumenter, der kan tages i anvendelse i forbindelse med gældsadministrationen mv.

Det er naturligvis et overordnet mål for statsgældspolitikken at opnå så lave langsigtede låneomkostninger som muligt, når de anførte formål med låntagningen skal tilgodeses. Låntagningen har som hovedformål at dække statens kasseunderskud, dvs. at finansiere det løbende underskud på statsfinanserne og refinansiere afdrag på gælden. Hertil kommer, at der i perioder er optaget statslån i udlandet med henblik på forøgelse af Danmarks Nationalbanks valutareserve.

Selv om forskellene mellem de forskellige former for låntagning er mindre end tidligere, er der fortsat behov for at skelne mellem disse hovedformål.

I konsekvens af Maastricht-traktatens artikel 104 vil statens låntagning tilrettelægges på en sådan måde, at der i fremtiden altid er et passende stort indestående på statens konto i Nationalbanken, således at de til tider meget store sæsonmæssige udsving i statens betalinger kan opfanges uden at medføre pres på låntagningen.

Både de indenlandske og udenlandske lån vil fra 1. januar 1994 skulle bidrage til at sikre overholdelse af Maastricht-traktatens artikel 104.

Af hensyn til stabiliseringen af de danske pengeforhold har der gennem en årrække været fulgt en praksis, hvorefter der er solgt indenlandske statspapiere i danske kroner svarende til statens bruttokasseunderskud ekskl. udenlandske afdrag. Denne praksis vil blive fortsat i de kommende år.

Optagelsen af udlåns vil som udgangspunkt skulle dække afdrag på de eksisterende lån. Omfanget vil dog skulle afstemmes efter det eventuelle behov for at styrke valutareserven. Det har bl.a. i juli/august 1993 været nødvendigt med store interventionskøb af kroner på valutamarkedet, hvilket er finansieret med udenlandske statslån. Det er nødvendigt fortsat at bevare muligheden for om fornødent hurtigt at styrke valutareserven.

Låntagningen vil som hidtil blive tilrettelagt i samarbejde med Danmarks Nationalbank, således at den afpasses med den førte penge- og valutapolitik.

De to hovedformål kan i konkrete situationer suppleres af andre hensyn, såfremt dette ikke – på længere sigt – resulterer i øgede låneomkostninger. Der bør således, specielt i tilrettelæggelsen af den indenlandske låntagning, tages hensyn til den overordnede interesse i opbygningen af et velfungerende og effektivt kapitalmarked i Danmark. Det er endvidere vigtigt, at låntagningen tilrettelægges med det sigte at lette statens adgang til lånemarkederne på længere sigt.

Låntagningen kan tilrettelægges fleksibelt, således at der kan lånes på de tidspunkter, det skønnes hensigtsmæssigt, ligesom der kan ske forskydninger mellem finansår i forhold til de forventede eller konstaterede lånebehov.

4. Arbejdsdelingen mellem Finansministeriet og Nationalbanken

Pr. 1. juli 1991 gennemførtes en ændret arbejdsdeling mellem Finansministeriet og Nationalbanken på statsgældsområdet.

Ændringen havde bl.a. til formål at frigøre Finansministeriet for en række ikke-departmentale arbejdsopgaver (den løbende låntagning og administrationen af gældsporteføljen) og at opnå en forbedret gældsadministration via en koordinering af valutaaktier og -passiver, jf. nedenfor.

Finansministeriet har som hidtil ansvaret for statens gældsforvaltning og låntagning, herunder for relationerne til Folketinget. Den ændrede arbejdsdeling betød imidlertid, at de administrative opgaver vedrørende statsgælden – samt den overvejende del af personalet beskæftiget med denne administration – overgik 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. Nationalbanken udarbejder oplæg til disse møder og varetager den løbende låntagning og administration af gældsporteføljen i henhold til en af Finansministeriet godkendt 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, der især

benyttes i den finansielle sektor, er ligeledes overgået til Nationalbanken.

Overflytningen af opgaver vedrørende den udenlandske låntagning og gældspleje betyder, at fordelingen af Nationalbankens valutaaktiver (valutareserveren) direkte samordnes med gældsstyringen, således at der foretages en samordnet styring på basis af sammensætningen af nettogælden (statens valuta-gæld minus valutareserveren).

Desuden er arbejdet med Finansministeriets garantistillelse for visse statsgaranterede enheders (f.eks. Hypotekbankens samt Storebælts- og Øresundsforbindelses) låntagning, godkendelse af denne låntagning samt eventuelle statslige genudlån til disse enheder overgået til Nationalbanken. Disse opgaver udføres efter Finansministeriets nærmere bestemmelse.

Bemærkninger til lovforslagets enkelte bestemmelser

Til § 1

Med dette lovforslag ændres formen for bemyndigelse til et samlet gældsmaksimum, hvor der tidligere er givet bemyndigelse til at optage lån for et yderligere beløb ud over de hidtidige bemyndigelser.

Det foreslåede gældsmaksimum omfatter den til enhver tid værende retsgæld. Gæld i fremmed valuta opgøres til valutakurserne på det pågældende tidspunkt. Såfremt gælden på grund af udviklingen i valutakurserne på et tidspunkt skulle overstige det anførte gældsmaksimum, kan der ikke optages yderligere lån, men det forudsættes ikke, at der i den situation skal ske førtidsindfrielse. Hidtil er der i opgørelsen af den udenlandske restbemyndigelse anvendt valutakurser på henholdsvis låneoptagelsestidspunktet og tilbagebetalingstidspunktet, dvs. at valutakursreguleringer på den udestående gæld ikke har påvirket restbemyndigelsen. Ved overgangen til en fælles bemyndigelse er det foreslåede princip mere overskueligt.

Danmarks Nationalbank varetager på finansministerens vegne den løbende låntagning og gældsforvaltning efter finansministerens nærmere bestemmelse, jf. ovenfor under de almindelige bemærkninger.

Loven omfatter udstedelse af indenlandske obligationer, gældsbeviser, præmieobligationer og andre værdipapirer i kroner og fremmed valuta og optagelse af udenlandske lån i fremmed valuta og kroner. De i henhold til lov nr. 133 af 28. marts 1984 gældende særlige regler om præmieobligationer opretholdes. Det drejer sig om bestemmelser vedrørende mortifikation, bortkomne obligationer, salg mv. af ret til uforfaldne præmier samt beskatning.

Der er ikke med den samlede lånebemyndigelse tilsigtet ændringer i hverken de typer af papirer, der indgår i den indenlandske låntagning (f.eks. statsobligationer, statsgældsbeviser, skatkammerbeviser og præmieobligationer), eller den udenlandske låntagnings fordeling på låntyper (f.eks. obligationslån, herunder euroobligationer, banklån, private placeringer mv.).

Der kan som hidtil foretages opkøb i markedet af egne værdipapirer, når dette skønnes hensigtsmæssigt som led i gældsforvaltningen. Egne værdipapirer opkøbt med dette formål fragår i restgælden under den i stk. 1 nævnte låneramme. Eventuelle tilbagesalg på markedet af sådanne papirer medfører en opskrivning af restgælden.

De i stk. 3 nævnte »finansielle transaktioner« er de finansielle instrumenter på kapitalmarkedet, som på et givet tidspunkt kan anvendes til at reducere låneomkostningerne og til styring af rente- og valutakursrisici på gældsporteføljer. Når »swapaftaler« (dvs. bytte af rente- eller valutabetalingsstrømme) er særlig fremhævet, skyldes det hensynet til udenlandske långivere mv., idet en engelsk dom, afsagt af Overhuset i 1991, har rejst tvivl på det internationale kapitalmarked om offentlige myndigheders kompetence til at indgå swapaftaler.

De af loven omfattede swapaftaler vil som hidtil være både swaps, indgået i forbindelse med konkrete låneaftaler, og såkaldte »isolerede« swaps, indgået som led i styringen af den samlede portefølje eller en del heraf uafhængigt af konkrete låneaftaler.

Til § 2

De i stk. 1 nævnte udlån drejer sig bl.a. om långivning, der allerede er reguleret i gældende lovgivning (f.eks. anlægslovene vedrørende Storebælts- og Øresundsforbindelsen).

Indsættelsen af § 2 i lovforslaget skyldes ønsket om at fastsætte en generel bemyndigelse på området. Det bemærkes, at statsgaranti kun kan ydes efter enten særskilt lovgivning eller beslutning herom i Folketingets finansudvalg.

Der påtænkes ikke at ske nogen ændring af den hidtidige politik på dette område, men bemyndigelsen er nyttig i de forholdsvis sjældne situationer, hvor en långiver tilbyder væsentlig dårligere lånebetingelser til en statsinstitution eller et statsligt selskab mv. med statsgaranti end til staten selv eller hvor det anses for uhensigtsmæssigt, at vedkommende enhed på et bestemt tidspunkt går i markedet med et bestemt lån.

Hvad angår de i stk. 2 nævnte vilkår, skal de også

ses i sammenhæng med forbudet mod statsstøtte i EØF-traktatens artikel 92 ff.

Til § 3

Muligheden for gratis indskrivning af statsobliga-

tioner blev genindført pr. 1. november 1990 for privatpersoner. Der er fra juli 1991 givet mulighed for privatpersoner til at købe statsobligationer pr. postordre. Begge ordninger administreres af Hypotekbanken, jf. Finansudvalgets akt 9, 1990.

Kapitel 6.

Skatkammerbeviser

6.1. Indledning

I dette kapitel beskrives markedet for skatkammerbeviser. I "Statens låntagning og gæld 1990" findes en beskrivelse af introduktionsfasen og forløbet af de første 4 auktioner over skatkammerbeviser. Sigtet i dette kapitel er bredere, idet det er forsøgt generelt at karakterisere markedet for skatkammerbeviser fra introduktionen og frem til i dag. Der fokuseres på en beskrivelse af auktionerne.

Afsnit 6.2. gennemgår kort skatkammerbevisprogrammet. I afsnit 6.3. beskrives markedet for skatkammerbeviser og den udvikling, markedet har gennemgået siden introduktionen i marts 1990. I afsnit 6.4. og 6.5. følger selve beskrivelsen af auktionerne med specielt henblik på at identificere strukturelle træk. I afsnit 6.6. opsummeres og konkluderes.

6.2. Skatkammerbevisprogrammet

Skatkammerbeviser er de korteste indenlandske papirer, staten udsteder. Skatkammerbevisprogrammet blev introduceret i marts 1990 med 3- og 6-måneders beviser. I juni 1991 blev programmet udvidet med 9-måneders beviser. Udstedelsen er programsat i den forstand, at der hvert kvartal åbnes en ny serie 9-måneders beviser som erstatning for en gammel serie, der udløber samtidig. Dette betyder, at der altid findes tre serier i omløb, og at alle serier åbnes med en løbetid på 9 måneder. Skatkammerbeviser bærer ingen nominel rente, idet de er såkaldte nulkuponpapirer, som sælges til kurser under pari og indfries til pari på udløbstidspunktet.

Skatkammerbeviser sælges på auktion. Siden januar 1993 har der været afholdt en auktion om måneden, mens der før januar 1993 var auktion én gang i kvartalet. Auktioner kan aflyses, men det er kun sket i november 1993. Sideløbende med salget på auktion har der frem til januar 1993 været et vist løbende salg til markedet (tapsalg).

Auktion over skatkammerbeviser afholdes næstsidste bankdag (dog altid ekskl. den 31. december) i hver måned. På auktionerne modtages bud i de serier, der har en restløbetid på 3 måneder og derover. Tre dage før en auktion udsender Nationalbanken på Finansministeriets vegne meddelelse om auktionens afholdelse. Det er normalt ikke annonceret

på forhånd, hvilke mængder der ønskes afsat, eller til hvilke renter salget forventes at ske. På auktionen over skatkammerbeviser den 28. januar 1994 blev der imidlertid på forhånd meddelt et maksimum for salget, jf. kapitel 1.

Fristen for afgivelse af bud er kl. 10.30 på auktionsdagen.

Bud på auktion kan indleveres af pengeinstitutter og børsrådgivningselskaber m.fl., der er tilknyttet Værdipapircentralen som fondshandlere. Herudover er der hverken rettigheder eller krav knyttet til deltagelse i en auktion. Andre investorer må afgive bud gennem en auktionsdeltager.

På grundlag af de indkomne bud fastsættes en skæringsrente. Bud til skæringsrenten eller derunder tilgodeses til skæringsrenten. Der kan eventuelt være pro rata-tildeling ved bud til skæringsrenten. Pro rata-tildeling er kun anvendt på auktionen den 28. januar 1994. Skæringsrente, procenten for eventuel pro rata-tildeling og det samlede auktionssalg til markedet offentliggøres kl. 13.00 på auktionsdagen. Afvikling sker to dage efter auktionen.

6.3. Markedet for skatkammerbeviser

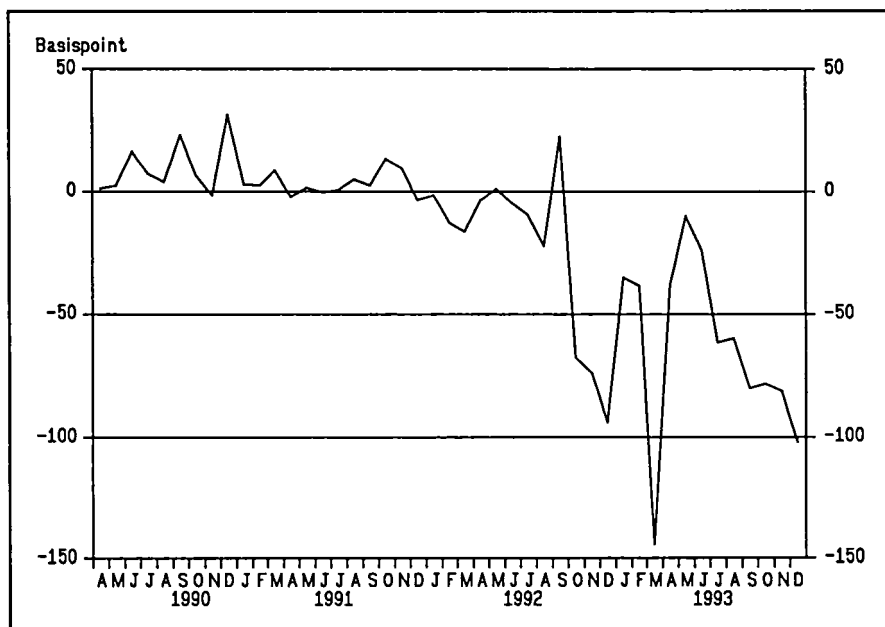
Det sekundære marked for skatkammerbeviser

Skatkammerbeviser handles både over Københavns Fondsbørs' handelssystemer og uden for disse. En meget væsentlig del af handelen med skatkammerbeviser foregår således via pengemarkedsmæglerne, der løbende formidler forskellige pengemarkedsforretninger mellem pengeinstitutterne. Skatkammerbeviser handles også direkte mellem pengeinstitutterne uden anvendelse af mægler, og mellem pengeinstitutter og deres kunder. Når pengeinstitutterne dominerer omsætningen af skatkammerbeviser, skyldes det primært, at skatkammerbeviserne på grund af de korte løbetider i vidt omfang er et alternativ til andre pengemarkedsforretninger, herunder usikrede udlån mellem pengeinstitutterne. Figur 6.3.1. viser rentespændet mellem en beregnet 3-måneders rente på skatkammerbeviser¹⁾ og den laveste usikrede 3-måneders rentesats på pengemarkedet.

1) 3-måneders renten på skatkammerbeviser er beregnet ved lineær interpolation mellem de officielle renter fra Københavns Fondsbørs på det korteste skatkammerbevis i omløb (mellem 0 og 3 måneder) og det næstkorteste skatkammerbevis i omløb (mellem 3 og 6 måneder). En sådan beregnet rente har kun værdi som en approksimation, men er til formålet her tilstrækkeligt præcis.

Figur 6.3.1.

Rentespænd mellem en beregnet rente for et skatkammerbevis med 3 måneders løbetid og en usikret 3-måneders rente. Månedsgennemsnit.



Fra introduktionen i marts 1990 og frem til udgangen af 1991 lå renterne på skatkammerbeviser i overkanten af renterne på det usikrede pengemarked. Herefter er renten på skatkammerbeviser gradvist faldet i forhold til renten på usikrede forretninger. Udviklingen kan nok hovedsagelig henføres til den generelle udvikling på pengemarkedet i samme periode. Da skatkammerbeviserne blev introduceret, var der således et begrænset marked for sikrede forretninger. Desuden var opmærksomheden på kreditrisikoen ved udlån til andre pengeinstitutter - og dermed betydningen af sikkerhedsstillelse - generelt lille. I takt med en øget fokusering på kreditrisiko er der over perioden som helhed sket et skift i retning af højere risikopræmier på usikrede lån. Samtidig er omsætningen på pengemarkedet i denne periode gået fra overvejende usikrede til overvejende sikrede forretninger.

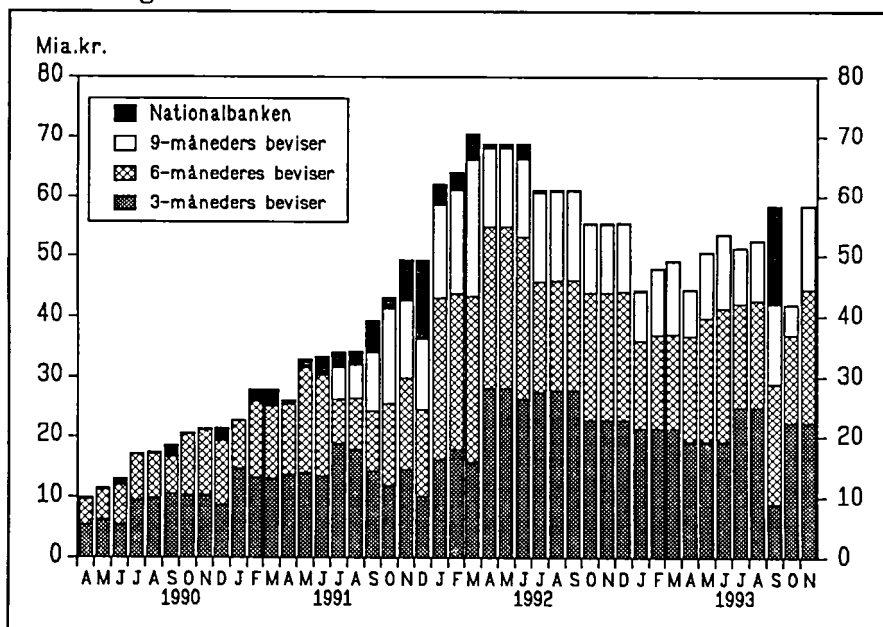
Det kan dog også have haft en vis betydning, at markedet efterhånden har "vænnet sig" til skatkammerbeviser, og at stigningen i udeståendet har givet basis for en voksende handel.

Den cirkulerende mængde skatkammerbeviser

Figur 6.3.2. viser den cirkulerende mængde skatkammerbeviser ekskl. Nationalbankens beholdning fordelt på 3-, 6- og 9-måneders beviser, samt Nationalbankens beholdning.

Figur 6.3.2.

Cirkulerende skatkammerbeviser i markedet og Nationalbankens beholdning. Ultimo måneden.

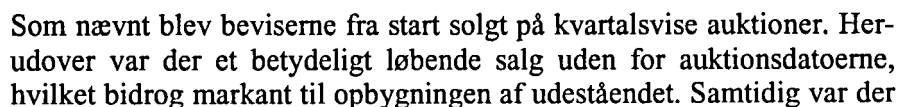


Den cirkulerende mængde voksede kraftigt fra de ca. 10 mia.kr., der blev solgt på den første auktion i marts 1990 (valør 1. april) til ca. 70 mia.kr. i april 1992. Herefter var der frem til januar 1993 et gradvist fald i udeståendet. Fra januar 1993 har udeståendet svinget omkring 50 mia.kr., men har været svagt voksende. Udeståendet har varieret kraftigt fra den gennemgående trend. Fordelingen på enkeltbeviser har også svinget betydeligt.¹⁾

¹⁾ Af figur 6.3.2. ses der et stort fald i den cirkulerende mængde af 3-måneders beviser og en tilsvarende stigning i Nationalbankens beholdning i september 1993. Dette skyldes, at Nationalbanken i sidste del af september købte skatkammerbeviser med forfald den 1. oktober 1993, fordi beviser med en restløbetid på mindre end 14 dage ikke kunne anvendes i Nationalbankens 14-dages genkøbsforretninger.

Salgsmetoder og Nationalbankens rolle

Figur 6.3.3.
Nationalbankens operationer i skatkammerbevismarkedet på egen og på statens regning. Måneden i alt.



også et betydeligt køb og salg for Nationalbankens regning. I maj 1991 begyndte Nationalbanken kontinuerligt at stille salgs- og købspriser gennem både Københavns Fondsbørs og pengemarkedsmæglerne for herigennem at understøtte markedet i en periode. I en vis forstand var der dog tale om en videreførelse af hidtidig praksis, selv om Nationalbanken ikke tidligere var kontinuerligt i markedet. Market maker-rollen var midlertidig og ophørte samtidig med ændringen i Nationalbankens pengepolitiske instrumentarium i april 1992, jf. Nationalbankens årsberetning fra 1992. Figur 6.3.3. illustrerer de markante ændringer, dels med hensyn til det løbende salg, der i denne periode udelukkende lå i auktionsmånederne, dels med hensyn til Nationalbankens køb og salg for egen regning, der ophørte i april 1992. I januar 1993 blev antallet af auktioner ændret, så der nu afholdes månedlige auktioner, og det løbende salg for statens regning blev indstillet.

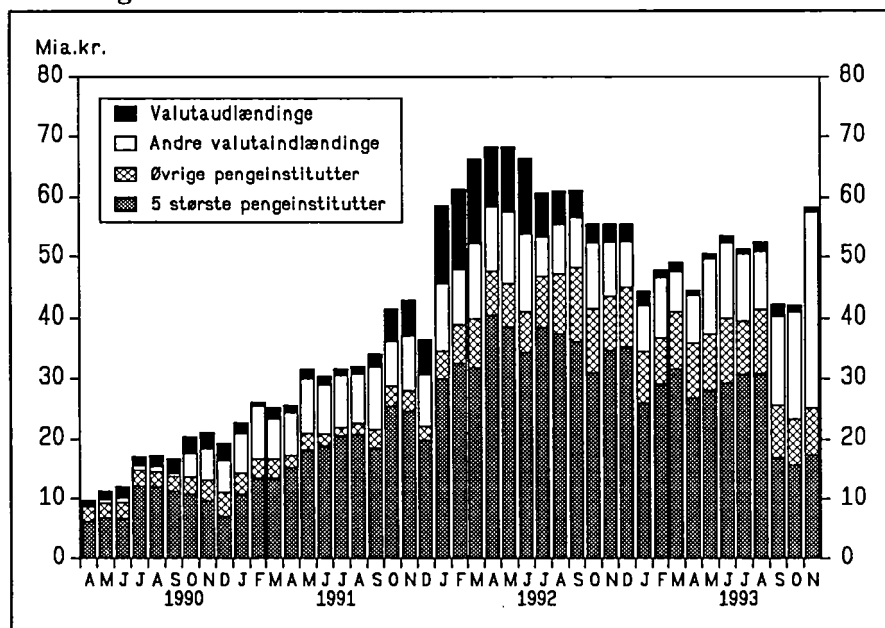
Statsgældspolitik og investorpræferencer

Stigningen i udeståendet frem til omkring april 1992 var i det store og hele planlagt i statsgældspolitikken, om end stigningen omkring nytåret 1991/1992 var noget mere voldsom end ventet. Derimod var det efterfølgende fald i udeståendet ikke planlagt, og som følge af afsætningsvanskeligheder fandt en substitution sted over mod udstedelse af andre statspapirer. Det var således hensigten at holde et nogenlunde uændret udestående i skatkammerbeviser, bl.a. med baggrund i hensynet til anvendelsen af skatkammerbeviser som grundlag for Nationalbankens genkøbsforretninger med pengeinstitutterne. Endvidere blev der med henblik på annullering i marts 1992 opkøbt for ca. 15 mia.kr. variabelt forrentede statsobligationer, som primært skulle erstattes af skatkammerbeviser. Den svage stigning i udeståendet fra og med januar 1993 var positiv, men noget mindre end ønsket. Det var således hensigten at søge at "oversælge" skatkammerbeviser i 1. halvår og lade disse beviser forfalde i 2. halvår, således at salget af statsobligationer og statsgældsbeviser kunne holdes mere jævnt, jf. kapitel 1. Der var imidlertid ikke mulighed for en sådan midlertidig opbygning af et større udestående. En medvirkende årsag hertil var givet den valutauro, der var til stede i perioder af 1. halvår 1993. For 1993 som helhed var salget tilfredsstillende.

Det er sværere at vurdere investorpræferencerne, men det er muligt at opgøre fordelingen på forskellige investortyper. Figur 6.3.4. viser den cirkulerende mængde skatkammerbeviser (ekskl. Nationalbankens beholdning) fordelt på forskellige investorgrupper, hvoraf pengeinstitutsektoren er opdelt i to: de 5 største pengeinstitutter (Den Danske Bank, Unibank, Bikuben, Jyske Bank og GiroBank) samt en restgruppe.

Figur 6.3.4.

Placering af skatkammerbeviser. Ultimo måneden.



Skatkammerbeviserne er i meget høj grad blevet placeret i pengeinstitutterne, der allerede fra start havde ca. 2/3 af den samlede cirkulerende mængde. Det ses ligeledes, at de fem største pengeinstitutter havde og fortsat har størst betydning, hvilket ikke er unaturligt, deres størrelse i forhold til de øvrige pengeinstitutter taget i betragtning. Fra start havde hverken andre indenlandske investorer eller udlandet beholdninger af skatkammerbeviser af nogen særlig størrelse. Den udenlandske interesse vedblev med at være begrænset frem til efteråret 1991.

Den voldsomme stigning i udeståendet fra efteråret 1991 til begyndelsen af 1992 kan bl.a. henføres til stigende beholdninger hos valutaudlændinge, og det efterfølgende fald i udeståendet til en afvikling af disse positioner. En af årsagerne til den midlertidige opbygning af store udenlandske beholdninger var, at der i denne periode var et pengepolitisk betinget behov for at fastholde pengemarkedsrenterne på et nogenlunde uændret niveau over for Tyskland. Derfor fastholdt Nationalbanken skatkammerbevisrenterne svarende til dette niveau og lod salget tilpasse sig. Konsekvensen blev et betydeligt salg, hvoraf en stor del endte i udlandet.

Selv om faldet i udeståendet herefter kan henføres til faldende udenlandske beholdninger, var der givet et strukturelt element i den manglende refinansiering af det store udestående, der var blevet opbygget omkring april 1992. Således må det vurderes, at en af årsagerne til det sivende udestående i den følgende periode var, at investorerne ikke ønskede at koncentrere deres køb på forholdsvis få datoer. Refinansieringen på de kvartalsvise auktioner var meget begrænset, og der blev derfor foretaget tapsalg i dagene efter auktionerne, jf. også figur 6.3.3., men dette salg var ikke tilstrækkeligt til at opretholde udeståendet. Desuden lå auktionsdagene i denne periode ofte på tidspunkter med betydelig valutauro.

Først efter januar 1993 har det været muligt samtidig at undgå salg uden for auktionerne og at opnå tilstrækkelig refinansiering. Fra dette tidspunkt har det været muligt at opretholde og svagt øge udeståendet af skatkammerbeviser. Frem for alt er afhængigheden af den enkelte auktion blevet mindre.

I de sidste måneder af 1993 er der sket et klart skift i placeringsmønsteret, idet "andres" beholdninger er vokset kraftigt, mens pengeinstitutternes andel er faldet. Skiftet dækker over, at realkreditinstitutterne i forbindelse med konverteringsbølgen har fået en likviditetsophobning, hvoraf en del er blevet placeret i skatkammerbeviser. Det må forventes, at realkreditinstitutternes efterspørgsel er midlertidig.

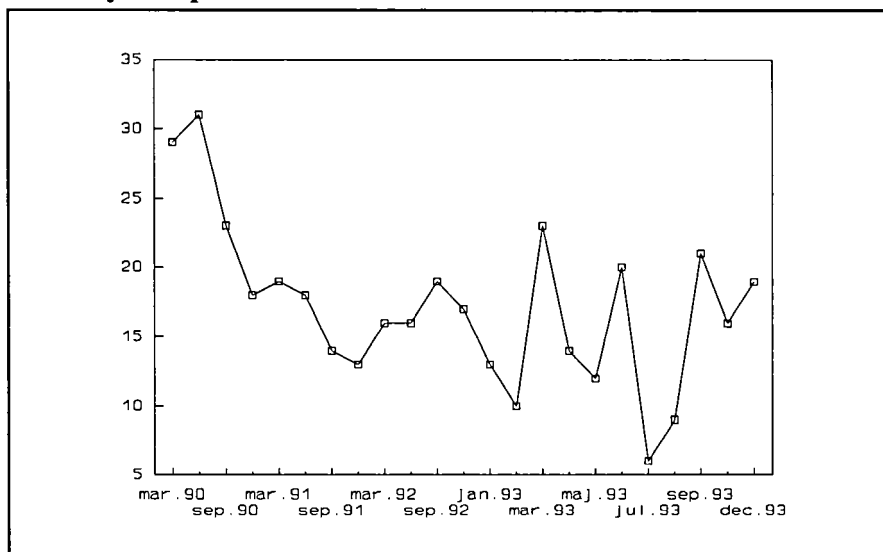
6.4. Buddene på auktionerne

Antallet af bydere

Som illustreret i figur 6.3.4. er der relativt få investorer på skatkammerbevismarkedet. Denne tendens går igen på auktionerne, hvor der set over perioden som helhed er fem store bydere (Den Danske Bank, Unibank, Bikuben, Jyske Bank og GiroBank). Tendensen til koncentration er større på auktionerne end blandt investorgruppen, hvilket bl.a. skyldes, at en række af investorerne ikke har adgang til at byde direkte på auktionerne. De fem største bydere står typisk tilsammen for ca. 70 pct. af bud og tildelinger. Figur 6.4.1. og 6.4.2. viser henholdsvis antallet af bydere i alt og de mindre byderes (alle andre end de fem største) andel af buddene. Der er en observation pr. afholdt auktion.

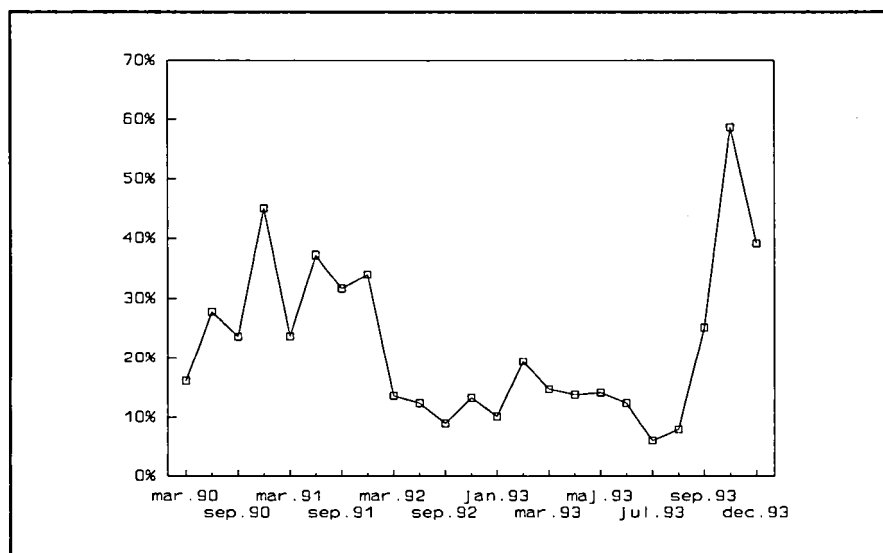
Figur 6.4.1.

Antal bydere på skatkammerbevisauktionerne



Figur 6.4.2.

Mindre byderes andel af afgivne bud på skatkammerbevisauktionerne



Den relativt høje koncentrationsgrad på auktionerne betyder, at de store deltagere i afgivelsen af bud må tage højde for, at de kan have indflydelse på auktionsresultatet. Samtidig kan der teoretisk - givet en forventet adfærd fra Nationalbanken - være en vis mulighed for at koordinere afgivelsen af bud.

Budte middelrenter på auktionerne og renter dagen før

Et interessant aspekt ved afgivelsen af bud er, hvordan buddene fordeler sig - fx målt ved middelrenten¹⁾ - omkring en relevant markedsrente op til en auktion.

Ved en sammenligning mellem middelrenten af buddene på en auktion og en markedsrente umiddelbart før, kan der tages udgangspunkt enten i rentesatserne hos pengemarkedsmæglerne eller i de officielle renter fra Københavns Fondsbørs. Det er i det følgende valgt at anvende rentesatserne hos mæglerne som sammenligningsgrundlag, da det nok primært er satserne hos mæglerne, der løbende følges af auktionsdeltagerne op til en auktion. De officielle renter fra Københavns Fondsbørs offentliggøres én gang dagligt i den officielle kursliste på baggrund af et bredt udsnit af samtlige handler, og indeholder derfor ikke den senest tilgængelige information. Desuden er de officielle renter fra Københavns Fondsbørs beregnet på et bredere grundlag end den rent professionelle handel mellem pengeinstitutterne.

Figur 6.4.3. viser middelrenten i forhold til rentesatsen for salg af et skatkammerbevis gennem en pengemarkedsmægler ved slutningen af forrige dag. Det må dog tages i betragtning, at markedsforholdene generelt kan være ændret fra dette tidspunkt til afgivelsen af bud. Desuden har rentesatsen for salg ikke altid lige stor informationsværdi, specielt i de perioder, hvor der har været en stor forskel mellem rentesatsen for køb og rentesatsen for salg. Der er en observation for alle auktionerede beviser, der ikke er nyåbnet på den aktuelle auktion, idet der da ikke findes en markedsrente dagen før. Der er data fra og med auktionen den 26. juni 1992.

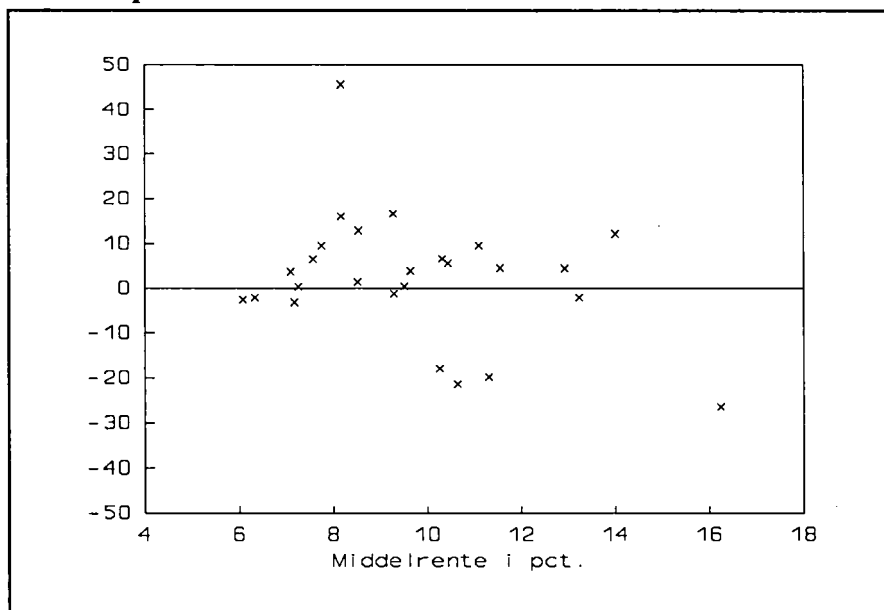
Middelrenten er i gennemsnit forholdsvis tæt på slutsatsen for salg af et skatkammerbevis gennem pengemarkedsmæglerne dagen før. Når forskellen normalt er positiv, kan dette skyldes, at der i gennemsnit forventes en "præmie" - dvs. en skæringsrente over markedsrenten - på auktionerne. Det er dog også en mulighed, at der afgives en række bud

1) Middelrenten - eller den gennemsnitlige rente - beregnes som et vægtet gennemsnit af de budte renter for hver serie på den enkelte auktion.

med urealistisk høje renter, jf. "vurdering af resultaterne" sidst i dette afsnit. Det kan nævnes, at selv om der benyttes medianrente eller rente på typetal¹⁾ i stedet for middelfrente, holder konklusionen fortsat, hvilket tyder på, at bud med urealistisk høje renter ikke kan forklare, at de budte middelfrenter overstiger markedsrenterne.

Figur 6.4.3.

Forskellen mellem budt middelfrente på auktion og rentesatsen for salg af et skatkammerbevis gennem en pengemarkedsmægler dagen før. Basispoint.



Note: Enkelte observationer falder uden for det viste område.

Det er desuden - bl.a. ved en række regressionsanalyser - undersøgt, om der er en tendens til, at markedsrenterne stiger op til en auktion og falder efter auktionens afholdelse. Sådanne bevægelser kunne, hvis de forekom, tyde på, at renterne blev "sminket" op til auktionerne. Analyserne viser imidlertid, at der ikke er sådanne bevægelser i renten omkring afholdelsen af auktionerne over skatkammerbeviser. Det er lige-

¹⁾ Medianrenten er den rente, om hvilken det gælder, at 50 pct. af buddene falder på denne rente eller på en lavere rente. Renten på typetallet er den rente, der er flest bud på.

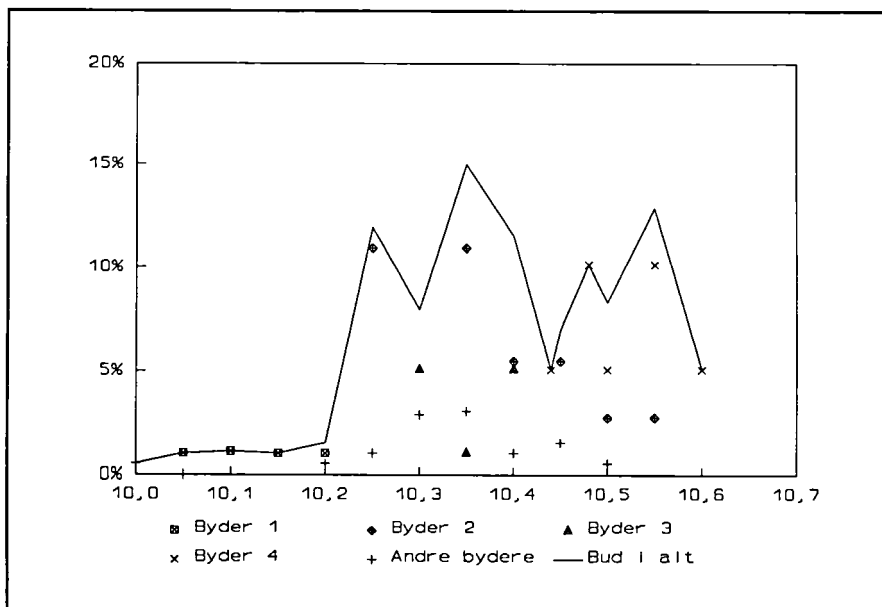
ledes undersøgt, om der kan spores eventuelle unormale bevægelser i rentespændet til udlandet (Frankrig) omkring auktionerne. Også her bliver resultatet, at der ikke kan spores nogen sammenhæng mellem afholdelse af auktion og rentespænd.

To eksempler på budstrukturer

I figur 6.4.4. og 6.4.5. er vist budstrukturene på to auktioner (9-måneders beviser på auktionen den 26. juni 1992 og på auktionen den 29. september 1993). Figurerne viser den procentvise fordeling af buddene på rentespektret fra den mindste budte rente til den højeste budte rente. Fordelingen er vist både for bud i alt og for henholdsvis de fire største bydere og en restgruppe. Nummereringen af de 4 største bydere på de pågældende auktioner er tilfældig.

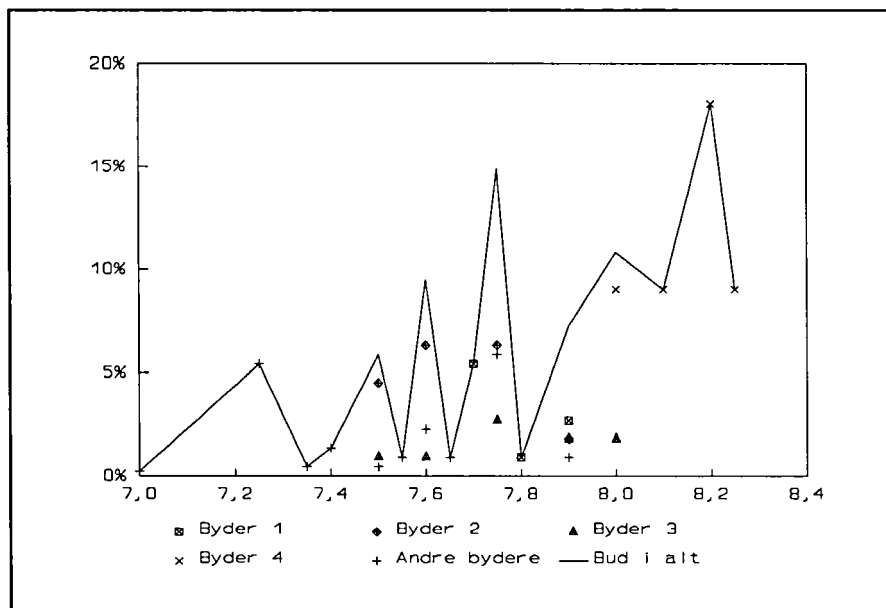
Figur 6.4.4.

Fordeling af bud på 9-måneders beviser på auktionen den 26. juni 1992. Pct. af bud i alt.



Figur 6.4.5.

Fordeling af bud på 9-måneders beviser på auktionen den 29. september 1993. Pct. af bud i alt.



Af figurene fås det indtryk, at der ikke er nogen videre overensstemmelse mellem de enkelte deltageres bud. Der kan blandt andet identificeres følgende tre forhold:

- (1) Buddene kommer næsten alle i spring af 5 basispoint (bud på fx 10,00, 10,05, 10,10, osv.), og de er derfor koncentreret om få rentesatser.
- (2) Middelrenten varierer meget fra byder til byder.
- (3) Der er ikke stor samvariation mellem budstrukturene for de enkelte bydere, og den samlede budstruktur forekommer særpræget med adskillige toppe.

Fordelingerne af buddene er ikke ens fra gang til gang, idet der på auktionerne forekommer alskens fordelinger af buddene (stærkt højre- eller venstreskæve fordelinger, meget udprægede totoppe fordelinger, nærmest kvadratiske fordelinger, osv.). De viste fordelinger kan derfor ikke betragtes som repræsentative.

Med hensyn til punkt (1) er observationen af spring i buddene på 5 basispoint således helt normal. Dette tyder på, at der ikke er en særlig præcis afgivelse af bud på auktionerne. Springene i buddene på 5 basispoint betyder også, at bud på typetallet på stort set alle auktioner er mellem 15 og 40 pct. af samtlige bud, i enkelte tilfælde endnu højere.

Med hensyn til punkterne (2) og (3) er der i det følgende set nærmere på de i alt 23 auktioner, der har været afholdt. Auktionerne belyses ved at beregne middelværdi og varians for buddene afgivet af de fire største enkeltbydere hver for sig, samt de resterende bud samlet. Der er observationer for alle auktionerede beviser på samtlige auktioner.

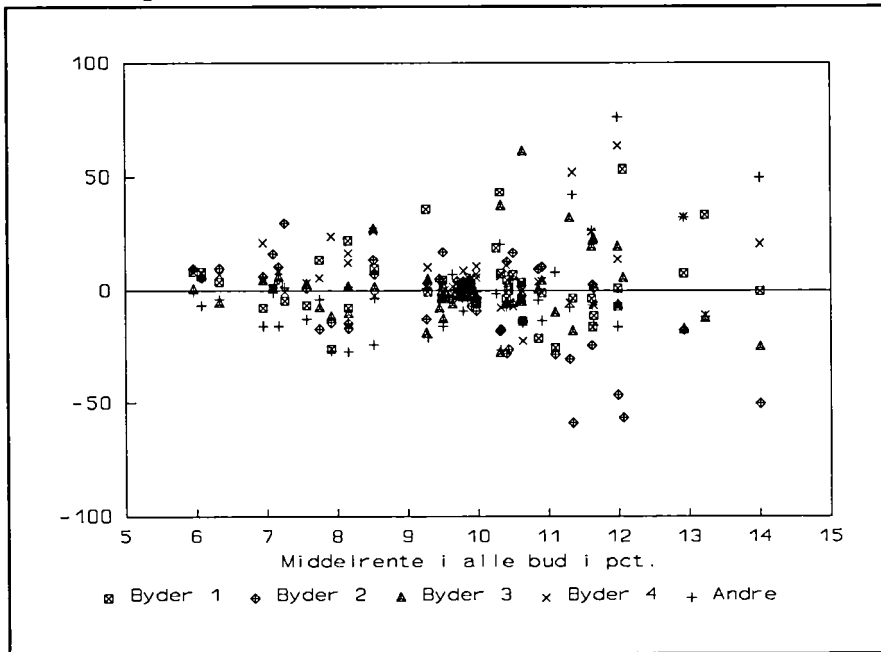
Forskelle i budt middelrente

Der kan konstateres en udbredt uenighed mellem de enkelte byders middelrenter, og ofte er der omkring 50 basispoint mellem henholdsvis den højeste og den laveste middelrente. Den betydelige forskel mellem henholdsvis den laveste og den højeste middelrente skal ses i lyset af, at auktionsdeltagerne i princippet kan observere pengemarkedsrenterne indtil kl. 10.30 på auktionsagen, hvor buddene skal indleveres, og at der derfor som udgangspunkt kunne forventes en tættere placering af de budte middelrenter. En hovedkonklusion er derfor, at variationen i middelbudsafgivelsen er stor i betragtning af, at der kunne forventes en forholdsvis tæt og fælles vurdering af værdien af et bevis i det sekundære marked.

Figur 6.4.6. viser middelrenten i de enkelte byders bud som funktion af middelrenten for alle bud på hver auktion.

Figur 6.4.6.

Forskel mellem middelrente i de enkelte byders bud og middelrente i alt. Basispoint.



Note: Enkelte observationer falder uden for det viste område.

Forskelle i budstruktur målt ved variansen

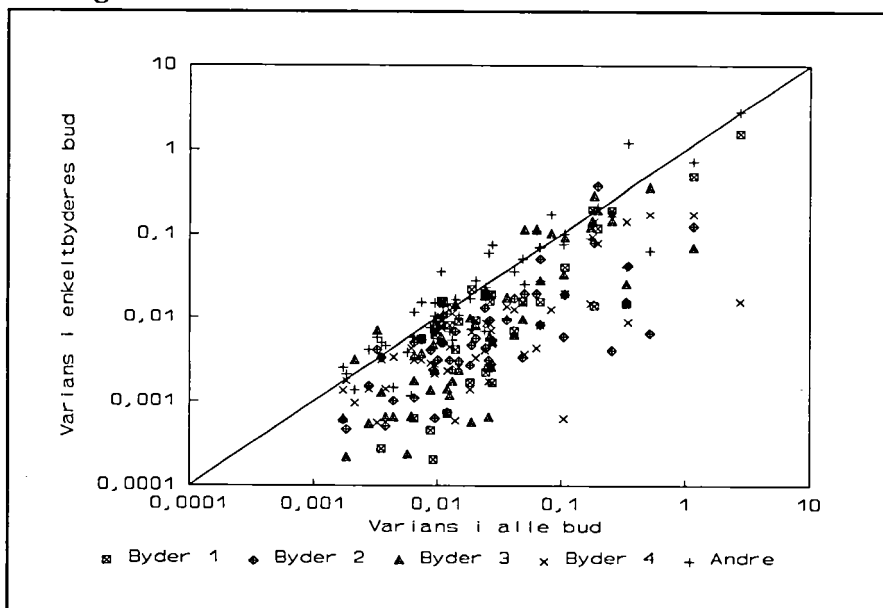
En stor forskel mellem de enkelte byders middelansættelse hænger naturligt sammen med, at der er en forholdsvis stor varians¹⁾ i det samlede budmateriale, idet den samlede budstruktur må forventes at sprede sig mere ud, jo længere fra hinanden byderne prisfastsætter budene. Det viser sig da også, at jo større forskel der er på den enkelte auktion mellem de enkelte byders middelansættelse, desto større varians er der i det samlede materiale.

Der kan desuden beregnes varians af den enkelte byders budstruktur. I figur 6.4.7. vises således variansen i de enkelte byders bud som funktion af den samlede varians i budmaterialet.

1) Variansen beregnes som en vægtet sum af de kvadrerede afvigelser fra middelrenten.

Figur 6.4.7.

Varians i de enkelte byderes bud og den samlede varians i materialet. Logaritmiske skalaer.



Variansen i de enkelte deltageres bud er helt generelt lavere end variansen i alle bud. Dette underbygger yderligere, at enkeltbyderne har en uensartet adfærd på auktioner. Hvis de enkelte bydere således havde haft næsten identiske fordelinger af buddene, burde den samlede varians i materialet have været mindre end de individuelle varianser.

Der er en positiv samvariation mellem variansen i alle bud og variansen i de enkelte byderes bud. Dette tyder på, at når usikkerheden - målt ved variansen - hos de enkelte bydere er stor, da bliver også den samlede usikkerhed stor.

Det viser sig desuden, at der er en sammenhæng mellem middelværdi og varians i det samlede materiale, således at variansen generelt er højere, jo højere middelfrenten er, eller omvendt. Dette tyder på, at på tidspunkter, hvor der er en forøget usikkerhed på auktioner, viser usikkerheden sig, dels ved at byderne vurderer middelfrenten mere forskelligt, dels ved at den enkelte byder spreder sine individuelle bud mere ud i forhold til egen middelfrent.

Endelig ses, at der generelt er størst varians i gruppen "andre", og at der ofte er større varians hos denne gruppe end i det samlede materiale. Dette kan tyde på, at der hos denne gruppe er en større usikkerhed - målt ved variansen - om det "rigtige" renteniveau end hos den samlede bydermasse.

Vurdering af resultaterne

Det må generelt vurderes, at adfærden på auktionerne forekommer usikker og forskelligartet mellem de enkelte bydere, samt at buddene ikke giver indtryk af nogen koordination mellem byderne. Det bør dog nævnes, at et sådant resultat delvist kan skyldes, at auktionsformen for skatkammerbeviser indebærer, at alle accepterede bud på en auktion afregnes til den samme rente. Dette betyder, at det for den enkelte byder kan være en rationel strategi at afgive bud til lave renter for at være sikker på at få tildeling. Der er ingen decideret "straf" for en sådan adfærd, idet alt afregnes til skæringsrenten. En sådan strategi kan især anvendes af mindre investorer i forventning om, at de andre bydere vil byde markeds-mæssigt, og at skæringsrenterne fastsættes markeds-mæssigt. Da det er omkostningsfrit at afgive bud, er der heller ikke noget i vejen for at afgive bud til meget høje renter, selv om det af byderen anses for usandsynligt, at skæringsrenten sættes så højt. Endelig kan afgivelsen af bud på vegne af kunder betyde, at den enkelte byders fordeling af buddene er mere spredt, end hvis der kun var afgivet bud for egen regning. Selv om der således kan ligge velovervejede strategier bag meget yderligt liggende bud, er disse forhold dog næppe i stand til at rykke ved det generelle billede af usikkerhed ved afgivelsen af bud.

6.5. Valget af skæringsrenter

Generelt om valget af skæringsrenter

Valget af skæringsrenter på en auktion skal naturligvis ses i lyset af udviklingen på skatkammerbevis- og pengemarkedet op til auktionen, og de valgte skæringsrenter vil generelt nogenlunde svare til renterne for sikrede forretninger med tilsvarende løbetider på pengemarkedet.

I enkelte tilfælde, fx i tilknytning til valutauro, kan det vurderes, at der er behov for et pengepolitisk signal i form af en lidt højere eller lidt lavere rente end forventet på markedet. Desuden vil der også, hvis der observeres "uprovokerede" rentestigninger op til en auktion, blive taget hensyn til dette, men dette har kun været nødvendigt i helt enkeltstående

tilfælde, jf. "Statens låntagning og gæld 1990", hvor et sådant eksempel er beskrevet.

Det er et vigtigt hensyn, at den rentestruktur, der udgøres af skæringsrenterne, er i overensstemmelse med forholdene på pengemarkedet, og i øvrigt former en tilfredsstillende forwardrentestruktur. Med de efterhånden mere udbyggede markeder for forskellige forwardkontrakter på pengemarkedet er det naturligt at inddrage disse ved fastlæggelsen af skæringsrenterne.

Pengemarkedsrenterne og rentestrukturen i perioden op til en auktion er ikke de eneste parametre, der har betydning ved fastlæggelsen af skæringsrenterne. Der lægges således også vægt på, at der opnås et tilfredsstillende salg i de enkelte løbetider, og at der fastlægges skæringsrenter, der ligger fornuftigt i forhold til den budstruktur, der kan konstateres på auktionen.

Endelig er det et hensyn, hvordan fordelingen på de udbudte løbetider bliver. Det anses således for vigtigt, at der ret hurtigt opbygges et betydeligt udestående i den længste af de eksisterende serier.

Der finder således en afvejning sted - inden for et acceptabelt rentespektrum - af, hvor skæringsrenterne bedst fastsættes.

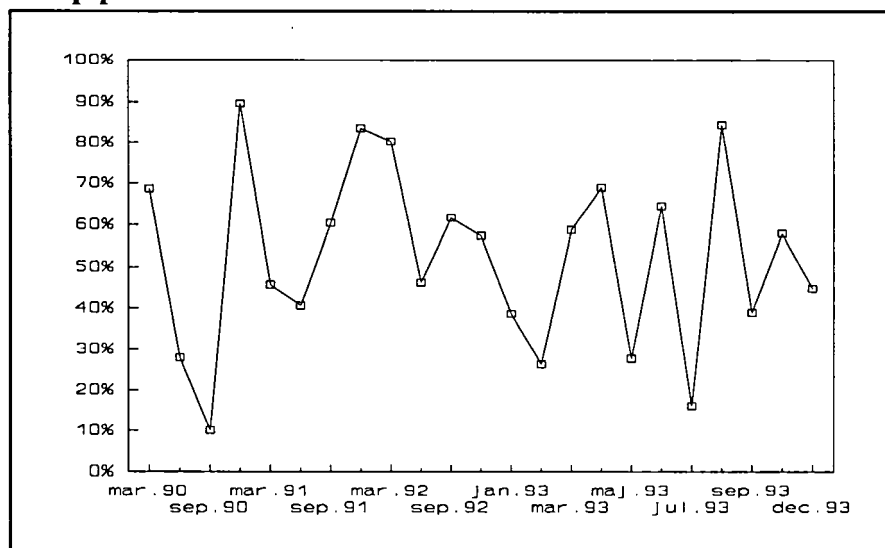
Ovenstående beskrivelse af fastlæggelsen af skæringsrenterne er ganske generel. Det må imidlertid tilføjes, at den enkelte auktion ofte er unik. Således er vægtningen mellem de enkelte hensyn ikke ens på de forskellige auktioner. Dette er en naturligt følge af de forskellige og varierende hensyn i statsgældspolitikken og i pengepolitikken. Samtidig gælder, at både mængden af bud og fordelingen af buddene på forskellige rentesatser er forskellige fra auktion til auktion, jf. forrige afsnit. Det er derfor hverken muligt eller hensigtsmæssigt at opstille en generel kriteriefunktion for valget af skæringsrenter.

Accepterede bud

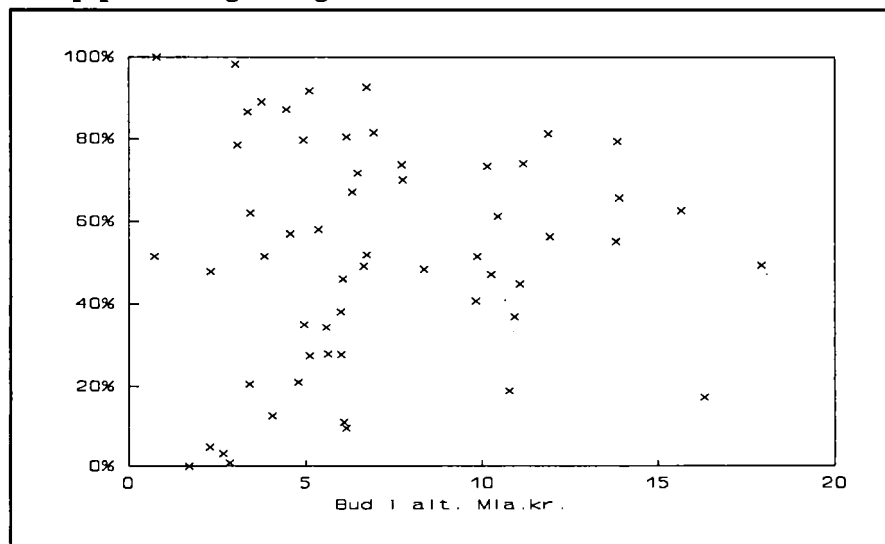
Figur 6.5.1. viser acceptprocenten, dvs. antallet af accepterede bud som procent af antal bud i alt. Der er en observation for hver serie pr. afholdt auktion.

Acceptprocenten svinger betydeligt omkring ca. 50 pct. Dette illustrerer ganske godt, at de forskellige auktioner er ganske unikke, og at der næppe kan opstilles et mønster for forløbet af en auktion. De betydelige udsving kan dels henføres til variation i mængden af bud og i fordelingen af buddene, dels til de hensyn der tages i fastsættelsen af skæringsrenten.

Figur 6.5.1.
Acceptprocenten



Figur 6.5.2.
Acceptprocent og mængden af bud



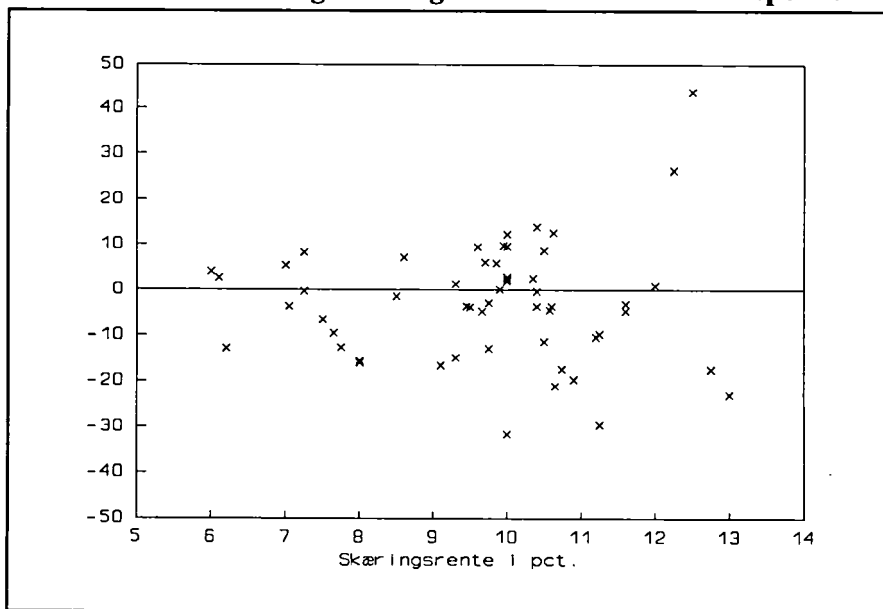
Det må vurderes, at udsvingene i acceptprocenten ikke generelt kan begrundes i udsving i mængden af bud. Figur 6.5.2. viser acceptprocenten i forhold til mængden af bud. Der er ikke nogen oplagt sammenhæng mellem acceptprocent og mængden af bud. Det samme gælder, selv om mængden af bud eventuelt korrigeres for indfrielse på den enkelte auktion. Dette indikerer, at fastsættelsen af "fornuftige" skæringsrenter i de forløbne år har haft højere prioritet end den solgte mængde. Dette har også været en medvirkende årsag til, at det samlede udestående af skatkammerbeviser har svinget relativt meget over perioden, jf. også figur 6.3.2.

Skæringsrenten

Sammenhængen mellem skæringsrente og middelfrente af buddene på auktionerne er vist i figur 6.5.3.

Figur 6.5.3.

Forskell mellem skæringsrente og budt middelfrente. Basispoint.



Note: Enkelte observationer falder uden for det viste område.

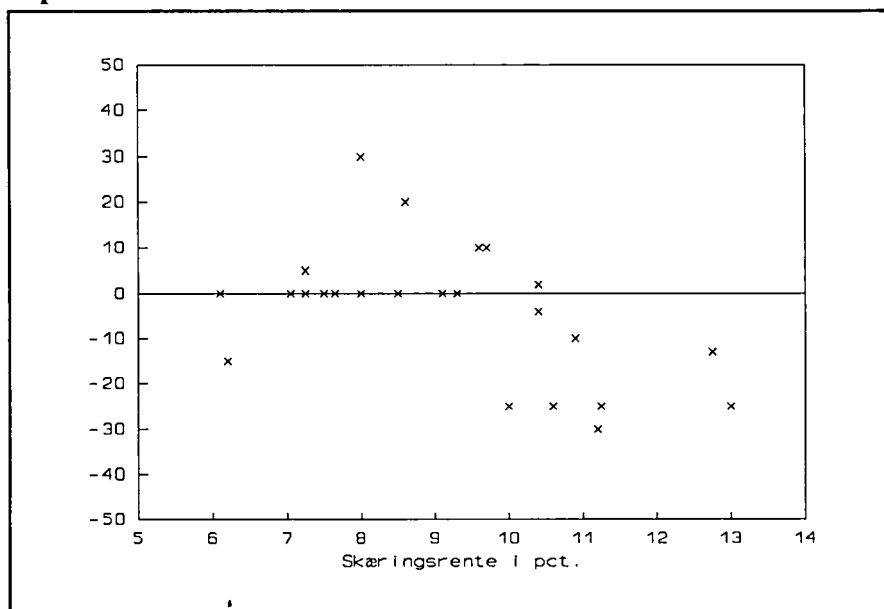
Det ses, at skæringsrenten ligger nogenlunde tilfældigt fordelt omkring den budte middelrente, men oftest i underkanten af denne.

Der er en betydelig variation mellem skærings- og middelrente på auktionerne, og afvigelser på omkring 20 basispoint er ikke usædvanlige. Sammenholdes skæringsrenten i stedet med den typiske rente, dvs. den rente, der er flest bud på, eller med medianrenten, fås heller ikke nogen tæt sammenhæng. Dette afspejler dels, at der tages forskellige hensyn på de forskellige auktioner, dels at hverken middelrente, typisk rente eller medianrente er interessante ved fastlæggelsen af skæringsrenten.

Endelig viser figur 6.5.4. skæringsrenten sammenholdt med en markedsrente dagen før auktionen. Som før er det valgt at anvende satserne hos pengemarkedsmæglerne dagen før auktionen som sammenligningsgrundlag.

Figur 6.5.4.

Forskel mellem skæringsrente på auktion og satsen for salg af et skatkammerbevis gennem en pengemarkedsmægler dagen før. Basispoint.



Note: Der er kun observationer fra og med auktionen den 26. juni 1992.

Der er generelt en ret tæt sammenhæng mellem satserne for køb og salg af skatkammerbeviser hos mæglerne og valget af skæringsrente. Skæringsrenten svarer ofte til satsen for salg af skatkammerbeviser, der jo netop er den sats, pengemarkedsmæglerne kvoterer, når en kunde ønsker at sælge et skatkammerbevis. Når der alligevel ofte er afvigelser i størrelsesordenen +/- 10 basispoint, skyldes det som nævnt bl.a., at der også er andre hensyn i fastsættelsen af skæringsrenterne. Desuden kan det forekomme, at renteniveauet på markedet generelt har flyttet sig i tidsrummet mellem kl. 15.30 (hvor satserne er noteret) og kl. 10.30 næste morgen, hvor buddene skal være indleveret. Endelig er der en række større afvigelser mellem skæringsrente og markedsrente. Disse større afvigelser kan typisk dateres til perioder med en stor forskel mellem købs- og salgssatserne hos pengemarkedsmæglerne på grund af en større usikkerhed om markedssatserne. I sådanne tilfælde mister satserne hos mæglerne noget af deres informationsværdi, og afvigelser fra disse er derfor mere naturlige end i de tilfælde, hvor forskellen mellem købs- og salgssatserne er lille. Da der netop i den periode, som figur 6.5.4. dækker, har været en betydelig valutauro og generelt et større spænd mellem købs- og salgssatserne på pengemarkedet end i perioden før, er det ikke unaturligt, at der er en række observationer med forholdsvis store afvigelser.

6.6. Konklusion

Skatkammerbevisprogrammet har i løbet af den forholdsvis korte tid, det har eksisteret, gennemgået en del forandringer. For det første har der været en række ændringer i Nationalbankens rolle på markedet og i de salgsmetoder, der har været anvendt. Disse ændringer har været karakteriseret ved hovedsagelig at være konsekvenser af uholdbare forhold, men de har også samtidig været i stand til at løse de opståede problemer. Det må således vurderes, at den nuværende salgsmetode med månedlige auktioner og intet løbende salg er meget robust. Desuden betød Nationalbankens opgivelse af markedet maker-rollen i skatkammerbevismarkedet - og dermed anvendelsen af skatkammerbevisrenterne som en aktiv del af det pengepolitiske instrumentarium - at der er blevet en klarere adskillelse mellem statsgældspolitik og pengepolitik.

Beskrivelsen af de individuelle byderes afgivelse af bud på auktionerne giver grund til at tro, at der helt generelt er stor usikkerhed, selv om det i princippet burde være muligt forholdsvis tæt at observere en realistisk (og fælles) værdi af et skatkammerbevis i det sekundære marked. Det kan dog ikke udelukkes, at resultatet skyldes, at de enkelte bydere bevidst vælger forskellige strategier op til auktionerne.

Der kan være flere årsager til, at det ikke er muligt for auktionsdeltagerne at vurdere en "markedsrente" for de nyudstedte skatkammerbeviser. For det første er det muligt, at prisdannelsen på det sekundære marked er så upræcis, at det ikke lader sig gøre. For det andet kan der peges på, at det næppe er irrelevant for auktionsdeltagerne, hvilken samlet mængde der afsættes på auktionerne, når fordelagtigheden af at have fået et bud accepteret på en auktion skal vurderes. For det tredje kan der peges på, at der er en meget begrænset konkurrence på skatkammerbevismarkedet, hvilket kan indebære, at det har betydning, "hvem der handler med hvem", hvorfor der ikke findes en "fælles" markedsrente.

Problemerne på skatkammerbevismarkedet illustreres tydeligst af de høje koncentrationsgrader og den usikre afgivelse af bud. Selv om det sekundære marked og auktionerne ikke forekommer at fungere optimalt, tyder de gennemførte analyser ikke på, at skatkammerbeviserne resulterer i dårlige finansieringsvilkår for staten. Det kan således bemærkes, at der ikke forekommer at være tendens til rentestigninger op til auktionerne og rentefald efter auktionerne. Desuden viser beskrivelsen, at skæringsrenterne generelt har ligget relativt tæt på de relevante markedsrenter.

Kapitel 7.

Porteføljemodel

Som hjælpemiddel ved fastsættelsen af neutralfordelingen for nettogælden anvender Nationalbanken en porteføljemodel, jf. "Statens låntagning og gæld" 1991 og 1992. I det følgende beskrives principperne bag en porteføljemodel og forskellige overvejelser, der skal gøres for at fremskaffe tilfredsstillende data mv. til modellen. Der redegøres for, hvorledes de seneste data influerer på estimater for risiko og samvariation, og hvilke konsekvenser de ændrede estimater har for resultater fra porteføljemodellen. Desuden foretages beregninger, som viser, hvordan neutralfordelingen påvirkes, hvis der inddrages valutaer i modellen, der ikke nu indgår. Endelig omtales alternative beregningsmetoder.

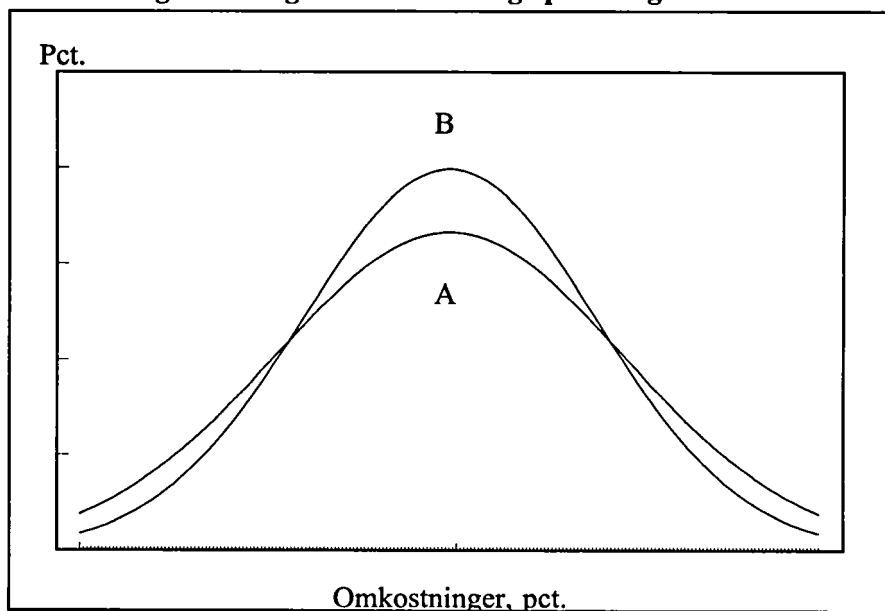
7.1. Porteføljemodel til fastsættelse af neutralfordelingen

Princippet bag en porteføljemodel er at afveje de forventede omkostninger ved en given valutafordeling af nettogælden mod den forventede risiko ved denne fordeling. Den forventede samlede risiko afhænger af dels risikoen for valutakursændringer i de enkelte valutaer, dels samvariationen mellem valutaerne.

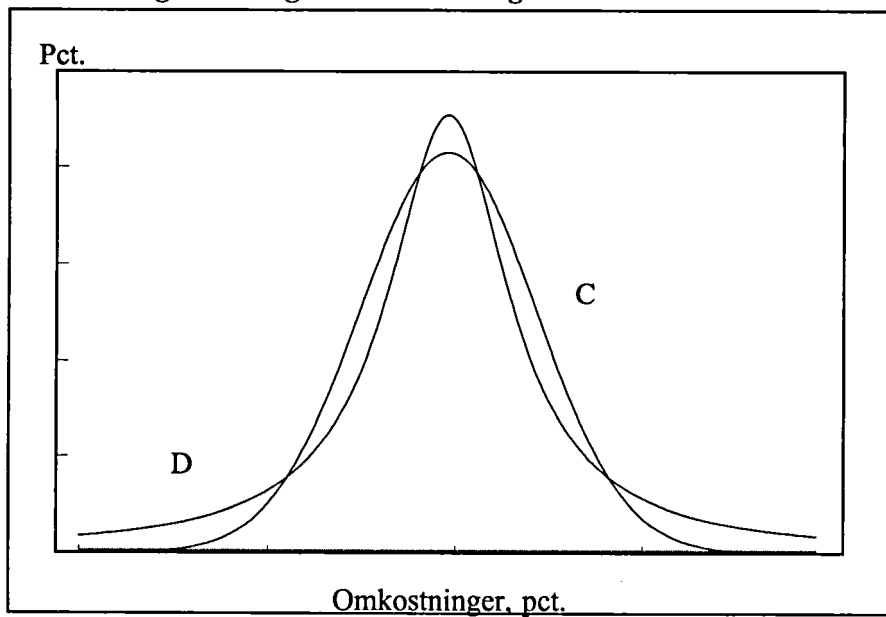
Da valutakursen i fremtiden ikke kendes, er der usikkerhed om de faktiske omkostninger. Som mål for risikoen benyttes det statistiske mål "spredning", der måler den gennemsnitlige afvigelse fra middelværdien. I figur 7.1.1. har fordeling A og B samme middelværdi, men spredningen er større for fordeling A end fordeling B. Dette bevirker, at der i fordeling B er større sikkerhed for at realisere et resultat, der ligger tæt på middelværdien. Fordeling B foretrækkes frem for A.

Imidlertid er spredningen ikke altid et dækkende risikobegreb. I figur 7.1.2. har fordeling C og D samme forventede middelværdi og spredning, men fordeling D har tykkere "hale" end fordeling C. Halens tykkelse udtrykkes ved det statistiske mål "kurtosis". Hvis en fordeling har tyk hale (høj kurtosis), er der forholdsvis stor sandsynlighed for, at den realiserede værdi vil afvige betydeligt fra den forventede. Hvis to fordelinger har den samme spredning men forskellig kurtosis, vil fordelingen med den største kurtosis opfattes som mest risikabel, idet risikoen for et væsentligt tab er større.

Figur 7.1.1.
Omkostningsfordelinger med forskellig spredning

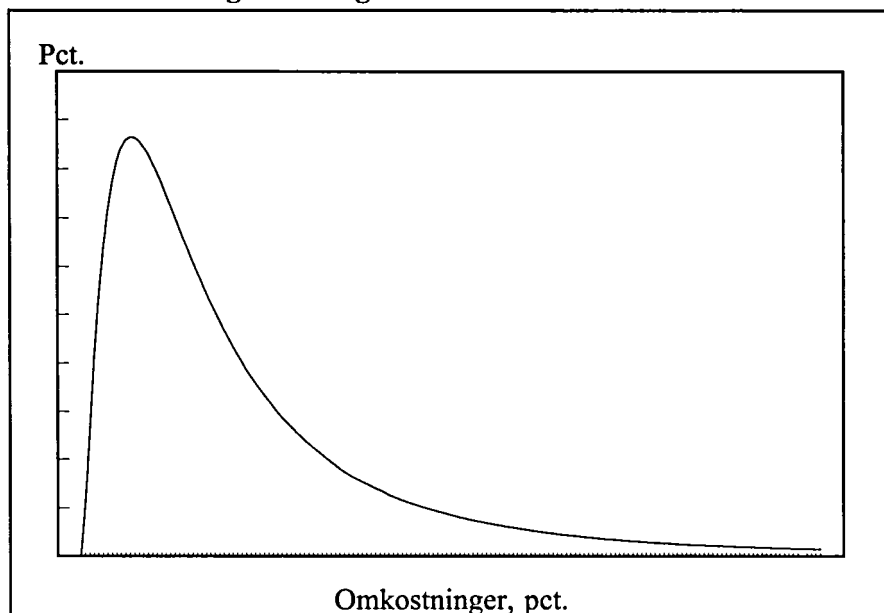


Figur 7.1.2.
Omkostningsfordelinger med forskellig "hale"



Endvidere oplyser spredningsmålet ikke, hvorvidt variationen omkring middelværdien er symmetrisk, hvilket måles ved fordelings skævhed. I figur 7.1.3. er fordelingen ikke symmetrisk omkring toppunktet. Omkostningsfordelingens højre hale er længere end dens venstre, og der er forholdsvis stor sandsynlighed for at få omkostninger, der er meget større end middelværdien.

Figur 7.1.3.
Skæv omkostningsfordeling



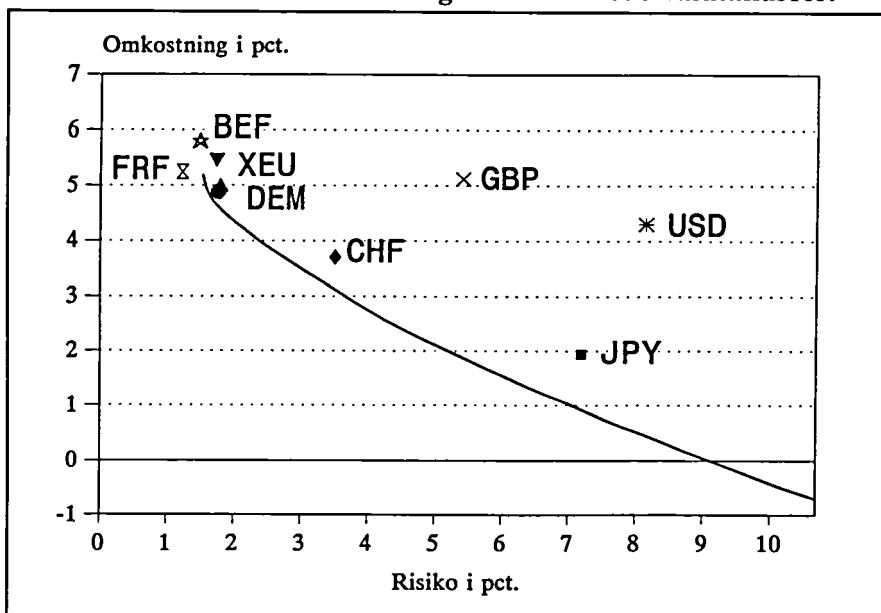
Ved fastsættelsen af neutralfordelingen benyttes spredning som risikomål, mens der ikke tages hensyn til kurtosis og skævhed.

Ud fra forudsætninger om omkostninger og risiko, her målt ved spredningen, kan man finde den såkaldte efficiente rand. Denne angiver de mindste forventede samlede omkostninger, der kan opnås ved en porteføljesammensætning for en given forventet samlet risiko. I figur 7.1.4. er den efficiente rand angivet. Det er ikke optimalt at vælge en portefølje, der ikke er på randen, for det er muligt at finde en portefølje med lavere forventede samlede omkostninger for samme forventede samlede risiko. Vurderingen af, hvilket punkt på randen der er bedst,

afhænger af låntagers risikotolerance. Ved at acceptere et højere forventet risikoniveau er det muligt at reducere de forventede omkostninger.

Figur 7.1.4.

Efficiente rand. Uden forventninger om ændrede valutakurser.



Beregningen af den efficiente rand og derved neutralfordelingen er baseret på en række forudsætninger om risiko og omkostninger. Selv om låntager har valgt en portefølje på den efficiente rand, vil det i praksis aldrig efterfølgende, når valutakursudviklingen kendes, vise sig at være det bedste valg. Når låntager står over for at vælge porteføljesammensætning, er den efficiente rand imidlertid den bedste illustration af den afvejning, som må gøres mellem forventede omkostninger og risiko.

De forventede omkostninger opgøres som den 2-årige rente for hver valuta samt den forventede valutakursændring over for danske kroner. Der benyttes 2-årige renter, eftersom varigheden på nettogælden er omkring 2 år, jf. tabel 7.5.3.

Som grundlag for fastsættelsen af risiko anvendes historiske observationer. Det kan overvejes, om det er det rigtige grundlag for vurderingen af den fremtidige risiko. Risikoen kan eventuelt tilrettes subjektivt for at korrigere for ændrede valutakursregimer mv.

Porteføljemodellen anvendes ikke til fordelingen af andele inden for EMS. Dette skyldes, at EMS-valutaerne i høj grad har tendens til at bevæge sig parallelt over for kronen. Samvariationen er så høj, at modellen anser det for næsten risikofrit at låne i én EMS-valuta for at placere i en anden (gearing). En modelløsning vil derfor angive stor låntagning i den EMS-valuta, der har den laveste rente, modsvaret af placering i EMS-valutaen med den højeste rente. En sådan gearing er imidlertid ikke hensigtsmæssig.

I modeloptimeringen fastlægges derfor en fast fordeling inden for EMS. Denne fordeling bestemmes af Nationalbanken ud fra forskelle i renteomkostningerne og et generelt ønske om en vis risikospredning også inden for EMS. De forskellige risikoniveauer for de enkelte EMS-valutaer influerer dog fortsat på porteføljesammensætningen i modellen, da det alene er forholdet mellem de enkelte EMS-valutaer, der er fastlagt på forhånd, mens den endelige nettogældsandel fastsættes i den samlede afvejning af risiko i forhold til omkostningerne.

7.2. Volatilitet

Ved fastsættelsen af neutralfordelingen benyttes volatiliteten som risikomål. Volatiliteten er spredningen omkring en trend for valutakursudviklingen. Denne spredning kan måles på flere måder. Det mest "simple" er at beregne den gennemsnitlige afvigelse fra middelværdien. Nationalbanken anvender også GARCH-modeller (Generalized AutoRegressive Conditional Heteroskedastic modeller), jf. beskrivelsen i "Statens låntagning og gæld 1991", side 94. Denne modeltype beskriver, hvordan volatiliteten varierer over tid. Den estimerede volatilitet til et givet tidspunkt afhænger af fortidens afvigelser fra trenden, og modellen bygger på den observation, at høj volatilitet tit kommer i "klumper". GARCH-modellerne er især brugbare ved mere kortsigtede beslutninger, hvor låntager/investor kan tage hensyn til den skiftende risiko ved at låne/placere i en given valuta. Endvidere er denne model i højere grad i stand til at tage højde for kurtosis.

Da neutralfordelingen fastlægges med en noget længere tidshorisont, er det de langsigtede estimater for risikoen, der benyttes. De langsigtede volatilitetsmål estimeret via GARCH afviger imidlertid ikke meget fra den risiko, der fås ved at måle volatiliteten "simpelt" som den gennemsnitlige spredning.

Det er forsøgt at lave ugentlige porteføljemodelkørsler ud fra de løbende volatiliteter. Det viser sig imidlertid, at sådanne valutasammensætninger ikke giver gode resultater. Det skyldes, at volatilitetsmålet kun inkluderer historiske data og derfor ikke forudsiger skift i volatiliteten.

Det er vanskeligt at estimere risikoen for data, der ikke kan siges at være dannet af samme proces. Dette er tilfældet for den estimationsperiode, der benyttes for fastsættelse af de forventede omkostninger og risiko i neutralfordelingen 1994. Det sidste halvandet år har været kendetegnet ved betydelig valutauro, og perioden har især været urolig for alle EMS-valutaerne med tilbagevendende valutakriser, der kulminerede ved udvidelsen af båndbredden inden for EMS den 2. august 1993. Endvidere skiftede valutakursregimet for GBP i september 1992, da GBP blev flydende.

Det er ikke muligt at finde GARCH-skøn over den langsigtede volatilitet for hovedparten af EMS-valutaerne, og for DEM fås et estimat, der ikke er brugbart. Dette skyldes, at udviklingen ikke kan beskrives ved én proces. Risikoen er derfor i stedet estimeret "simpelt" som spredningen.

Når risiko skal estimeres ud fra historiske data, er spørgsmålet, hvilken estimationsperiode der er den relevante. Ved fastsættelse af neutralfordelingen i 1993 gik estimationsperioden tilbage til 1987. Ved fastlæggelsen af neutralfordelingen for 1994 er anvendt perioden 1988-93, hvorved estimationsperioden er rykket med et år. Det kan som nævnt overvejes, om den fremtidige volatilitet vil svare til volatiliteten i fortiden. På den ene side taler den udvidede EMS-båndbredde for, at volatiliteten i fremtiden vil være højere end i perioden op til september 1992. På den anden side har det seneste år været karakteriseret ved en betydelig valutauro. Jo længere estimationsperioden går tilbage, jo mindre vægt vil den seneste meget volatile periode få.

Perioden lige omkring udvidelsen af EMS-båndet og for GBP's vedkommende ved GBP's udtræden har en mærkbar indflydelse på risikoestimatet. Dette fremgår af tabel 7.2.1., hvor risikoen er estimeret dels ved inddragelse af alle data, dels ved at tre observationer ved regimeskiftet (perioden 26. juli - 13. august 1993) ikke influerer på risikoestimatet. Ved beregningen af risikoen for GBP er perioden 30. september - 4. oktober 1992 endvidere udeladt.

Ved at fjerne indflydelsen fra data ved regimeskiftet mindskes den estimerede risiko for EMS-valutaerne. Risikoen er dog højere end i estimationsperioden 1987-1992 som følge af den generelle uro siden efteråret 1992. Man kan diskutere, om disse observationer bør indgå i risikoestimatet, idet de ekstreme udsving som følge af det ændrede valutakursregime ikke kan siges at være et led i den "almindelige" volatilitet. Ved fastsættelsen af neutralfordelingen for 1994 er observationerne medtaget, for herved tages der hensyn til, at risikoen for EMS-valutaerne kan ændres ganske betydeligt, hvis valutaerne begynder at fluktuere inden for hele båndbredden. Alternativt kan den "almindelige" volati-

litetsudvikling estimeres, mens der på anden vis tages højde for risikoen for eventuelle fremtidige ekstreme observationer. En løsningsmetode hertil skitseres i afsnit 7.6.

Tabel 7.2.1.
Volatilitet i årsrate. Pct.

	USD	JPY	GBP	CHF	DEM	FRF	NLG	XEU	BEF
GARCH									
1987-1992	9,9	7,8	5,7	3,7	1,2	1,0	1,4	1,2	
GARCH									
1988-1993	7,0	6,2	6,6	3,1	3,7	1,1			
Justeret									
GARCH									
1988-1993	6,9	5,9	6,1	3,0		1,2			
Simpel									
1988-1993	8,2	7,2	5,4	3,5	1,8	1,2	1,8	1,7	1,5
Justeret									
simpel									
1988-1993	8,1	7,0	4,9	3,4	1,4	1,2	1,4	1,6	1,4

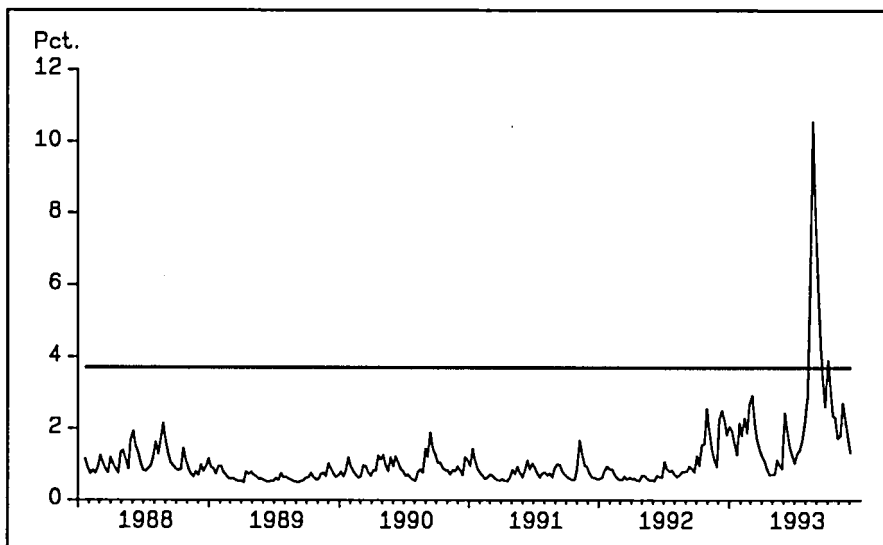
Note: Ved de justerede tal beregnes risikoen uden indflydelse fra perioden ved udvidelse af EMS-båndene og ved GBP's udtræden fra EMS-samarbejdet.

Volatiliteten estimeres ud fra ugentlige observationer. Hvis datafrekvensen ændres til månedlige eller kvartalsvise, vil de kortsigtede udsving ikke indgå. Til gengæld er antallet af observationer mindre, hvilket vanskeliggør estimationen.

I figur 7.2.1. og 7.2.2. er volatilitetsudviklingen for DEM og CHF over for DKK optegnet, estimeret ved GARCH-processer. Det fremgår, at volatilitetsniveauet er øget mærkbart for DEM fra sidste tredjedel af 1992. Endvidere ses de ekstreme udsving i begyndelsen af august 1993. Risikoen for CHF er også betydelig i august, og niveauet har ligeledes flyttet sig. I øvrigt er risikoen for CHF karakteriseret ved at være mere varierende end DEM-risikoen.

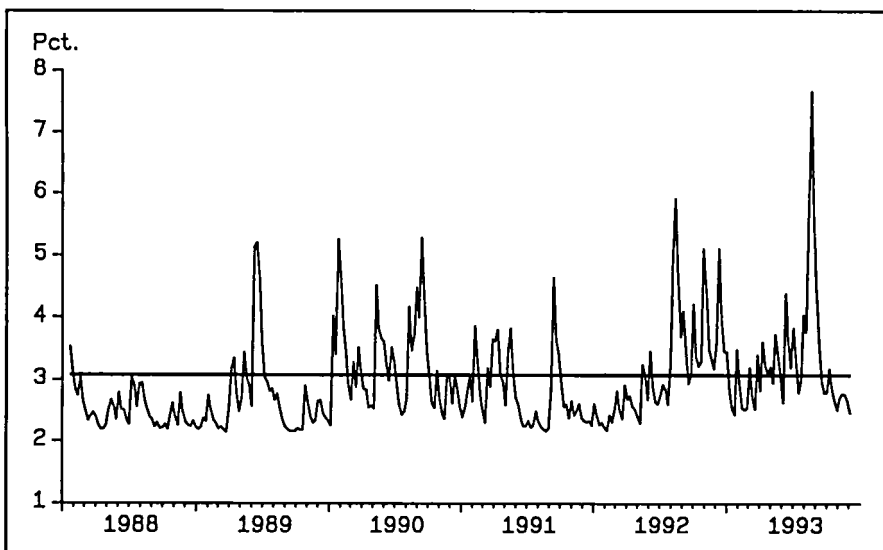
Figur 7.2.1.

Langsigtet volatilitet samt udvikling i kortsigtet volatilitet for DEM i årsrate



Figur 7.2.2.

Langsigtet volatilitet samt udvikling i kortsigtet volatilitet for CHF i årsrate



7.3. Korrelationsudviklingen

Risikoen for porteføljen udgøres af risikoen for hver enkelt valuta samt samvariationen mellem valutaerne. Hvis kursudviklingen for to valutaer ikke er ens, vil risikoen for en portefølje med disse to valutaer være mindre end summen af valutaernes risiko, eftersom der sædvanligvis ikke tabes (eller vindes) lige meget på de to valutaer. Jo mindre samvariationen er, jo større reduktion af risikoen vil der være ved at have to lånevalutaer frem for én. Generelt mindskes risikoen med antallet af lånevalutaer.

Samvariationen mellem valutaerne, der måles ved korrelationskoefficienten, er derfor væsentlig for den samlede risiko. Også korrelationerne har ændret sig i den nye estimationsperiode. Korrelationsmatricen for estimationsperioden 1987-1992 er angivet i tabel 7.3.1. og korrelationerne for perioden 1988-1993 i tabel 7.3.2. Korrelationerne er i begge tilfælde estimeret "simpelt", uden anvendelse af GARCH. Det fremgår, at den væsentligste ændring er, at korrelationen mellem de europæiske valutaer er forøget. Dette bevirker, at gevinsten ved at sprede porteføljen på forskellige europæiske valutaer bliver mindre.

En betydelig del af den ændrede korrelation skyldes, at valutaerne måles over for danske kroner. Da kronen ved august-uroen bevægede sig nogenlunde parallelt over for hovedparten af valutaerne (kronen blev først svækket, derefter styrket), giver denne periode en høj korrelation mellem de enkelte valutaer. I tabel 7.3.3. er angivet korrelationer, når data fra august-uroen samt regimeskiftet for GBP ikke influerer på tallene.

Tabel 7.3.1.

Korrelation estimeret på perioden januar 1987 til november 1992

	USD	JPY	GBP	CHF	DEM	FRF	NLG	XEU
USD	1,00	0,49	0,14	-0,02	-0,09	0,22	-0,06	0,12
JPY	0,49	1,00	0,17	0,15	0,03	0,12	0,07	0,12
GBP	0,14	0,17	1,00	0,07	0,00	0,09	-0,02	0,74
CHF	-0,02	0,15	0,07	1,00	0,29	0,19	0,29	0,18
DEM	-0,09	0,03	0,00	0,29	1,00	0,47	0,97	0,54
FRF	0,22	0,12	0,09	0,19	0,47	1,00	0,47	0,51
NLG	-0,06	0,07	-0,02	0,29	0,97	0,47	1,00	0,52
XEU	0,12	0,12	0,74	0,18	0,54	0,51	0,52	1,00

Tabel 7.3.2.**Korrelation estimeret på perioden januar 1988 til november 1993**

	USD	JPY	GBP	CHF	DEM	FRF	NLG	XEU	BEF
USD . . .	1,00	0,60	0,16	0,06	0,07	0,17	0,09	0,16	0,12
JPY . . .	0,60	1,00	0,20	0,17	0,19	0,18	0,21	0,15	0,19
GBP . . .	0,16	0,20	1,00	0,19	0,21	0,21	0,22	0,71	0,23
CHF . . .	0,06	0,17	0,19	1,00	0,48	0,37	0,49	0,32	0,41
DEM . .	0,07	0,19	0,21	0,48	1,00	0,65	0,99	0,63	0,67
FRF . . .	0,17	0,18	0,21	0,37	0,65	1,00	0,67	0,61	0,70
NLG . .	0,09	0,21	0,22	0,49	0,99	0,67	1,00	0,63	0,68
XEU . .	0,16	0,15	0,71	0,32	0,63	0,61	0,63	1,00	0,58
BEF . . .	0,12	0,19	0,23	0,41	0,67	0,70	0,68	0,58	1,00

Tabel 7.3.3.**Korrelation estimeret på perioden januar 1988 til november 1993 uden indflydelse af skift i valutakursregime**

	USD	JPY	GBP	CHF	DEM	FRF	NLG	XEU	BEF
USD . . .	1,00	0,59	0,13	0,00	-0,03	0,13	0,00	0,10	0,08
JPY . . .	0,59	1,00	0,21	0,09	0,04	0,09	0,05	0,09	0,13
GBP . . .	0,13	0,21	1,00	0,18	0,16	0,22	0,16	0,68	0,25
CHF . . .	0,00	0,09	0,18	1,00	0,36	0,27	0,37	0,25	0,34
DEM . .	-0,03	0,04	0,16	0,36	1,00	0,58	0,98	0,57	0,65
FRF . . .	0,13	0,09	0,22	0,27	0,58	1,00	0,61	0,60	0,67
NLG . .	0,00	0,05	0,16	0,37	0,98	0,61	1,00	0,58	0,67
XEU . .	0,10	0,09	0,68	0,25	0,57	0,60	0,58	1,00	0,56
BEF . . .	0,08	0,13	0,25	0,34	0,65	0,67	0,67	0,56	1,00

Når risikoen estimeres uden indflydelse fra perioden med skift i valutakursregimet, er korrelationen mellem de europæiske valutaer mærkbart mindre men fortsat højere end i den gamle estimationsperiode.

I øvrigt bemærkes, at korrelationen mellem EMS-valutaerne også efter justeringen er høj. De bredere båndbredder inden for EMS har ikke bevirket en mindre samvariation mellem disse valutaer, målt over for

DKK. Dette bevirker, at det fortsat ikke er muligt at anvende porteføljemodellen til at fastsætte en fordeling inden for EMS.

7.4. Konsekvenser for porteføljesammensætningen af ændrede mål for risiko

Konsekvenserne af de nye beregnede risici for de enkelte valutaer og korrelationer ud fra modelkørsler fremgår af tabel 7.4.1., hvor renter og valutakursforventninger fastholdes som ved fastsættelsen af neutralfordelingen gældende i 2. halvår af 1993. Den forventede samlede risiko er fastholdt.

Tabel 7.4.1.

Porteføljesammensætning med samme renter og valutakursforventninger men forskellig risiko og korrelationer. Pct.

	USD	JPY	GBP	CHF	EMS	I alt
Gl. periode 1987-1992	-8	0	3	20	85	100
Ny periode 1988-1993	-10	2	0	17	91	100
Ny periode 1988-1993, justeret	-11	5	-1	18	89	100

De nye beregninger giver en noget mindre gældsandel i CHF, da gevinsten ved at sprede gælden på CHF og EMS er mindre, når korrelationen er højere. Endvidere øges positionen i USD som følge af den lavere risiko. Når data justeres for skift i valutakursregimet, øges positionerne i JPY og GBP som følge af henholdsvis lavere korrelation mellem JPY og EMS-valutaer og den lavere risiko for GBP. Positionen i GBP skifter fra nettogæld til nettoaktiver, hvilket skyldes, at korrelationen med de europæiske valutaer er større i den nye estimationsperiode.

7.5. Inddragelse af flere valutaer i porteføljemodellen

Det kan overvejes at inddrage flere valutaer i porteføljesammensætningen for at søge at opnå en bedre spredning af porteføljen. Dette behov er blevet større set i lyset af den højere korrelation mellem de europæiske valutaer og de mindre gennemskuelige estimater for risiko og korrelation. Introduktionen af nye valutaer kan i nogle tilfælde flytte den

efficiente rand i en mere gunstig retning, dvs. at det er muligt at opnå lavere forventede samlede omkostninger for given forventet samlet risiko. I det følgende betragtes SEK, NOK og CAD som mulige kandidater. Den potentielle gevinst ved at inddrage disse valutaer afhænger af deres risiko, renteniveau og korrelation med de valutaer, der i forvejen indgår i modellen. I tabel 7.5.1. er disse valutaers karakteristika angivet, mens korrelationen med de øvrige valutaer ses i tabel 7.5.2.

Tabel 7.5.1.
Volatilitet i årsrate for CAD, SEK og NOK. Pct.

	CAD	SEK	NOK
Simpel 1988-1993	8,5	4,7	2,7
Justeret simpel 1988-1993	8,5	3,3	2,1

Note: Ved de justerede tal influerer observationer ved udvidelsen af båndbredden i EMS (26. juli -13. august 1993) og henholdsvis SEK's (25. november - 6. december 1992) og NOK's (14. - 24. december 1992) ophør af tilknytning til XEU ikke på risikoestimatet.

For de nordiske valutaer vanskeliggøres anvendelsen af historiske data af de forskellige valutakursregimer i perioden. SEK og NOK har således først i perioden fulgt en "kurv" for derefter at følge XEU fra henholdsvis maj 1991 og oktober 1990 til november og december 1992. Hvis Norge og Sverige knyttes til et valutakurssamarbejde inden for EU, er data for det flydende regime mindre relevante.

Det bemærkes, at korrelationen med XEU er ganske høj. I øvrigt er NOK og SEK forholdsvis lavt korreleret med de øvrige europæiske valutaer, mens korrelationen med JPY og USD er højere. Dette øger potentialet for spredning bort fra EMS-valutaerne. Endelig bemærkes, at SEK er mindre korreleret med de europæiske valutaer end NOK, hvorfor der umiddelbart synes størst gevinst ved at inddrage SEK i porteføljen.

Det ses i tabel 7.5.2., at CAD er meget højt korreleret med USD. Det betyder, at modellen ikke er anvendelig til at fastsætte en fordeling mellem CAD og USD, da en gearing mellem disse valutaer betragtes som næsten risikofri. CAD kan derfor primært anvendes som en spredning inden for en USD-portefølje, analogt til EMS-porteføljen, hvor graden af spredning fastsættes uden for modellen.

En måde, hvorpå nytten af at inddrage flere valutaer kan vurderes, er at beregne den mindst mulige risiko. Det viser sig, at den mindste risiko ikke bliver måleligt mindre, selv om disse valutaer inkluderes i porteføljen. Den efficiente rand flyttes således kun meget lidt ved at inkludere SEK, NOK og CAD.

Tabel 7.5.2.

Korrelation estimeret på perioden januar 1988 til november 1993

	CAD	NOK	SEK	Justeret		
				CAD	NOK	SEK
USD	0,93	0,37	0,26	0,94	0,38	0,38
JPY	0,53	0,29	0,18	0,54	0,28	0,24
GBP	0,20	0,48	0,21	0,15	0,53	0,31
CHF	0,01	0,22	0,04	-0,02	0,14	0,09
DEM	0,01	0,42	0,11	-0,06	0,33	0,12
FRF	0,08	0,52	0,15	0,06	0,46	0,18
NLG	0,02	0,44	0,11	-0,04	0,35	0,13
XEU	0,15	0,61	0,28	0,09	0,62	0,42
BEF	0,07	0,38	0,04	0,06	0,34	0,12
NOK	0,35	1,00	0,39	0,38	1,00	0,55
SEK	0,29	0,39	1,00	0,38	0,55	1,00
CAD	1,00	0,35	0,29	1,00	0,38	0,38

Note: Ved de justerede tal influerer observationer ved udvidelsen af båndbredden i EMS og henholdsvis SEK's og NOK's ophør af tilknytning til XEU ikke på estimerterne.

I tabel 7.5.4. er porteføljesammensætninger angivet, når de nye valutaer inddrages i porteføljen. Der benyttes data, der er justeret for effekten fra skift i valutakursregime. Forudsætninger om renter og risiko er angivet i tabel 7.5.3. Modellens følsomhed over for den forudsatte valutakursudvikling fremgår af tabel 7.5.5. Den forventede samlede risiko er den samme for alle porteføljesammensætninger.

Inddragelsen af CAD har næsten udelukkende konsekvenser i forhold til USD, jf. eksempel 1 og 2 i tabel 7.5.4. Den samlede dollar-position ændres ikke, og der er heller ingen større effekt på andre valutaer. Hvis modellen får spillerum til at gear mellem USD og CAD, bliver dette udnyttet i stigende grad, jo højere samlet risiko der beregnes på.

Tabel 7.5.3.
Renter og volatilitet for hver valuta

	USD	JPY	GBP	CHF	EMS	NOK	SEK	CAD
Rente	4,30	1,94	5,12	3,70	5,15	5,25	6,72	4,93
Volatilitet	8,11	6,98	4,85	3,36	1,40	2,13	3,32	8,52

Note: Risiko og rente inden for EMS er sammenvægtet.

Tabel 7.5.4.
Porteføljesammensætninger uden forventninger om ændrede valutakurser

	USD	JPY	GBP	CHF	EMS	NOK	SEK	CAD	I alt
1) Valutaer									
som hidtil	-2,9	14,3	-5,9	21,8	72,7				100
2) +CAD . . .	0,8	13,9	-5,6	21,3	73,2			-3,6	100
3) +CAD ¹⁾ . .	-2,4	14,3	-5,9	21,7	72,9			-0,6	100
4) +NOK . . .	-3,2	14,3	-6,5	22,2	69,7	3,5			100
5) +SEK	0,7	11,1	-2,6	16,8	91,2		-17,2		100
6) +NOK, SEK	-0,4	11,0	-5,5	17,5	77,8	20,8	-21,2		100
7) +CAD, SEK, og NOK . .	0,6	10,9	-5,4	17,4	77,5	21,0	-21,0	-1,0	100

Note: - angiver placering.

¹⁾ Markerer, at CAD er sat til 25 pct. af USD.

Tabel 7.5.5.
Porteføljesammensætninger med skiftende valutakursforudsætninger

	USD	JPY	GBP	CHF	EMS	NOK	SEK	CAD	I alt
1) Ingen forv.	-0,5	11,0	-5,5	17,5	77,9	20,9	-21,2	-0,1	100
2) NOK -2 pct.	-2,8	5,8	-13,1	10,9	46,4	73,4	-19,9	0,7	100
3) SEK -2 pct.	-3,8	14,0	-6,8	20,8	68,0	-7,4	16,0	-0,9	100

Note: CAD er sat til 25 pct. af USD.

- angiver placering.

Procentændringer angiver stigning eller fald i kursen på den pågældende valuta i eksemplet.

Det bemærkes, at modellen som følge af den højere rente for SEK i grundkørslen, jf. eksempel 5 i tabel 7.5.4., angiver en betydelig placering af aktiver i SEK. Til gengæld vender positionen, hvis der inddrages en forventning om faldende SEK, jf. eksempel 3 i tabel 7.5.5. Modellen er derfor meget følsom over for forventningerne til de omkostninger, der er ved at låne i SEK.

Inddragelse af NOK bevirker en lidt mindre låntagning i EMS og en lidt større aktivplacering i USD og GBP, da korrelationen med disse valutaer er forholdsvis høj, jf. eksempel 4 i tabel 7.5.4. Imidlertid er positionen i NOK også stærkt følsom over for de forventninger, der gøres om valutakursudviklingen, jf. eksempel 1 og 2 i tabel 7.5.5. Dette taler for at mindske det interval, inden for hvilket gældsandelen i NOK tillades at variere.

Når NOK og SEK indgår samlet, giver dette også anledning til gearing, jf. eksempel 6 i tabel 7.5.4. Hvis både NOK og SEK skal indgå, kunne det ske i et fast forhold. Det er imidlertid mindre åbenbart at betragte NOK og SEK som ét valutaområde, eftersom risikoen i de to valutaer er noget forskellig som følge af de forskellige økonomiske udsigter for Norge og Sverige.

Modellen er således ikke anvendelig, hvis NOK, SEK og CAD ønskes inkluderet i valutasammensætningen. Gældsandelene for disse valutaer må i givet fald i stedet fastsættes uden for modellen.

Det kan endvidere konkluderes, at porteføljemodellen er meget følsom over for forventningerne til valutakursudviklingen. Det leder til, at det kan være fordelagtigt at tillægge de indlagte forventninger en vis sikkerhed eller på anden måde at begrænse porteføljeomlægningerne.

7.6. Alternative porteføljemodeller

I Nationalbanken eksperimenteres også med andre modeller til fastlæggelse af porteføljesammensætningen. I porteføljemodeller af den ovenfor skitserede type afvejes de forventede omkostninger mod den forventede risiko målt ved spredningen omkring den forventede værdi. Denne afvejning er imidlertid ikke altid en dækkende beskrivelse af de overvejelser, som en låntager/investor bør gøre sig ved fastsættelsen af sammensætningen af en portefølje. I det følgende beskrives nogle alternative tilgange, dels når usikkerheden tilknyttet valutakursudviklingen ønskes inddraget mere subjektivt, dels når risikoen er asymmetrisk.

Scenarie-afhængig optimering

I en scenarie-afhængig optimering inddrages den subjektive usikkerhed omkring de forventede omkostninger for hver valuta. Dette gøres ved at specificere de udfald for en valuta, som synes mulige. Eksempelvis vil valutaerne sandsynligvis bevæge sig i én retning, hvis EMS-systemet fortsat stabiliseres, og i en anden retning eller med større udsving, hvis fornyet uro opstår.

I den scenarie-afhængige optimering udpeger låntager et udgangsscenarie som det mest sandsynlige. Porteføljesammensætningen findes ud fra afvejningen mellem risiko og omkostninger, hvor omkostningerne svarer til udgangsscenariets. Dette svarer til den porteføljeoptimering, som er angivet i afsnit 7.1. Samtidig underlægges porteføljesammensætningen den betingelse, at de forventede omkostninger i de øvrige scenarier maksimalt må være en fastsat faktor højere end de forventede omkostninger i udgangsscenariet. De ekstra betingelser betyder, at den efficiente rand i denne model tilsyneladende bliver mindre gunstig, end hvis der blot optimeres over én række af forventninger. Ved at acceptere lidt højere omkostninger sikres til gengæld, at porteføljen vil klare sig tilfredsstillende i alle de opstillede scenarier. Dette mindsker det mulige tabspotentiale betydeligt.

I relation til afsnit 7.2. kan den "almindelige" volatilitet for EMS-valutaerne således inddrages i udgangsscenariet, mens der tages højde for muligheden for store udsving ved at underlægge modelsammensætningen, at tabet skal være begrænset i en sådan situation.

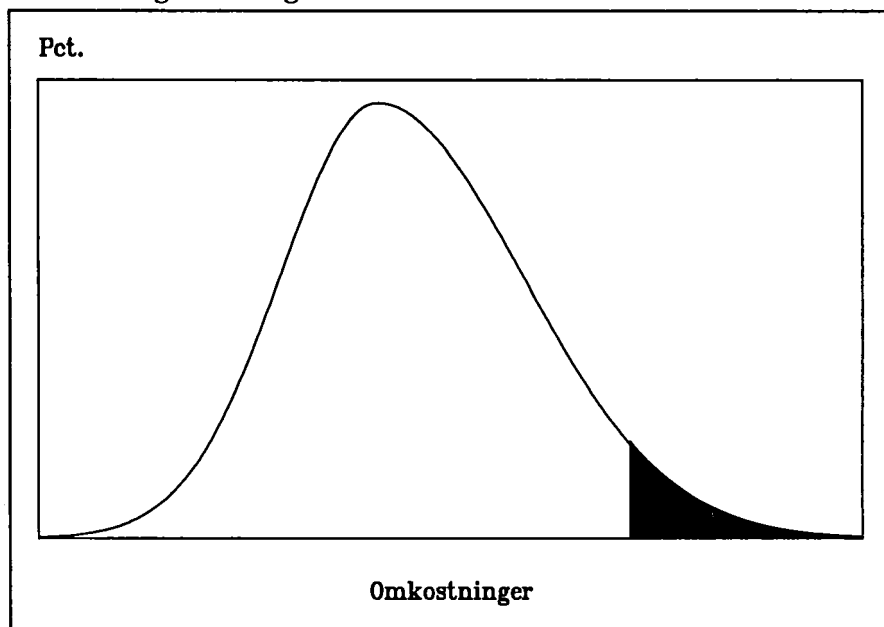
Nationalbanken har lavet nogle eksperimenter med denne optimeringsmetode, der synes lovende.

Model med fokus på tabsrisiko

Ideen bag tabsrisiko(short-fall)-modeller er at fokusere på de tilfælde, hvor der er højere omkostninger end forventet. Ved den traditionelle optimeringsmetode afvejes tab og gevinst symmetrisk mod risiko. Imidlertid vil "skaden" ved, at omkostningerne er højere end forventet, ofte opfattes som større end "gevinsten", hvis omkostningerne er mindre end forventet. I tabsrisiko-modeller specificerer låntager et omkostningsmål. Risiko defineres ud fra den del af omkostningsfordelingen, hvor låntager oplever et tab i forhold til det opstillede mål. Selve risikomålet kan fastsættes på flere måder, hvor fx tabets størrelse inkluderes i målet. Det kendetegnende er, at kun den højre hale af omkostningsfordelingen inddrages. Den øvrige del af fordelingen indgår via den forventede

middelværdi. I figur 7.6.1. er det således kun den markerede del af omkostningsfordelingen, der indgår i risikomålet.

Figur 7.6.1.
Omkostningsfordeling



Også denne tilgang har intuitivt gode egenskaber, og Nationalbanken har lavet nogle foreløbige kørsler med denne metode. Eftersom den beregningsmæssige ændring især er kun at inddrage højre hale af omkostningsfordelingen, giver denne tilgang større forskel i porteføljesammensætningen for asymmetriske fordelinger. De valutaer, der indgår i porteføljemodellen, er kun moderat asymmetriske - og generelt næsten symmetriske, når der justeres for skift i valutakursregime. Dette mindsker gevinsten ved at benytte denne metode. Uanset om de betragtede fordelinger er asymmetriske, har tilgangen imidlertid den fordel, at det kan være lettere at specificere et mål for de maksimale omkostninger frem for en mere abstrakt afvejning mellem forventede omkostninger og risiko. Endvidere er risikoen bedre beskrevet, når der anvendes instrumenter med asymmetrisk afkastprofil, som fx optioner. Sådanne instrumenter anvender Nationalbanken dog ikke.

7.7. Konklusion

I det foregående er gennemgået forskellige overvejelser og problemer omkring anvendelsen af porteføljemodeller, og nogle alternativer til den anvendte model er skitseret.

En porteføljemodel er et nyttigt værktøj til at vælge en porteføljesammensætning i en konsistent afvejning mellem forventet risiko og omkostninger. Imidlertid er det meget vigtigt at kombinere anvendelsen af en porteføljemodel med "sund fornuft". Dette gælder fx ved vurdering af, i hvor høj grad historiske data er relevante for estimation af den fremtidige risiko. Endvidere er der grund til nøje at vurdere de porteføljesammensætninger, som beregnes i modellen. Den anvendte model er ikke god til at skelne mellem valutaer, der er højt korrelerede, og den vil derfor angive en gearing mellem disse valutaer, som ikke er hensigtsmæssig. Dette løses ved enten at fastsætte en fast fordeling mellem de højt korrelerede valutaer eller den maksimale position i de enkelte valutaer.

Kapitel 8.

Rentestrukturen for statsobligationer i Danmark

8.1. Indledning

Siden 1989 har renten på obligationer med korte løbetider været højere end renten på obligationer med lange løbetider. Rentestrukturen, der afspejler sammenhængen mellem renter på obligationer med forskellige løbetider, har således været faldende. Ved udgangen af 1993 havde rentestrukturen dog ændret form, således at de effektive renter for obligationer med løbetider over ca. 2 år var svagt stigende.

I afsnit 8.2. beskrives sammenhængen mellem forskellige obligationers restløbetid og effektive rente. Til en række formål opnås et bedre billede af rentestrukturen ved den såkaldte nulkuponrentestruktur. Nulkuponrentestrukturen kan dog ikke observeres, men må estimeres. I afsnit 8.3. beskrives estimationen af nulkuponrentestrukturen, og der redegøres for, hvordan nulkuponrentestrukturen har udviklet sig gennem 1993. I afsnit 8.4. beskrives, hvordan fremtidige rentestrukturer kan beregnes ud fra den nuværende rentestruktur. I afsnit 8.5. beskrives fluktuationerne omkring den overordnede renteudvikling.

8.2 Rentestrukturen udtrykt ved effektive renter

En rentestruktur udtrykt ved de effektive renter viser de effektive renter på en række obligationer fordelt efter restløbetid. I figur 8.2.1. er vist rentestrukturen den 28. december 1993 for udvalgte skatkammerbeviser, statsgældsbeviser og stående lån.

Der er dog visse forhold, der slører fortolkningen af rentestrukturen, idet en obligations effektive rente ikke er et problemfrit udtryk for afkastet ved investering i obligationen.

Den effektive rente på en obligation er den rente, der afbalancerer forholdet mellem det investerede beløb og de fremtidige udbetalinger fra obligationen. Det vil sige, at den effektive rente er den rente, hvormed de fremtidige udbetalinger skal tilbagediskonteres for at svare til det investerede beløb. Ved at tilbagediskontere alle fremtidige udbetalinger med den samme rente forudsættes, at alle fremtidige betalinger kan geninvesteres til denne rente, og dermed at rentestrukturen er flad. Det

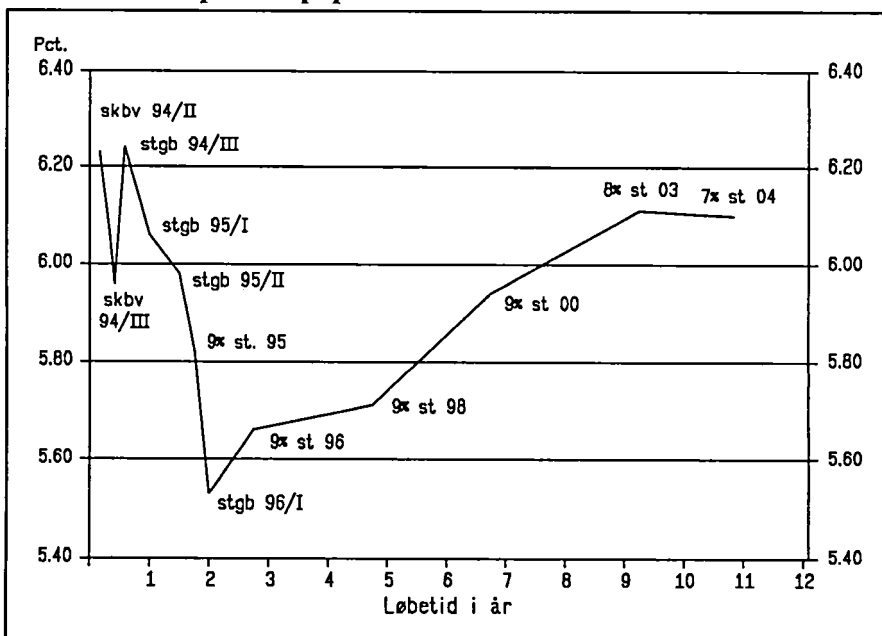
ses af figur 8.2.1., at rentestrukturen den 28. december 1993 ikke var flad. Forudsætningen om en flad rentestruktur holder normalt ikke.

Når rentestrukturen ikke er flad, kan obligationer, der er identiske, bortset fra kuponens størrelse, have forskellige effektive renter. Dette skyldes, at obligationer med en høj kupon vil have en større andel af betalingerne i starten af obligationernes levetid. Eksempelvis vil en obligation med en høj kupon typisk have en højere effektiv rente end en obligation med en lav kupon, når rentestrukturen er faldende, da en større andel af betalingerne fra obligationen med den høje kupon er placeret på de tidspunkter, hvor renten er højest.

En rentestruktur, der baseres på de effektive renter vil, som det fremgår af figur 8.2.1., "knække" ved de punkter, hvor der er observationer. Fra tid til anden kan det være interessant at undersøge renten på et fremtidigt aftalt lån (den såkaldte implicitte forwardrente), dette kan dog være vanskeligt ved en rentestruktur, der "knækker".

Figur 8.2.1.

Effektiv rente på statspapirer den 28. december 1993



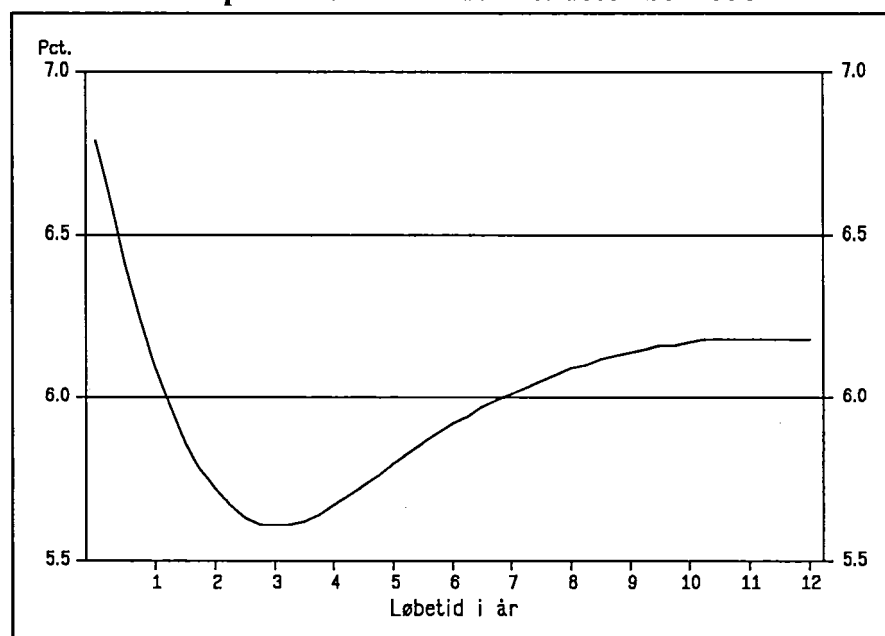
8.3. Nulkuponrentestrukturen for statsobligationer

En bedre forståelse af forholdet mellem forskellige obligationers restløbetid og rente kan opnås ved i stedet at betragte den såkaldte nulkuponrentestruktur.

I figur 8.3.1. er vist den estimerede nulkuponrentestruktur den 28. december 1993.

Figur 8.3.1.

Estimeret nulkuponrentestruktur den 28. december 1993



En nulkuponobligation er en obligation, der ikke bærer nogen pålydende rente, men hvor forrentningen gennem obligationens løbetid alene sker som følge af den kursgevinst, der opnås ved, at obligationen købes til en kurs under pari og indfries til pari. En nulkuponobligation har således kun én betaling, der forfalder ved obligationens udløb.

Enhver obligation kan opfattes som en serie af nulkuponobligationer, hvor de enkelte nulkuponobligationer svarer til de enkelte betalinger gennem obligationens løbetid. Prisen på hver enkelt af disse "syntetiske" nulkuponobligationer kan imidlertid ikke observeres på noget marked, men ved hjælp af statistiske metoder kan der estimeres en nulkuponrentestruktur for statspapirer ved hjælp af de effektive renter på en ræk-

ke af de mest likvide skatkammerbeviser, statsgældsbeviser og stående lån. En nulkuponrentestruktur estimeres i flere trin.

I første trin estimeres en rentestruktur, der til hvert fremtidigt tidspunkt knytter én nulkuponrente, hvorefter de enkelte betalinger fra en given obligation tilbagediskonteres med de dertil hørende nulkuponrenter. Gennemføres dette for alle kuponbetalingerne fra obligationen, kan en teoretisk kurs beregnes. Beregningen udføres for alle de udvalgte obligationer og forskellen mellem de faktiske og teoretiske kurser observeres. Næste trin består i en udregning af et nyt sæt nulkuponrenter, ved hvilke forskellen mellem de teoretiske og faktiske priser reduceres. Dette gennemføres flere gange. Beregningerne afsluttes, når den kvadrerede forskel mellem de faktiske og teoretiske kurser er minimeret under en række bibetingelser, bl.a. at rentekurven ikke "knækker".

Resultatet af denne estimation er, at der opnås en rentestruktur, hvor de enkelte renter over løbetiden ikke er påvirket af kuponens størrelse på de enkelte obligationer, at alle løbetider på rentestrukturen er dækket, således at der forholdsvis simpelt kan beregnes forwardrenter mellem betalinger på to forskellige tidspunkter, og at det er muligt at beregne, hvordan en given obligation er prisfastsat i forhold til den teoretiske kurs.¹⁾

Det ses, at kurven i forhold til rentekurven udtrykt ved de effektive renter ikke "knækker", men i øvrigt har nogenlunde samme forløb. Således ses det, at nulkuponrentestrukturen den 28. december 1993 var faldende (invers) for løbetider op til 2 år og stigende for længere løbetider.

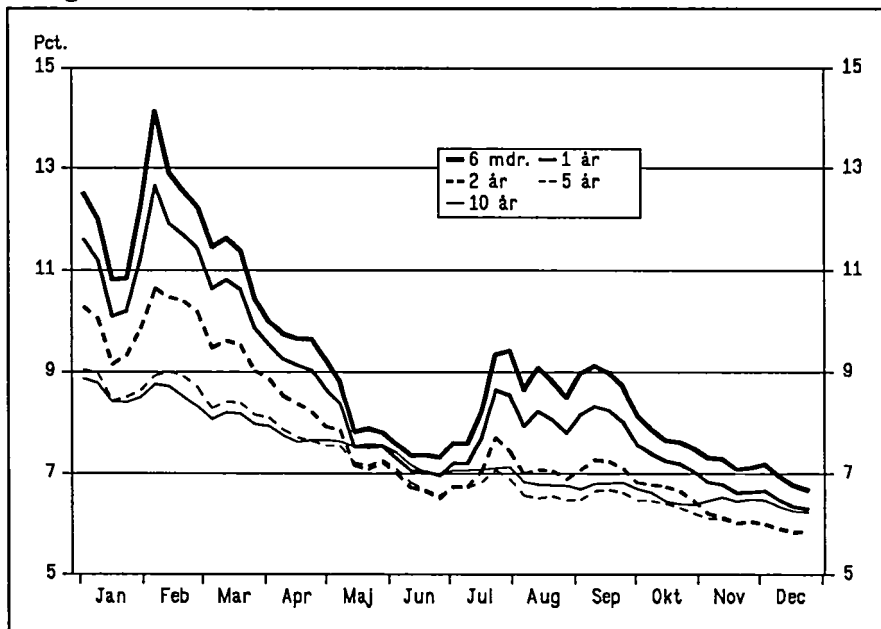
I figur 8.3.2. er vist udvalgte løbetider på nulkuponrentestrukturen gennem 1993.

Det dominerende indtryk af udviklingen i nulkuponrenterne gennem 1993 er et billede af stærkt faldende renter over hele løbetidsspektret. Således er de korte renter (her belyst via 6-måneders renter) faldet med omkring 6 procentpoint og de lange (10 år) med omkring 3 procentpoint gennem 1993. Den faldende trend blev dog, især for de korte renters vedkommende, afbrudt 2 gange i løbet af året i forbindelse med valutauroen i starten af februar og i juli/august. De høje pengemarkedsrenter i disse perioder, som følge af Nationalbankens renteforhøjelser og den stramme likviditetssituation i pengeinstitutterne, havde en afsmittende effekt på de korte statsobligationer og især på skatkammerbeviserne, der kan beragtes som pengemarkedspapirer på grund af deres korte løbetid.

¹⁾ En analyse af prisdannelsen på statsobligationer findes i "Statens låntagning og gæld 1991", kapitel 8.

Figur 8.3.2.

Udvalgte løbetider på nulkuponrentestrukturen. Ugentlige gennemsnit gennem 1993.



Yderligere fremgår det af figur 8.3.2., at spændet mellem de korte og de lange renter er blevet kraftigt indsnævret fra omkring 3,5 procentpoint til omkring 0,5 procentpoint i takt med normaliseringen af renteforholdene. Nulkuponrentestrukturen er derved ændret fra at være stærkt fallende over hele løbetidspektret til at være forholdsvis flad.

8.4. Implicitte forwardrenter og "forventede" fremtidige rentestrukturer

En beregning af den forventede fremtidige rentestruktur kan tage udgangspunkt i den nuværende nulkuponrentestruktur. Ved beregningen må visse restriktive antagelser dog gøres.

En mulighed kunne således være at antage den såkaldte "forventningshypotese". Ifølge denne skal afkastet over en given horisont (eventuelt 1 år) være det samme, uanset om der investeres i en obligation med 1 års eller med 5 års restløbetid. Såfremt dette ikke var tilfældet

ville markedsdeltagerne i gennemsnit forvente, at der var en gevinst ved at købe enten den ene eller den anden obligation.

En sådan antagelse giver højst tilnærmelsesvis mening, da rentestrukturen også påvirkes af en række andre faktorer. Specielt vil nogle investorer og udstedere normalt ønske bestemte løbetider for deres porteføljer bl.a. af hensyn til den risiko, der vil være ved at vælge en løbetid, der ikke direkte giver de ønskede betalinger. En sådan risiko opstår ved, at der derved vil være behov for enten at refinansiere de valgte obligationer eller for at sælge obligationerne, før de udløber. Derved vil betydelige afvigelser fra den forventede rentestruktur helt naturligt forekomme.

Uanset dette giver en rentestruktur beregnet ved hjælp af forventningshypotesen en fornemmelse af, i hvilket leje den fremtidige rentestruktur vil ligge baseret på de nuværende markedsforhold. En sådan beregning er beskrevet nærmere i appendiks.

I figur 8.4.1. og 8.4.2. er vist de forventede rentestrukturer henholdsvis ultimo 1. kvartal 1993 og ultimo 4. kvartal 1993 sammenlignet med de faktiske rentestrukturer på samme tidspunkter. De forventede rentestrukturer er begge beregnet ud fra nulkuponrentestrukturen ultimo 1992.

Det ses, at den faktisk observerede rentestruktur ultimo 1. kvartal 1993 svarede ganske godt til den forventede rentestruktur 3 måneder tidligere. Derimod lå den faktisk observerede rentestruktur i 4. kvartal 1993 betydeligt lavere, end hvad der kunne beregnes et år tidligere.

Ud fra rentestrukturen ultimo 1993 var det således muligt at "forudsige" et fald i renterne, men ikke tilnærmelsesvis så stort et fald som det realiserede.

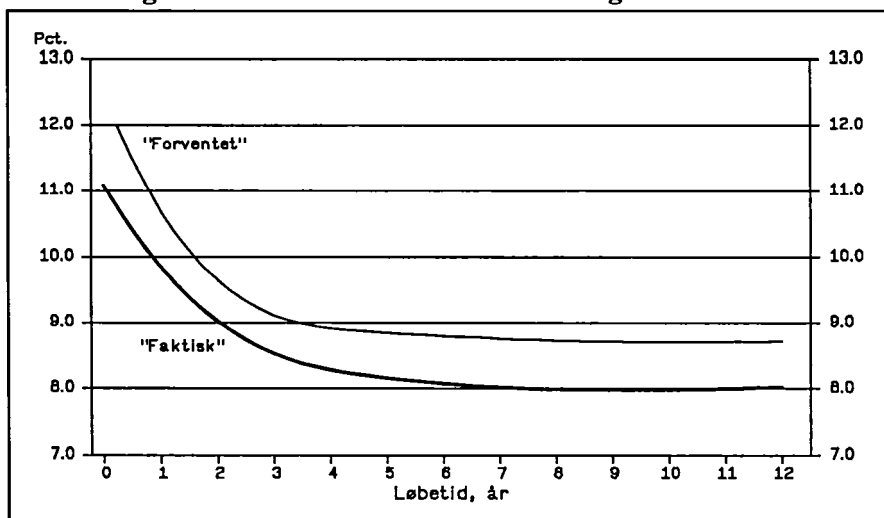
Dette understreger, at der skal tages et betydeligt forbehold over for den forventede rentestruktur, især når denne beregnes over en længere periode.

8.5. Volatilitetsstrukturen gennem 1993

En af årsagerne til, at rentestrukturen kan være svær at forudsige over en længere horisont er, at renterne ikke udvikler sig efter en jævn trend, men svinger. Præcise skøn over markedets forventede renteutvikling kan ikke tillægges stor vægt, når renterne har svinget så meget som det var tilfældet gennem 1993. Derfor kan der, for at tage højde for den afvigelse fra den gennemsnitlige udvikling, der har været gennem perioden, eventuelt indlægges usikkerhedsintervaller omkring den beregnede rentestruktur. Dette er dog ikke gjort her.

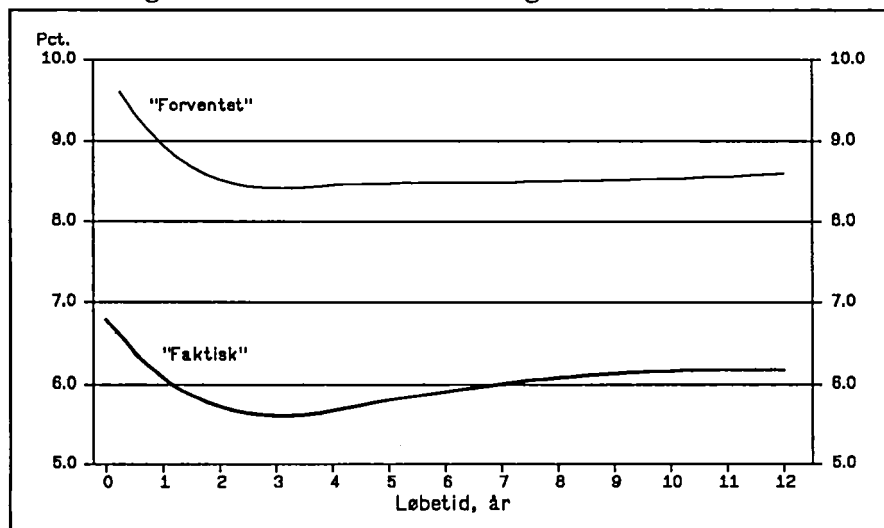
Figur 8.4.1.

Rentestrukturen ultimo 1. kvartal 1993. Faktisk observeret rentestruktur og den "forventede" 3 måneder tidligere.



Figur 8.4.2.

Rentestrukturen ultimo 4. kvartal 1993. Faktisk observeret rentestruktur og den "forventede" 1 år tidligere.



Et ofte brugt nøgletal for afvigelserne fra den jævne renteudvikling (trend) i en periode er volatiliteten.

Ved en beregning af volatiliteten forudsættes det normalt, at de observerede renter kan beskrives som udfald fra en lognormalfordeling.¹⁾ På baggrund af de observerede renter beregnes de relative ændringer fra uge til uge gennem en given periode.²⁾ Volatiliteten beregnes som standardafvigelsen til tidsserien af ændringer. Denne standardafvigelse skaleres op til årsniveau for at få et med andre perioder sammenligneligt udtryk. Gentages proceduren for alle løbetider på nul kuponrentestrukturen, fås den såkaldte volatilitetsstruktur. Volatiliteten er således et mål for spredningen omkring trendudviklingen i renterne gennem perioden.

Volatilitet måles normalt i pct. Den nok simpleste fortolkning af en årlig volatilitet på 10 pct. for en given løbetid er at anvende målet fremadrettet. Forventes det således, at renten på en obligation med denne løbetid i gennemsnit vil være konstant gennem det næste år, men vil svinge lige så meget som i det forgangne år, kan volatiliteten anvendes til at forudsige, med hvilken sandsynlighed renten vil ligge i et bestemt interval omkring den gennemsnitligt forventede rente. Det gælder således approksimativt, at en volatilitet på 10 pct. under de ovennævnte forudsætninger betyder, at renten om ét år i 2 ud af 3 tilfælde (eller med 67 pct. sandsynlighed) vil ligge i intervallet ± 10 pct. af den forventede gennemsnitlige rente. Forventes fx en rente på 9 pct. bliver det approksimative interval mellem 8,1 ($9 \times 0,9$) og 9,9 ($9 \times 1,1$).

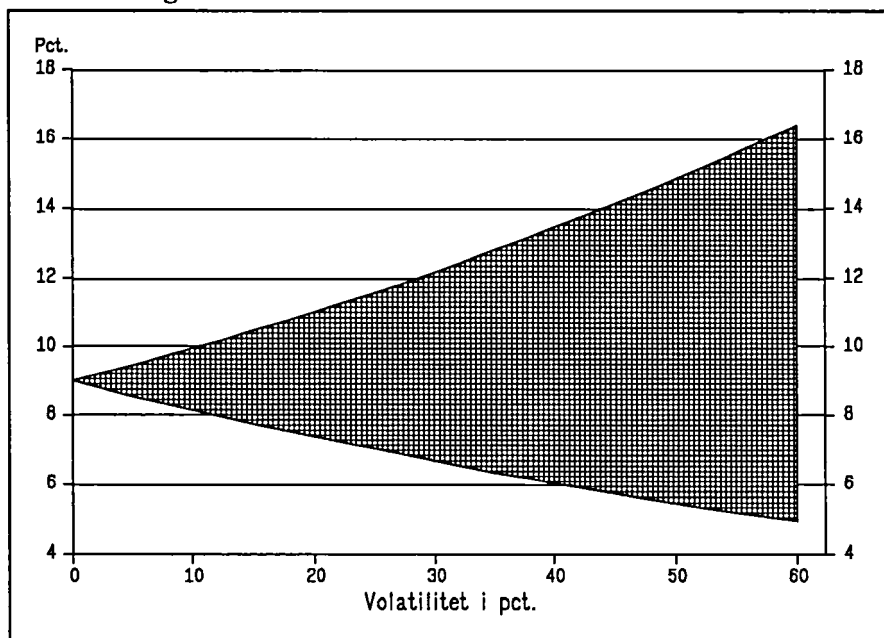
Anvendt på denne måde kan en volatilitet fortolkes via usikkerhedsintervallet omkring en forventet rente. Det er dog vigtigt at bemærke, at volatiliteten ikke kan anvendes til at forudsige en forventet rente. Hertil kan fx anvendes implicitte forwardrenter eller andet, jf. afsnit 8.4. Endelig kan det bemærkes, at der ved ovennævnte metode implicit antages, at jo mere renten svinger, desto sværere er det at forudsige, hvilket interval renten i fremtiden vil ligge i. Dette behøver ingenlunde at være tilfældet, da det udmærket kan gælde, at renten over tid nærmer sig et "naturligt" niveau, således at fald i renten tenderer til at modsvares af senere stigninger, og omvendt.

1) En lognormalfordeling er en sandsynlighedsfordeling, hvorom det gælder, at tages logaritmen til ethvert punkt på tæthedsfunktionen, fås tæthedsfunktionen til en normalfordeling. Lognormalfordelingen har den attraktive egenskab, at den udelukker negative renter i alle rentescenarier.

2) De relative ændringer fra uge til uge kan måles ved størrelsen $\ln(r_t/r_{t-1})$, hvor r_t er renten i denne uge og r_{t-1} renten ugen før, der approksimativt måler den procentvise ændring mellem de to perioder. De relative ændringer gennem 1993 kan i al væsentlighed beskrives som værende udfald fra normalfordeling.

I figur 8.5.1. er vist sammenhængen mellem volatilitet og usikkerhedsintervaller omkring en forventet rente på 9 pct. et år frem.

Figur 8.5.1.
Volatilitet og usikkerhedsinterval

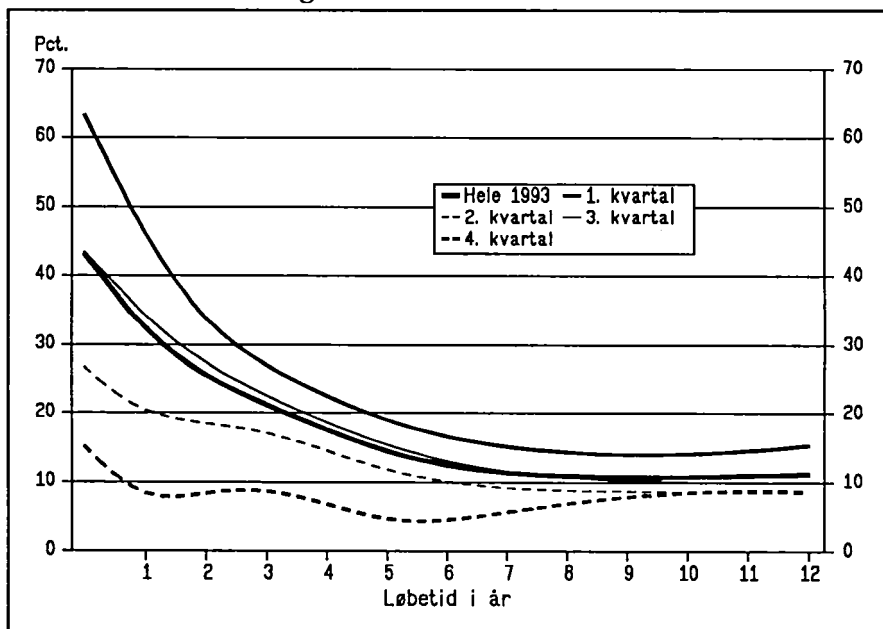


I figur 8.5.2. fremgår volatilitetsstrukturen for de enkelte kvartaler gennem 1993 og for hele 1993.

Det fremgår af figur 8.5.2., at volatiliteten gennem året som helhed var højest for de korte nulkuponrenter. Dette er i overensstemmelse med den ud fra figur 8.3.2. observerede fluktuation i de korte renter, primært omkring valutauroen (1. og 3. kvartal). Derudover er det ligeledes i overensstemmelse med forventningerne, at volatiliteten er lavest i 2. og 4. kvartal, hvor obligationsmarkederne ikke var præget af valutauro.

De lange renter var ligeledes mest volatile under valutauroen, men har gennem både de enkelte kvartaler og hele 1993 bevæget sig mere jævnt. Endelig kan det nævnes, at efter normaliseringen af renteforholdene, dvs. i 4. kvartal, har de korte og de lange renter været omtrent lige volatile. I 4. kvartal 1993 har volatiliteten i det væsentlige svaret til, hvad der er observeret de foregående år.

Figur 8.5.2.
Volatilitetsstrukturen gennem 1993



Appendiks

Beregning af forventet fremtidig rentestruktur

For at beregne en forventet rentestruktur ultimo 4. kvartal 1993 tages udgangspunkt i rentestrukturen ultimo 4. kvartal 1992. I nedenstående tabel er vist 1, 2, 3, 4 og 5 års nulkuponrenter ultimo 4. kvartal 1992. Ved hjælp af disse renter, kan der beregnes implicitte 1 års forwardrenter. For en forklaring af forwardrenten, jfr. ordlisten. Her er den implicitte forwardrente for et 1-årigt lån om ét år benævnt ved $f_{1,1}$.

Tabel 8.A.1.

Beregning af 1 periodes-forwardrenter

Løbetid	Nulkupon-renter	Beregning af forwardrente	1-årige forwardrenter
1 år	11,57 pct.	$(1,1025)^2/(1,1157)^1 - 1$	= 8,95 pct. = $f_{1,1}$
2 år	10,25 pct.	$(1,0952)^3/(1,1025)^2 - 1$	= 8,07 pct. = $f_{1,2}$
3 år	9,52 pct.	$(1,0919)^4/(1,0952)^3 - 1$	= 8,21 pct. = $f_{1,3}$
4 år	9,19 pct.	$(1,0906)^5/(1,0919)^4 - 1$	= 8,54 pct. = $f_{1,4}$
5 år	9,06 pct.		

Da det er rentestrukturen om ét år, der er af interesse, kan forwardrenterne fra år 1 beregnes, fx ud fra de 1-årige forwardrenter. Beregningen er udført i tabel 8.A.2. Her er den implicitte forwardrente for et 2-årigt udlån om ét år benævnt ved $f_{2,1}$.

Tabel 8.A.2.

Beregning af den forventede rentestruktur om 1 år

Løbetid	Formel	Rente
1 år	$f_{1,1}$	= 8,95 pct. = $f_{1,1}$
2 år	$[(1+f_{1,1})(1+f_{1,2})]^{1/2} - 1$	= 8,51 pct. = $f_{2,1}$
3 år	$[(1+f_{1,1})(1+f_{1,2})(1+f_{1,3})]^{1/3} - 1$	= 8,41 pct. = $f_{3,1}$
4 år	$[(1+f_{1,1})(1+f_{1,2})(1+f_{1,3})(1+f_{1,4})]^{1/4} - 1$	= 8,44 pct. = $f_{4,1}$

Uanset om der købes en 4-årig nulkuponobligation i dag eller en 1-årig nulkuponobligation efterfulgt af en 3-årig nulkuponobligation om et år, er afkastet det samme, hvorved arbitragemuligheder er udelukket. I faglitteraturen betegnes denne måde at beregne fremtidige rentestrukturer på "den lokale forventningshypotese".

Kapitel 9.

Månedsfordeling af statens betalinger

9.1. Indledning

Da likviditetsudviklingen i den private sektor i høj grad er bestemt af de statslige ind- og udbetalinger, er det vigtigt for især pengeinstitutter at kunne skønne over den tidsmæssige fordeling af disse på både månedlig og daglig basis.

Nationalbanken har etableret et system, der benyttes til udarbejdelse af skøn over månedsfordelingen af de statslige betalinger. Disse skøn udsendes til interesserede.

Månedsfordelingssystemet er beskrevet i "Statens låntagning og gæld 1991", hvorfor beskrivelsen nedenfor er af mere summarisk karakter.

9.2. Månedsfordeling

Nationalbanken udarbejder og udsender en månedsfordeling af statens betalinger i maj, august, oktober og december. Til grund for månedsfordelingerne ligger Finansministeriets skøn over statsfinanserne, der offentliggøres i budgetoversigterne på disse tidspunkter.

Månedsfordelingen består af en oversigtstabel, en indbetalingstabel og en udbetalingstabel. Af bilag 9.1. fremgår den senest udsendte månedsfordeling fra december 1993, som er udarbejdet på baggrund af finansloven for 1993.

Interesserede kan løbende få tilsendt månedsfordelingen (på papir eller diskette) ved henvendelse til Nationalbanken, Pengepolitisk Kontor (tlf. 33141411, lokal 3905).

9.3. Betalingstidspunkter

I det seneste år er der sket en del ændringer i betalingstidspunkterne for en række statslige ind- og udbetalinger, hvoraf de væsentligste vil blive omtalt nedenfor.

På indbetalingssiden er de vigtigste ændringer afkortede kredittider for afgifter på mineralolieprodukter, elektricitet og kul i forbindelse med skatteomlægningen i 1993. I 1994 nedsættes kredittiden med fem dage, således at betalingsdatoen rykkes fra ultimo måneden til den 25. i mæne-

den efter salgsmåned. I 1995 rykkes betalingsdatoen frem til den 20., og fra 1. januar 1996 rykkes betalingsdatoen frem til den 15. i måneden efter salgsmåned, således at betalingstidspunktet falder sammen med angivelsestidspunktet. Dermed vil betalings- og angivelsesfristerne for energiafgifterne være i overensstemmelse med de øvrige punktafgifter.

Som led i regeringens strukturreformer og beskæftigelsesfremmende foranstaltninger er der oprettet tre nye arbejdsmarkedsfonde: Dagpengefonden, Aktiveringsfonden og Sygedagpengefonden. Betalingsterminerne for indbetalingerne til de tre fonde følger mønstret for A-skatter.

På udbetalingssiden er de vigtigste ændringer, at udbetalingen af statens lønninger, pensioner og uddannelsesstøtte er udskudt fra den 5. og 6. sidste til sidste bankdag i måneden.

Betalingstidspunktet for de enkelte statslige betalinger fremgår af bilag 9.2., hvor de ændrede betalingstidspunkter er indarbejdet. For indbetalingerne gælder det generelt, at de anførte betalingsdatoer er forfaldsdage, mens likviditetspåvirkningen typisk finder sted to bankdage senere. For udbetalingerne gælder det derimod generelt, at likviditetspåvirkningen finder sted på de anførte betalingsdatoer.

Bilag 9.1.

Månedsfordeling af finansloven for 1994

Tabel 1.
Oversigt. Mill.kr.

	Jan.94	Feb.94	Mar.94	Apr.94
Indbetalinger	22.254	48.913	23.361	11.626
Udbetalinger	33.826	37.585	28.724	34.926
Nettokassesaldo	-11.572	11.328	-5.362	-23.300
Afdrag på indenlandsk gæld:				
Afdrag på statsobligationer	0	2.678	4.000	2.420
Indløsning af statsgældsbeviser	0	4.700	0	0
Afdrag på udenlandsk gæld:				
Afdrag på udenlandsk statsgæld	2.524	69	21	578
Opkøb af værdipapirer vedrørende udenlandsk gæld	0	0	0	0
Bruttokassesaldo	-14.096	3.881	-9.383	-26.298
Afdrag på udenlandsk statsgæld	2.524	69	21	578
Opkøb af værdipapirer vedrørende udenlandsk gæld	0	0	0	0
Bruttokassesaldo ekskl. udenl. afdrag	-11.572	3.950	-9.362	-25.720

Maj 94	Jun.94	Jul.94	Aug.94	Sep.94	Okt.94	Nov.94	Dec.94	1994
42.864	15.561	21.107	42.730	16.324	16.558	58.731	34.961	354.989
33.830	29.380	33.876	32.989	28.023	31.852	49.734	35.133	409.876
9.034	-13.819	-12.768	9.741	-11.699	-15.294	8.997	-172	-54.887
0	5	1.174	0	6	1.061	30.598	0	41.941
4.850	0	0	6.700	0	0	0	0	16.250
-77	760	981	1.703	1.660	-71	887	59	9.094
0	0	0	0	0	0	0	0	0
4.261	-14.584	-14.923	1.338	-13.365	-16.284	-22.488	-231	-122.172
-77	760	981	1.703	1.660	-71	887	59	9.094
0	0	0	0	0	0	0	0	0
4.184	-13.824	-13.942	3.041	-11.704	-16.355	-21.601	-172	-113.078

Tabel 2.
Indbetalinger. Mill.kr.

	Jan.94	Feb.94	Mar.94	Apr.94
Skatter:				
A-skat	23.500	15.980	15.838	16.735
B-skat	1.264	1.264	1.264	1.264
Overskydende skat inkl. § 55-beløb ...	-719	-326	-560	-3.970
Restskat	683	664	563	508
Frivillige indbetalinger	195	2.002	11	69
Særlig indkomstskat	76	55	36	27
Udbytte- og royaltyskat	163	31	7	98
Selskabsskat inkl. skat af fonde mv. ...	50	50	3.700	50
Kulbrinteskot	0	0	409	0
Realrenteafgift ekskl. DSP	0	0	0	0
Stempel- og aktieafgift	371	371	371	371
Andre skatter inkl. arve- og gaveafgift .	357	357	357	357
Afregning til kommuner af indkomstskat	-11.231	-11.231	-11.231	-11.231
Arbejdsmarkedets fonde:				
Fonden for dagpenge	1.155	1.567	1.567	1.567
Aktiveringsfonden	130	1.174	1.174	1.174
Sygedagpengefonden	21	845	845	845
Merværdiafgift:				
Byerhverv	-1.000	30.800	500	-1.000
Eksporterhverv, månedlig afregning ...	-2.375	-2.375	-2.375	-2.375
Eksporterhverv, ugentlig afregning ...	-2.600	-2.600	-2.600	-2.600
Landbrug	0	0	1.000	0
Import	1.950	1.950	1.950	1.950
Andre afgifter:				
Olie, gas og kul	616	170	589	578
El	445	97	383	579
Benzin	523	523	523	523
Vægtafgift og ansvarsforsikring	412	399	542	391
Registreringsafgift	884	837	736	636
Spiritus, vin og øl	425	469	282	310
Tobak	606	724	461	628
Andre told- og forbrugsafgifter	209	209	209	209
Miljøafgifter	114	238	68	98
Elevbidrag fra kommuner	0	0	0	0
Koncessions- og olierørsafgift	26	26	26	26
Miljøafgifter på energi	283	283	283	283
Lønsumsafgift	569	28	28	569
EF:				
Told- og landbrugsafgift	192	151	188	184
Refusion fra EFs landbrugsfond	2.343	1.876	655	583
Overførsler til staten:				
Rente fra Nationalbanken	0	0	625	0
Overskud fra Nationalbanken	0	0	4.800	0
Overskud fra Hypotekbanken	0	0	0	0
DSPs renteindtægter	2.476	2.167	0	2.053
Rigshospitalets betalingsordning	139	139	139	139
Ekstraordinære indbetalinger	0	0	0	0
Indbetalinger i alt	22.254	48.913	23.361	11.626

Maj 94	Jun.94	Jul.94	Aug.94	Sep.94	Okt.94	Nov.94	Dec.94	1994
17.648	17.520	17.357	16.264	16.442	17.276	17.027	17.412	209.000
1.264	182	1.264	1.264	1.264	1.264	1.264	182	13.000
-3.155	-2.657	-2.356	-1.318	-666	-464	-405	-303	-16.900
415	379	476	473	1.126	1.251	1.215	447	8.200
167	1.002	2.673	-4	12	4	6	63	6.200
11	9	18	16	345	385	397	25	1.400
323	331	1	-47	16	22	-245	-100	600
50	50	50	50	50	-500	12.350	-1.000	14.950
0	0	0	0	0	0	491	0	900
0	0	0	0	0	0	0	20.400	20.400
371	371	371	371	371	371	371	371	4.450
357	357	357	357	357	357	357	357	4.280
-11.231	-11.231	-11.231	-11.231	-11.231	-11.587	-12.145	-11.587	-136.400
1.567	1.567	1.567	1.567	1.567	1.567	1.567	1.567	18.390
1.174	1.174	1.174	1.174	1.174	1.174	1.174	1.174	13.043
845	845	845	845	845	845	845	845	9.317
30.800	500	-1.000	30.800	500	-1.000	30.800	500	121.200
-2.375	-2.375	-2.375	-2.375	-2.375	-2.375	-2.375	-2.375	-28.500
-2.600	-2.600	-2.600	-2.600	-2.600	-2.600	-2.600	-2.600	-31.200
0	1.000	0	0	1.300	0	0	1.300	4.600
1.950	1.950	1.950	1.950	1.950	1.950	1.950	1.950	23.400
242	545	600	19	312	580	250	789	5.290
150	555	528	35	342	449	108	579	4.250
523	523	523	523	523	523	523	523	6.275
472	419	432	401	426	454	387	391	5.125
993	992	1.306	1.193	1.106	1.100	810	783	11.375
374	363	422	397	363	326	321	349	4.400
555	575	638	724	512	521	651	554	7.150
209	209	209	209	209	209	209	209	2.510
234	75	145	259	66	106	249	72	1.725
0	0	1.772	0	0	0	0	0	1.772
26	692	26	26	26	26	26	26	974
283	283	283	283	283	283	283	283	3.400
28	28	569	28	28	569	28	28	2.500
165	279	182	173	195	183	167	267	2.325
718	718	718	718	718	718	718	718	11.201
0	625	0	0	625	0	0	625	2.500
0	0	0	0	0	0	0	0	4.800
0	0	487	0	0	0	0	0	487
173	167	3.589	47	6	2.433	1.817	0	14.930
139	139	139	139	139	139	139	139	1.670
0	0	0	0	0	0	0	0	0
42.864	15.561	21.107	42.730	16.324	16.558	58.731	34.961	354.989

Tabel 3.
Udbetalinger. Mill.kr.

	Jan.94	Feb.94	Mar.94	Apr.94
Udland:				
Bistand til ulande	642	642	642	642
Tilskud til Grønland	198	198	198	198
EFs landbrugsfond	655	583	718	718
Afregning til EF af told mv.	156	131	172	138
Moms- og BNI-bidrag til EF	696	696	696	696
Kommuner:				
Generelle tilskud	2.201	2.201	2.201	2.201
Udligning af udgifter til merværdiafgift	707	707	707	707
Refusion af sociale ydelser	6.758	6.758	6.758	6.891
Refusion efter bistandslovens § 136 . . .	0	317	0	0
Dagpenge, sygdom og fødsel	737	737	737	737
Boligtilskud:				
Boligydelse og boligsikring	1.298	0	0	1.298
Rentesikring	0	0	280	0
Rente-, afdragsbidrag og ydelsesstøtte .	0	0	0	0
Tilskud til forbedringsarbejder	128	128	128	128
Børn:				
Børnetilskud	459	0	0	459
Børnefamilieydelse	1.848	77	0	1.848
Andet:				
Arbejdsløshedsdagpenge	2.817	2.857	2.840	2.936
Efterløn	1.060	987	1.153	1.077
Iværksætter- og uddannelsesydelse	135	135	135	135
Statens uddannelsesstøtte	491	491	491	491
Driftstilskud til skoler	308	308	308	308
Løn, pension mv.:				
Lønninger	1.974	1.974	1.974	1.974
Skat af løn	1.316	1.316	1.316	1.316
Pensioner	307	307	307	307
Skat af pensioner	161	161	161	161
Anlægsudgifter	539	539	539	539
Renter mv.:				
Renter af indenlandsk statsgæld	366	7.203	257	1.337
Renter af udenlandsk statsgæld	428	936	1.245	852
DSPs nettoobligationskøb	2.680	2.437	0	2.071
 Residual	 4.761	 4.761	 4.761	 4.761
Udbetalinger i alt	33.826	37.585	28.724	34.926

Maj. 94	Jun.94	Jul.94	Aug.94	Sep.94	Okt.94	Nov.94	Dec.94	1994
642	642	642	642	642	642	642	642	7.703
198	198	198	198	198	198	198	198	2.375
718	718	718	718	718	718	2.109	2.110	11.201
172	252	159	158	157	165	177	254	2.092
696	696	696	696	696	696	696	696	8.350
2.201	2.201	2.201	2.201	2.201	2.201	2.201	2.201	26.409
707	707	707	707	707	707	707	707	8.482
6.891	6.891	7.033	7.033	7.033	7.161	7.161	7.162	83.533
317	0	0	317	0	0	317	0	1.267
737	737	737	737	737	737	737	737	8.846
0	0	1.298	0	0	1.298	0	0	5.190
0	280	0	0	280	0	0	280	1.118
0	1.623	0	0	0	0	0	1.623	3.246
128	128	128	128	128	128	128	128	1.538
0	0	459	0	0	459	0	0	1.837
77	0	1.848	77	0	1.848	77	0	7.700
2.810	2.698	2.555	2.466	2.704	2.909	2.661	2.847	33.100
1.008	1.046	1.033	1.111	1.164	1.087	1.038	1.211	12.975
135	135	135	135	135	135	135	135	1.624
491	491	491	491	491	491	491	491	5.896
308	308	308	308	308	308	308	308	3.696
1.994	1.994	1.994	1.994	1.994	1.994	1.994	1.994	23.844
1.329	1.329	1.329	1.329	1.329	1.329	1.329	1.329	15.896
307	307	307	307	307	307	307	307	3.680
161	161	161	161	161	161	161	161	1.927
539	539	539	539	539	539	539	539	6.465
5.879	-301	832	3.967	-332	1.199	20.474	3.999	44.880
685	658	669	1.809	965	648	631	314	9.840
-61	183	1.938	0	0	-975	-244	0	8.030
4.761	4.761	4.761	4.761	4.761	4.761	4.761	4.761	57.136
33.830	29.380	33.876	32.989	28.023	31.852	49.852	35.133	409.876

Bilag 9.2.

Betalingsdatoer for statslige betalinger

Betalinger	Konto på finansloven	Betalingsdato
Indbetalinger		
Skatter		
A-skat	§ 38.11.01.10.61	d. 10., dog d. 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
Restskat	§ 38.11.01.10.61	d. 20. i sep., okt. og nov.
Frivillige indbetalinger	§ 38.11.01.10.61	d. 15.feb. og d. 1.jul.
Særlig indkomstskat	§ 38.11.01.10.61	d. 20. i sep., okt. og 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	d. 20. i mar. og nov.
Kulbrinteskatt	§ 38.13.11.10.61	d. 20.nov.
Realrenteafgift ekskl. DSP	§ 38.14.01.10.61 § 37.51.01.30.19	d. 15.dec.
Stempel- og aktieafgift	§ 38.16.01.10.61 § 38.16.03.10.61 § 38.16.05.10.61	d. 15.
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	1. bankdag
Arbejdsmarkedsfonde		
Fonden for dagpenge	§ 34.11.01.10.61 § 34.11.01.20.61 § 34.11.01.30.61	d. 10., dog d. 17.jan.
Aktiveringsfonden	§ 34.21.01.10.61 § 34.21.01.20.61	d. 10., dog d. 17.jan.
Sygedagpengefonden	§ 34.31.01.10.61 § 34.31.01.20.61 § 34.31.01.30.61	d. 10., dog d. 17.jan.

Betalinger	Konto på finansloven	Betalingsdato
Merværdiafgift		
Byerhverv	§ 38.21.01.10.61	d. 10. i feb., maj, aug. og nov.
Eksporterhverv, månedlig afregning	§ 38.21.01.10.61	medio måneden
Eksporterhverv, ugentlig afregning	§ 38.21.01.10.61	løbende
Landbrug	§ 38.21.01.10.61	d. 10. i mar., jun., sep. og dec.
Import	§ 38.21.01.10.61	d. 16.
Andre afgifter		
Olie, gas og kul	§ 38.22.01.10.61 § 38.22.01.30.61 § 38.22.01.40.61 § 38.22.03.10.61	d. 25.
El	§ 38.22.01.20.61	d. 25.
Benzin	§ 38.22.05.10.61	d. 25.
Vægtafgift og ansvarsforsikring	§ 38.23.01.10.61 § 38.23.05.10.61	vægtafgift løbende ansvarsforsikring d. 15.
Registreringsafgift	§ 38.23.03.10.61	d. 15.
Spiritus, vin og øl	§ 38.28.01.10.61 § 38.28.01.20.61 § 38.28.01.30.61	d. 15.
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 d. 15.
Miljøafgifter	§ 38.24.01.20-70	d. 15.
Elevbidrag fra kommuner	§ 20.22.18.10.63 § 20.33.19.10.63	d. 1.jul.
Koncessions- og olierørsafgift	§ 29.32.11.10.25 § 29.32.13.10.62	koncessionsafgift d. 28.jun. olierørsafgift næstsidste bankdag
Miljøafgifter på energi	§ 38.24.01.10	d. 15.
Lønsumsafgift	§ 38.41.02.10.61	d. 20. i jan. og apr., d. 15. i jul. og okt.
EF		
Told- og landbrugsafgift	§ 38.51.01 § 38.51.03	d. 20.

Betalinger	Konto på finansloven	Betalingsdato
EF (fortsat)		
Refusion fra EFs landbrugsfond	§ 24.42.11	
	§ 24.42.13	
	§ 24.42.14	
	§ 24.42.15	
	§ 24.42.17	normalt 3. bankdag
Overførsler til staten		
Rente fra Nationalbanken	§ 37.21.01.10.67	sidste bankdag i mar., jun., sep. og dec.
Overskud fra Nationalbanken	§ 37.21.02.10.64	omkring d. 20.mar.
Overskud fra Hypotekbanken	§ 37.22.01.10.64	d. 1.jul.
DSPs renteindtægter	§ 37.51.01.50.67	løbende ved terminer
Rigshospitalets betalingsordning	§ 16.51.01.10.21	løbende
Ekstraordinære indbetalinger		løbende
Udbetalinger		
Udland		
Bistand til ulande	§ 06.32	
	§ 06.33	
	§ 06.34	
	§ 06.35	
	§ 06.36	løbende
Tilskud til Grønland	§ 07.31.01.10.51	ultimo måneden
EFs landbrugsfond	§ 24.42.11	
	§ 24.42.13	
	§ 24.42.14	
	§ 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	
	§ 13.81.18.10.72	
	§ 13.81.41.10.72	1. bankdag
Udligning af udgifter til merværdiafgift	§ 13.85.01.10.72	1. bankdag

Betalinger	Konto på finansloven	Betalingsdato
Kommuner (fortsat)		
Refusion af sociale ydelser	§ 15.41-45 § 15.49 § 15.81-85	næstsidste bankdag
Refusion efter bistandslovens § 136	§ 15.61.01	bankdagen før d. 16. i feb., maj, aug. og nov.
Dagpenge, sygdom og fødsel	§ 15.51.02 § 15.52.01	bankdagen før d. 16.
Boligtilskud		
Boligyldelse og boligsikring	§ 14.21.01.10.72 § 14.25.01.10.72	næstsidste bankdag i jan., apr., jul. og okt.
Rentesikring	§ 14.31.01.10.53 § 14.32.01.10.53 § 14.33.01.10.53 § 14.35.01.10.53	næstsidste bankdag i mar., jun., sep. og dec.
Rente-, afdragsbidrag og ydelsesstøtte	§ 14.31.05 § 14.31.09 § 14.32.03 § 14.32.05 § 14.33.03 § 14.33.07 § 14.34.01 § 14.35.05 § 14.35.06 § 14.35.07	sidste bankdag i jun. og dec. løbende
Tilskud til forbedringsarbejder	§ 14.36.01.10.72	
Børn		
Børnetilskud	§ 15.21 § 15.29	næstsidste bankdag før d. 20. i jan., apr., jul. og okt.
Børnefamilieydelse	§ 38.12.01.10.52	d. 20. i jan., apr., jul. og okt.
Andet		
Arbejdsløshedsdagpenge	§ 17.32.01.10.52	løbende
Efterløn	§ 17.33.01 § 17.34.01	løbende

Betalinger	Konto på finansloven	Betalingsdato
Andet (fortsat)		
Iværksætter- og uddannelsesydelse	§ 17.46.11	
	§ 17.46.21	løbende
Statens uddannelsesstøtte	§ 20.13.11.10.52	
	§ 20.13.13.10.81	sidste bankdag
Driftstilskud til skoler	§ 20.22.12	
	§ 20.33.12	
	§ 20.52.01	
	§ 20.52.02	
	§ 21.52.04	d. 20.
Løn, pension mv.		
Lønninger	Standardkt. 11	sidste bankdag
Skat af løn	Jf. A-skat	
Pensioner	§ 36.11	
	§ 36.21	
	§ 36.22	
	§ 36.29	sidste bankdag
Skat af pensioner	Jf. A-skat	
Anlægsudgifter	Stand.kt. 31 og 32	løbende

Bilagstabeller

Bilagstabel 1.

Statsgælden ved udgangen af finansårene 1983 til 1993. Mill.kr.

	1983	1984	1985
A. Lån			
I. Indenlandske lån i DKK			
1. obligationer, fast forrentede	230.592	288.959	302.749
obligationer, variabelt forrentede	-	3.400	27.125
2. præmieobligationer	1.200	1.200	1.200
3. bunden opsparing	-	-	1.404
4. statsgældsbeviser	40.700	37.800	28.760
5. skatkammerbeviser	-	-	-
I alt indenlandske lån i DKK	272.492	331.359	361.238
II. Indenlandske lån i XEU	-	-	-
III. Udenlandske lån			
1. i USD	68.987	53.634	42.056
2. i CHF	5.928	7.154	10.513
3. i DEM	13.610	14.995	15.778
4. i XEU	-	600	2.588
5. i JPY	8.157	13.110	11.775
6. i andre valutaer samt flermøntede	5.832	9.041	10.220
I alt udenlandske lån	102.514	98.534	92.930
I alt inden- og udenlandske lån	375.006	429.893	454.168
Inden- og udenlandske lån i pct. af BNP	73,2	76,0	73,8
B. Indestående i Danmarks Nationalbank	19.836	14.336	20.752
C. Den Sociale Pensionsfond, nominelt	74.864	82.512	89.411
Samlet statsgæld, netto (A-B-C)	280.306	333.045	344.005
Samlet statsgæld, netto, i pct. af BNP	54,7	58,9	55,9

¹⁾ Ekskl. papirer i statens beholdning under locationswapordningen: 5 mia.kr. for fast forrentede obligationer og 2 mia.kr. for statsgældsbeviser.

1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993 ¹⁾
282.451	243.212	215.492	221.592	229.221	252.481	316.690	357.346
39.935	56.935	82.785	88.410	85.010	85.010	57.147	41.241
1.200	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200
1.497	1.464	1.425	1.375	864	392	-	-
27.500	43.675	54.085	64.550	68.850	74.050	71.150	94.200
-	-	-	-	21.350	49.250	55.485	58.339
352.583	346.486	354.987	377.127	406.495	462.383	501.672	552.326
-	-	-	-	-	-	9.827	9.824
55.313	44.637	32.983	27.624	15.556	17.103	37.802	50.889
12.160	16.572	20.452	17.919	21.033	15.785	13.952	20.914
21.131	26.799	29.374	30.034	36.700	28.464	23.758	47.223
5.874	10.191	14.480	16.970	18.103	18.025	14.942	9.364
9.874	13.781	12.718	10.156	3.597	1.866	3.159	5.612
15.561	15.657	14.326	13.328	24.112	11.096	11.019	31.610
119.913	127.637	124.333	116.031	119.101	92.339	104.633	165.612
472.496	474.123	479.320	493.158	525.596	554.722	616.132	727.762
70,9	67,7	65,5	64,1	65,5	66,6	71,7	83,2
51.448	57.960	39.855	35.254	45.206	11.649	30.927	89.568
95.034	100.758	106.224	111.376	118.447	125.708	132.194	138.375
326.014	315.405	333.241	346.528	361.943	417.366	453.011	499.819
48,9	45,1	45,5	45,0	45,1	50,1	52,7	57,1

Bilagstabel 2.

Indenlandske statslån optaget i 1993

Nr. 218, 9 pct. stående lån 1998

Udstedt beløb i 1993, mill.kr.	15.300
Rentetermin	15.nov.
Fondskode	0991554
Udstedelse påbegyndt	2.jan.1989
Lånet afdrages i sin helhed	15.nov.1998

Nr. 246, 8 pct. stående lån 2003

Udstedt beløb i 1993, mill.kr.	15.350
Rentetermin	15.maj
Fondskode	0991716
Udstedelse påbegyndt	2.jan.1992
Lånet afdrages i sin helhed	15.maj 2003

Nr. 250, Skatkammerbevis 1993 II

Udstedt beløb i 1993, mill.kr.	83
Rentetermin	-
Fondskode	0980420
Udstedelse påbegyndt	1.jul.1992
Lånet er tilbagebetalt	1.apr.1993

Nr. 252, Skatkammerbevis 1993 III

Udstedt beløb i 1993, mill.kr.	7.788
Rentetermin	-
Fondskode	0980439
Udstedelse påbegyndt	1.okt.1992
Lånet er tilbagebetalt	1.jul.1993

Nr. 253, 9,75 pct. statsgældsbevis 1995 I

Udstedt beløb i 1993, mill.kr.	10.200
Rentetermin	10.feb.
Fondskode	0991767
Udstedelse påbegyndt	1.okt.1992
Lånet afdrages i sin helhed	10.feb.1995

Nr. 254, 9,25 pct. statsgældsbevis 1995 II

Udstedt beløb i 1993, mill.kr.	31.100
Rentetermin	10.aug.
Fondskode	0991775
Udstedelse påbegyndt	4.jan.1993
Lånet afdrages i sin helhed	10.aug.1995

Nr. 255 Skatkammerbevis 1993 IV

Udstedt beløb i 1993, mill.kr.	25.071
Rentetermin	-
Fondskode	0980447
Udstedelse påbegyndt	4.jan.1993
Lånet er tilbagebetalt	1.okt.1993

Nr. 256, Skatkammerbevis 1994 I

Udstedt beløb i 1993, mill.kr.	22.294
Rentetermin	-
Fondskode	0980455
Udstedelse påbegyndt	1.apr.1993
Lånet afdrages i sin helhed	3.jan.1994

Nr. 257, 7 pct. stående lån 2004

Udstedt beløb i 1993, mill.kr.	32.150
Rentetermin	15.dec.
Fondskode	0991783
Udstedelse påbegyndt	25.maj 1993
Lånet afdrages i sin helhed	15.dec.2004

Bilagstabel 2 - fortsat

Nr. 258, Skatkammerbevis 1994 II

Udstedt beløb i 1993, mill.kr.	22.220
Rentetermin	-
Fondskode	0980463
Udstedelse påbegyndt	1.jul.1993
Lånet afdrages i sin helhed	5.apr.1994

Nr. 259, 6,00 pct. statsgældsbevis 1996 I

Udstedt beløb i 1993, mill.kr.	18.000
Rentetermin	10.feb.
Fondskode	0991791
Udstedelse påbegyndt	1.jul.1993
Lånet afdrages i sin helhed	10.feb.1996

Nr. 260, Skatkammerbevis 1994 III

Udstedt beløb i 1993, mill.kr.	13.825
Rentetermin	-
Fondskode	0980471
Udstedelse påbegyndt	1.okt.1993
Lånet afdrages i sin helhed	1.jul.1994

Bilagstabel 3.

Udenlandske statslån optaget i 1993¹⁾

Nr. 533, Lån med tilknyttet swaps

Lån:

Udbudsdato	29.jan.1993
Underskrivelsesdato .	23.feb.1993
Hjemtagelsesdato . . .	26.feb.1993
Udløbsdato	26.feb.1996
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån
Långiver	Lehman Brothers International (Europe), London
Nominelt lånebeløb .	CAD 300.000.000
Nominel rente	7,50 pct. p.a.
Emissionskurs	99,80
Kommissioner	CAD 562.500
Andre omkostninger .	Ingen
Tilbagebetaling	Hele beløbet 26.feb.1996

Swap I+II:

Startdato	26.feb.1993
Indhold	Den ene halvdel af forpligtelserne i forbindelse med obligationslånet ombyttes med forpligtelser svarende til variabelt forrentet lån i CHF med samme løbetid og den anden halvdel af forpligtelser i forbindelse med obligationslånet ombyttes med forpligtelser svarende til variabelt forrentet lån i USD med samme løbetid.
Swapmodpart I+II . .	Canadian Imperial Bank of Commerce, London
Hovedstol	I: CHF 175.974.000 II: USD 118.063.750
Nominel rente	I: 6 mdrs. CHF-Libor -0,155 pct. halvårlig mod 7,50 pct. p.a. helårlig i CAD. II: 6 mdrs. USD-Libor -0,225 pct. halvårlig mod 7,50 pct. p.a. helårlig i CAD.
Effektiv rente	I: 0,155 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6 mdrs. CHF-Libor. II: 0,225 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6 mdrs. USD-Libor.

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.

Nr. 533 fortsat

Swap III:

Startdato	26.feb.1993
Indhold	USD-forpligtelserne i forbindelse med swap II ombyttes til forpligtelser svarende til variabelt forrentet lån i CHF med samme løbetid.
Swapmodpart III . . .	Morgan Guaranty Trust Company of New York, London
Hovedstole	CHF 175.796.924
Nominel rente	6 mdrs. CHF-Libor -0,155 pct. halvårlig mod 6 mdrs. USD-Libor -0,225 pct. halvårlig.
Udveksling af hovedstole	Ved aftalens start og afslutning.
Forbrug af bemyndigelse	26.feb.1993: CHF 351.770.924 à DKK 415,59 = DKK 1.461.924.782.

Nr. 534, Lån med tilknyttet swaps

Lån:

Udbudsdato	10.feb.1993
Underskrivelsesdato .	23.feb.1993
Hjemtagelsesdato . . .	26.feb.1993
Udløbsdato	26.feb.1998
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån
Långiver	Lehman Brothers International (Europe), London
Nominelt lånebeløb .	USD 1.000.000.000
Nominel rente	5,75 pct. p.a.
Emissionskurs	99,767
Kommissioner	USD 2.500.000
Andre omkostninger .	Ingen
Tilbagebetaling	Hele beløbet 26.feb.1998

Nr. 534 fortsatSwap I:

Startdato	26.feb.1993
Indhold	Alle forpligtelser i forbindelse med obligationslånet ombyttes med forpligtelser svarende til variabelt forrentet lån i USD med samme løbetid. Staten modtog ved aftalens start et éngangsbetrag på USD 4.830.000 fra swapmodparten.
Swapmodpart I	Swiss Bank Corporation, London
Hovedstol	USD 1.000.000.000
Nominel rente	6 mdr. USD-Libor -0,055 pct. halvårlig mod 5,75 pct. p.a. helårlig.

Swap II, III, IV, V:

Startdato	26.feb.1993
Indhold	II: USD 150.000.000 III: USD 150.000.000 IV: USD 600.000.000 V: USD 100.000.000
	Ovennævnte renteswap ombyttes til forpligtelser svarende til variabelt forrentede lån i DEM med samme løbetid.
Swapmodpart	II: Salomon Brothers International Limited, London (vil senere overgå til SWAPCO, Salomon Brothers' AAA-ratede swap-enhed) III: General Re Financial Products, New York IV: Deutsche Bank AG, Frankfurt V: Hamburgische Landesbank Girozentrale, Hamburg
Hovedstole	II: DEM 247.755.000 III: DEM 247.755.000 IV: DEM 991.020.000 V: DEM 165.170.000
Nominel rente	6 mdr. DEM-Libor +0,015 pct. halvårlig mod 6 mdr. USD-Libor -0,055 pct. halvårlig.
Effektiv rente	0,015 pct. p.a. over renten for et lån forrentet med 6 mdr. DEM-Libor.
Udveksling af hovedstole	Ved aftalens start og afslutning.
Forbrug af bemyndigelse	26.feb.1993: DEM 1.651.700.000 à DKK 384,21 = DKK 6.345.966.570.

Nr. 535, Lån med tilknyttet swap

Lån:

Udbudsdato	17.feb.1993
Underskrivelsesdato .	8.mar.1993
Hjemtagelsesdato . . .	10.mar.1993
Udløbsdato	10.mar.1998
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån
Ledende bank	Merrill Lynch International Limited, London
Nominelt lånebeløb .	CAD 250.000.000
Nominel rente	7,50 pct. p.a.
Emissionskurs	99,31
Kommissioner	CAD 625.000
Andre omkostninger .	Ingen
Tilbagebetaling	Hele beløbet 10.mar.1998

Swap:

Startdato	10.mar.1993
Indhold	a) Fra fast forrentet CAD til variabelt forrentet CAD b) Fra variabelt forrentet CAD til variabelt forrentet DEM
Swapmodpart	a) Royal Bank of Canada, Toronto b) Merrill Lynch Derivative Products, New York
Hovedstol	DEM 323.100.000
Nominel rente	a) 3 mdrs. CAD BA-rate halvårlig beregnet med rentes rente mod 7,50 pct. p.a. i CAD helårlig. b) 6 mdrs. DEM-Libor -0,17 pct. halvårlig mod 3 mdrs. CAD BA-rate halvårlig beregnet med rentes rente.
Effektiv rente	0,17 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6 mdrs. DEM-Libor.
Forbrug af bemyndigelse	10.mar.1993: DEM 323.100.000 à DKK 383,47 = DKK 1.238.991.570.

Nr. 536, Renteswap

Acceptdato	12.mar.1993	
Startdato	16.mar.1993	
Udløbsdato	16.mar.1998	
Modpart	AIG Financial Securities (U.K.) Limited, London	
	Staten betaler	Staten modtager
	ydelse svarende til	ydelse svarende til
	variabelt forrentet	fast forrentet
	lån i DEM	lån i DEM
Hovedstole	DEM 100.000.000	DEM 100.000.000
Rente	6,35 pct. p.a.	6 mdrs. DEM-Libor
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	6,35 pct. p.a. helårlig mod 6 mdrs. DEM-Libor halvårlig.	
Udveksling af hovedstole	Der sker ikke udveksling af hovedstole.	

Nr. 537, Lån

Acceptdato	a) 15.mar.1993
	b) 19.apr.1993
Underskrivelsesdato	a) 5.apr.1993
	b) 6.maj 1993
Hjemtagelsesdato	a) 15.apr.1993
	b) 14.maj 1993
Udløbsdato	15.apr.1998
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån
Ledende bank	Westdeutsche Landesbank Girozentrale, Düsseldorf
Nominelt lånebeløb	a) DEM 700.000.000
	b) DEM 1.300.000.000
Nominel rente	6.125 pct. p.a.
Emissionskurs	a) 99,625
	b) 99,42
Kommissioner	a) DEM 1.750.000
	b) DEM 3.250.000
Andre omkostninger	a) DEM 200.000
	b) DEM 200.000
Effektiv rente	a) 6,2856 pct. p.a.
	b) 6,33 pct. p.a.
Tilbagebetaling	Hele beløbet 15.apr.1998

Nr. 537 fortsat

Forbrug af bemyndigelse

a) 15.apr.1993: DEM 700.000.000 à DKK 384,14 =
DKK 2.688.980.000.

b) 14.maj 1993: DEM 1.300.000.000 à DKK 385,72 =
DKK 5.014.360.000.

Nr. 538, Lån med tilknyttet swap

Lån:

Udbudsdato 17.mar.1993

Underskrivelsesdato . 29.mar.1993

Hjemtagelsesdato . . . 29.mar.1993

Udløbsdato 29.mar.2008

Lånetype Privat placering

Ledende bank J. Henry Schroder Wagg & Co. Ltd., London

Nominelt lånebeløb . . XEU 73.000.000

Nominel rente 4,19 pct. p.a

Emissionskurs 72

Kommissioner Ingen

Andre omkostninger . . Ingen

Tilbagebetaling Långiver kan efter 5 år kræve lånet indfriet til en kurs, der beregnes ud fra markedsværdien af lånet. Såfremt dette ikke sker, forfalder hele beløbet 29. marts 2008.

Swap:

Startdato 29.mar.1993

Indhold Provenuet (XEU 52.560.000) fra obligationslånet og alle forpligtelser herunder er ombyttet med et variabelt forrentet stående lån med samme løbetid. Såfremt lånet ikke førtidsindfries modtager staten ved lånets udløb fra swap- modparten XEU 20.440.000 udgørende forskellen mellem det nominelle lånebeløb og låneprovenuet. Førtidsindfries lånet, modtager staten forskellen mellem markedsværdien af lånet og låneprovenuet (XEU 52.560.000), og desuden modtages et engangsbeløb på XEU 367.920. Hvis lånet derfor førtidsindfries, vil modtagelsen af dette engangsbeløb betyde, at den effektive forrentning vil falde med ca. 0,10 pct.

Swap-modpart AIG Financial Securities (U.K). Limited, London

Hovedstol XEU 52.560.000

Nr. 538 fortsat

Nominel rente	6 mdrs. XEU-Libor -30 pct. halvårlig mod 4,19 pct. p.a. helårlig.
Effektiv rente	0,30 pct. under renten for et lån forrentet med 6 mdrs. XEU-Libor. Såfremt lånet førtidsindfries, vil den effektive forrentning blive ca. 0,40 pct. under renten for lån forrentet med 6 mdrs. XEU-Libor.
Forbrug af bemyndigelse	29.mar.1993: XEU 52.560.000 à 744,78 DKK = DKK 391.456.368.

Nr. 539, Renteswap

Acceptdato	25.mar.1993
Startdato	29.mar.1993
Udløbsdato	30.mar.1998
Modpart	Union Bank of Switzerland, Zürich

	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	6,55 pct. p.a.	6 mdrs. DEM-Libor
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	6,55 pct. p.a. helårlig mod 6 mdrs. DEM-Libor halvårlig.	
Udveksling af hovedstole	Der sker ikke udveksling af hovedstole.	

Nr. 540, Lån med tilknyttet swapLån:

Udbudsdato	29.mar.1993
Underskrivelsesdato	15.apr.1993
Hjemtagelsesdato	15.apr.1993
Udløbsdato	15.apr.1998
Lånetype	Privat placering
Ledende bank	Swiss Bank Corporation, Zürich
Nominelt lånebeløb	CHF 150.000.000
Nominel rente	6 mdrs. CHF-Libor -0,06 pct.
Emissionskurs	100

Bilagstabel 3 - fortsat

Nr. 540 fortsat

Kommissioner	CHF 225.000
Andre omkostninger .	Ingen
Tilbagebetaling	Hele beløbet 15.apr.1998

Swap:

Startdato	15.apr.1993
Indhold	Alle forpligtelser i henhold til obligationslånet ombyttes med forpligtelser svarende til et fast forrentet lån i CHF med samme løbetid. Staten modtog ved swappens begyndelse et engangsbeløb på CHF 225.000 fra swap-modparten.
Swap-modpart	Swiss Bank Corporation, London
Hovedstol	CHF 150.000.000
Nominel rente	4,61 pct. p.a.
Effektiv rente	4,61 pct. p.a. helårlig mod 6 mdrs. CHF-Libor -0,06 pct. halvårlig.
Forbrug af bemyndigelse	15.apr.1993: CHF 150.000.000 à DKK 417,98 = DKK 626.970.000.

Nr. 542, Renteswap

Acceptdato	2.apr.1993
Startdato	6.apr.1993
Udløbsdato	6.apr.1998
Modpart	Bayerische Hypotheken- und Wechsel-Bank, München

	Staten betaler ydelser svarende til fast forrentet lån i DEM	Staten modtager ydelser svarende til variabelt forrentet lån i DEM
Hovedstole	DEM 50.000.000	DEM 50.000.000
Rente	6,65 pct. p.a.	6 mdrs. DEM-Libor
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	6,65 pct. p.a. helårlig mod 6 mdrs. DEM-Libor halvårlig.	
Udveksling af hovedstole	Der sker ikke udveksling af hovedstole.	

Nr. 543, Renteswap

Acceptdato	2.apr.1993
Startdato	6.apr.1993
Udløbsdato	6.apr.1998
Modpart	Deutsche Bank AG, Frankfurt

	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	6,64 pct. p.a.	6 mdrs. DEM-Libor
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	6,64 pct. p.a. helårlig mod 6 mdrs. DEM-Libor halvårlig.	
Udveksling af hoved- stole	Der sker ikke udveksling af hovedstole.	

Nr. 544, Renteswap

Acceptdato	2.apr.1993
Startdato	6.apr.1993
Udløbsdato	6.apr.1998
Modpart	Union Bank of Switzerland, Zürich

	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	6,65 pct. p.a.	6 mdrs. DEM-Libor
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	6,65 pct. p.a. helårlig mod 6 mdrs. DEM-Libor halvårlig.	
Udveksling af hoved- stole	Der sker ikke udveksling af hovedstole.	

Bilagstabel 3 - fortsat

Nr. 545, Renteswap

Acceptdato 2.apr.1993
Startdato 6.apr.1993
Udløbsdato 6.apr.1998
Modpart Deutsche Bank AG, Frankfurt

	Staten betaler ydelser svarende til fast forrentet lån i DEM	Staten modtager ydelser svarende til variabelt forrentet lån i DEM
Hovedstole	DEM 100.000.000	DEM 100.000.000
Rente	6,61 pct. p.a.	6 mdrs. DEM-Libor
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	6,61 pct. p.a. helårlig mod 6 mdrs. DEM-Libor halvårlig.	
Udveksling af hoved- stole	Der sker ikke udveksling af hovedstole.	

Nr. 546, Renteswap

Acceptdato 2.apr.1993
Startdato 6.apr.1993
Udløbsdato 6.apr.1998
Modpart Swiss Bank Corporation, London

	Staten betaler ydelser svarende til fast forrentet lån i DEM	Staten modtager ydelser svarende til variabelt forrentet lån i DEM
Hovedstole	DEM 100.000.000	DEM 100.000.000
Rente	6,60 pct. p.a.	6 mdrs. DEM-Libor
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	6,60 pct. p.a. helårlig mod 6 mdrs. DEM-Libor halvårlig.	
Udveksling af hoved- stole	Der sker ikke udveksling af hovedstole.	

Nr. 547, Lån

Acceptdato	14.apr.1993
Underskrivelsesdato .	14.maj 1993
Hjemtagelsesdato . .	25.maj 1993
Udløbsdato	25.maj 1999
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån
Ledende bank	Swiss Bank Corporation, Zürich
Nominelt lånebeløb .	CHF 150.000.000
Nominel rente	4,75 pct. p.a.
Emissionskurs	102,25 pct.
Kommissioner	CHF 2.437.500
Andre omkostninger .	CHF 50.000
Effektiv rente	4,665 pct. p.a.
Tilbagebetaling	Hele beløbet 25.maj 1999
Forbrug af bemyndigelse	25.maj 1993: CHF 150.000.000 à DKK 422,83 = DKK 634.245.000.

Nr. 548, Lån med tilknyttet swapLån:

Udbudsdato	30.mar.1993
Underskrivelsesdato .	14.apr.1993
Hjemtagelsesdato . .	22.apr.1993
Udløbsdato	22.dec.1998
Lånetype	EIB-lån, a) Danske Motorveje II b) DSB Electrification II
Långiver	Den europæiske Investeringsbank, Luxembourg
Nominelt lånebeløb .	a) GBP 28.350.000 b) GBP 121.650.000
Nominel rente	7,15 pct. p.a.
Emissionskurs	99,59
Kommissioner	Ingen
Andre omkostninger .	Ingen
Tilbagebetaling	Hele beløbet 22.dec.1998

Bilagstabel 3 - fortsat

Nr. 548 fortsat

Swap (541):

Startdato	22.mar.1993
Indhold	Det samlede låneprovenu er ombyttet med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet lån i CHF med samme løbetid. Staten har ved aftalens start betalt GBP 149.385.000 til swap- modparten og modtaget CHF 335.100.000 fra den, og staten betaler ved aftalens afslutning CHF 335.100.000 og modtager GBP 150.000.000.
Swap-modpart	Morgan Guaranty Trust Company of New York, London
Hovedstol	CHF 335.100.000
Nominel rente	4,60 pct. p.a. helårlig mod 7,15 pct. p.a. helårlig.
Effektiv rente	4,60 pct. p.a.
Forbrug af bemyndigelse	22.apr.1993: CHF 335.100.000 à DKK 418,55 = DKK 1.402.561.050.

Nr. 549, Valutaswap

Acceptdato	30.mar.1993
Startdato	22.apr.1993
Udløbsdato	22.dec.1998
Modpart	Morgan Guaranty Trust Company og New York, London

	Staten betaler ydelse svarende til fast forrentet lån i CHF	Staten modtager ydelse svarende til fast forrentet lån i GBP
Hovedstole	335.100.000	150.000.000
Rente	4,60 pct. p.a.	7,15 pct. p.a.
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	4,60 pct. p.a. helårlig mod 7,15 pct. p.a. helårlig.	
Bemærkning	Denne swap matcher EIB-lån 210-541 og 210-548.	
Udveksling af hovedstole	Ved aftalens start og afslutning.	

Nr. 550, Valutaswap

Acceptdato	29.apr.1993	
Startdato	3.maj 1993	
Udløbsdato	4.maj 1998	
Modpart	Deutsche Bank AG, Frankfurt	
	Staten betaler	Staten modtager
	ydelse svarende til	ydelse svarende til
	fast forrentet	variabelt forrentet
	lån i CHF	lån i USD
Hovedstole	CHF 125.000.000	USD 87.229.588,28
Rente	4,80 pct. p.a.	6 mdrs. USD-Libor
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	4,80 pct. p.a. helårlig mod 6 mdrs. USD-Libor halvårlig.	
Udveksling af hovedstole	Ved aftalens start og afslutning.	

Nr. 551, Lån

Acceptdato	5.maj 1993
Underskrivelsesdato	2.jun.1993
Hjemtagelsesdato	9.jun.1993
Udløbsdato	9.jun.1997
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån
Ledende bank	Union Bank of Switzerland, Zürich
Nominelt lånebeløb	CHF 250.000.000
Nominel rente	4,50 pct. p.a.
Emissionskurs	101,30 pct.
Kommissioner	CHF 3.437.500
Andre omkostninger	CHF 50.000
Effektiv rente	4,57 pct. p.a.
Tilbagebetaling	Hele beløbet 9.jun.1997
Forbrug af bemyndigelse	9.jun.1993: CHF 250.000.000 à DKK 425,80 DKK 1.064.500.000.

Bilagstabel 3 - fortsat

Nr. 552, Lån

Acceptdato	19.maj 1993
Underskrivelsesdato .	11.jun.1993
Hjemtagelsesdato . . .	17.jun.1993
Udløbsdato	17.jun.1996
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån
Ledende bank	Morgan Stanley International, London
Nominelt lånebeløb .	XEU 250.000.000
Nominel rente	6,75 pct. p.a.
Emissionskurs	100,056 pct.
Kommissioner	XEU 468.750
Andre omkostninger .	Ingen
Effektiv rente	6,80 pct. p.a.
Tilbagebetaling	Hele beløbet 17.jun.1996
Forbrug af bemyndigelse	17.jun.1993: XEU 250.000.000 à DKK 747,71 = DKK 1.869.275.000.

Nr. 553, Lån med tilknyttet swap

Lån:

Udbudsdato	a) 6.jul.1993 b) 28.sep.1993
Underskrivelsesdato .	a) 22.jul.1993 b) 25.okt.1993
Hjemtagelsesdato . . .	a) 5.aug.1993 b) 5.nov.1993
Udløbsdato	a) 5.aug.1997 b) 5.aug.1997
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån
Ledende bank	a) Nikko Europe Plc, London b) Fuji International Finance Plc, London
Nominelt lånebeløb .	a) USD 250.000.000 b) USD 100.000.000
Nominel rente	a) 4,75 pct. p.a. b) 4,75 pct. p.a.
Emissionskurs	a) 99,59 b) 100,70
Kommissioner	a) Ingen b) USD 200.000

Nr. 553 fortsat

Andre omkostninger .	a) Ingen b) Ingen
Tilbagebetaling	Det samlede beløb 5.aug.1997
<u>Swap:</u>	
Startdato	a) 5.aug.1993 b) 5.nov.1993
Indhold	a) Fra fast forrentet USD til variabelt forrentet DEM b) Fra fast forrentet USD til variabelt forrentet USD Staten har ved aftalens start betalt et engangsbeløb på USD 1.687.500 til swap-modparten, der på obligationslånet modsvarer den høje hjemtagelseskurs og indbetalte renter, således at kuponerne for a) og b) får samme terminsdag.
Swap-modpart	a) Industrial Bank of Japan, London b) BNP Capital Markets Limited, London
Hovedstol	a) DEM 420.767.750 b) USD 100.000.000
Nominel rente	a) 6 mdrs. DEM-Libor -0,15 pct. halvårlig mod 4,75 pct. p.a. i USD helårlig. b) 6 mdrs. USD-Libor -0,20 pct. halvårlig mod 4,75 pct. p.a. helårlig.
Effektiv rente	a) -0,15 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6 mdrs. DEM-Libor b) -0,20 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6 mdrs. USD-Libor
Forbrug af bemyndigelse	a) 5.aug.1993: DEM 420.767.750 à DKK 398,50 = DKK 1.676.759.484. b) 5.nov.1993: USD 100.000.000 à DKK 678,90 = DKK 678.900.000.

Nr. 554, Lån med tilknyttet swapLån:

Udbudsdato	8.jul.1993
Underskrivelsesdato .	19.jul.1993
Hjemtagelsesdato . . .	30.jul.1993
Udløbsdato	30.jul.1997
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån
Ledende bank	Kidder, Peabody International Limited, London

Bilagstabel 3 - fortsat

Nr. 554 fortsat

Nominelt lånebeløb .	CAD 200.000.000
Nominel rente	6,625 pct. p.a.
Emissionskurs	99,48
Kommissioner	CAD 450.000
Andre omkostninger .	USD 30.000
Tilbagebetaling	Hele beløbet 30.jul.1997

Swap:

Startdato	30.jul.1993
Indhold	Fra fast forrentet CAD til variabelt forrentet DEM
Swap-modpart	Canadian Imperial Bank of Commerce, Toronto
Hovedstol	DEM 265.000.000
Nominel rente	6 mdrs. DEM-Libor -0,17 pct. halvårlig mod 6,625 pct. p.a. i CAD helårlig.
Effektiv rente	0,17 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6 mdrs. DEM-Libor.
Forbrug af bemyndigelse	30.jul.1993: DEM 265.000.000 à DKK 388,77 = DKK 1.030.240.500.

Nr. 555, Lån med tilknyttet swap

Lån:

Udbudsdato	15.jul.1993
Underskrivelsesdato .	3.aug.1993
Hjemtagelsesdato . . .	10.aug.1993
Udløbsdato	10.aug.1995
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån
Ledende bank	Banca Commerciale Italiana, Milano
Nominelt lånebeløb .	ITL 150.000.000.000
Nominel rente	8,45 pct. p.a.
Emissionskurs	99,855 pct.
Kommissioner	Ingen
Andre omkostninger .	ITL 100.000.000
Tilbagebetaling	Hele beløbet 10.aug.1995

Nr. 555 fortsatSwap:

Startdato	10.aug.1993
Indhold	Fra fast forrentet ITL til variabelt forrentet DEM.
Swap-modpart	General Re Financial Products Corporation, New York
Hovedstol	DEM 161.160.000
Nominel rente	6 mdrs. DEM-Libor -0,19 pct. halvårlig mod 8,45 pct. p.a. i ITL helårlig.
Effektiv rente	0,19 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6 mdrs. DEM-Libor.
Forbrug af bemyndigelse	10.aug.1993: DEM 161.160.000 à DKK 396,59 = DKK 639.144.444.

Nr. 556, Lån med tilknyttet swapLån:

Udbudsdato	21.jul.1993
Underskrivelsesdato	17.aug.1993
Hjemtagelsesdato	20.aug.1993
Udløbsdato	20.aug.1998
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån
Ledende bank	ABN-AMRO Bank, Amsterdam
Nominelt lånebeløb	NLG 1.000.000.000
Nominel rente	6,125 pct. p.a.
Emissionskurs	99,80
Kommissioner	Ingen
Andre omkostninger	NLG 350.000
Tilbagebetaling	Hele beløbet 20.aug.1998

Swap:

Startdato	20.aug.1993
Indhold	Fra fast forrentet NLG til fast forrentet DEM.
Swap-modpart	ABN-AMRO Bank, Amsterdam
Hovedstol	DEM 886.406.041,76
Nominel rente	6,1811 pct. p.a. i DEM helårlig mod 6,125 pct. p.a. i NLG helårlig.

Bilagstabel 3 - fortsat

Nr. 556 fortsat

Effektiv rente	6,1811 pct. p.a. i DEM helårlig.
Forbrug af bemyndigelse	20.aug.1993: DEM 886.406.041,76 à DKK 409,34 = DKK 3.628.414.491,34.

Nr. 557, Renteswap

Acceptdato	28.jul.1993
Startdato	30.jul.1993
Udløbsdato	30.jul.1997
Modpart	Salomon Brothers Holding Co., Tampa, Florida (vil senere overgå til SWAPCO, Salomon Brothers' AAA ₁ - ratede swap-enhed)

	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	6,20 pct. p.a.	6 mdrs. DEM-Libor

Omkostninger	Ingen
Effektiv rente	6,20 pct. p.a. helårlig mod 6 mdrs. DEM-Libor halvårlig.
Udveksling af hovedstole	Der sker ikke udveksling af hovedstole.

Nr. 558, Lån

Acceptdato	a) 4.aug.1993 b) 4.aug.1993 c) 5.aug.1993
Underskrivelsesdato	20.aug.1993
Hjemtagelsesdato	24.aug.1993
Udløbsdato	24.aug.1998
Låntype	Offentligt emitteret obligationslån
Ledende bank	S.G. Warburg Securities, London og UBS Limited, London
Nominelt lånebeløb	a) GBP 700.000.000 b) GBP 500.000.000 c) GBP 100.000.000

Nr. 558 fortsat

Nominel rente	a) 6,75 pct. p.a. b) GBP-Libor -0,125 c) 6,75 pct. p.a.
Emissionskurs	a) 99,67 pct. b) 99,675 pct. c) 99,875 pct.
Kommissioner	a) GBP 1.750.000 b) GBP 500.000 c) GBP 250.000
Andre omkostninger .	GBP 25.000
Effektiv rente	a) 6,89 pct. p.a. b) 0,03 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 3 mdrs. GBP-Libor. c) 6,84 pct. p.a.
Tilbagebetaling	Hele beløbet 24.aug.1999
Forbrug af bemyn- digelse	24.aug.1993: GBP 1.300.000.000 à DKK 1.035,57 = DKK 13.462.410.000.

Nr. 559, Lån

Acceptdato	12.aug.1993
Underskrivelsesdato .	20.sep.1993
Hjemtagelsesdato . .	30.sep.1993
Udløbsdato	30.sep.1999
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån
Ledende bank	Union Bank of Switzerland, Zürich
Nominelt lånebeløb .	CHF 1.000.000.000
Nominel rente	4,25 pct. p.a.
Emissionskurs	101,80 pct.
Kommissioner	CHF 22.500.000
Andre omkostninger .	CHF 190.000
Effektiv rente	4,40 pct. p.a.
Tilbagebetaling	Hele beløbet 30.sep.1999
Forbrug af bemyn- digelse	30.sep.1993: CHF 1.000.000.000 à DKK 464,75 = DKK 4.647.500.000.

Nr. 560, Lån med tilknyttet swap

Lån:

Udbudsdato	13.aug.1993
Underskrivelsesdato .	9.sep.1993
Hjemtagelsesdato . . .	14.sep.1993
Udløbsdato	14.sep.2000
Lånetype	Privat placering
Långiver	Nippon Life Insurance Company, Tokyo
Nominelt lånebeløb .	JPY 10.000.000.000
Nominel rente	1993-1996: 6 mdrs. JPY-Libor. 1996-2000: Staten kan i 1996 vælge, om der skal betales 6 mdrs. JPY-Libor eller fast rente på 5,20 pct. p.a.
Emissionskurs	100
Kommissioner	Ingen
Andre omkostninger .	Ingen
Tilbagebetaling	Hele beløbet 14.sep.2000

Swap:

Startdato	14.sep.1993
Indhold	Alle forpligtelser i henhold til obligationslånet er ombyttet til et variabelt forrentet lån. Staten har udstedt en swaption, som kan udnyttes i 1996, i hvilket tilfælde staten modtager fast rente på 5,20 pct. p.a. og betaler 6 mdrs. JPY-Libor halvårlig. For at have udstedt denne swaption modtager staten en præmie på 0,20 pct. p.a. betalt halvårlig i hele lånets løbetid, hvilket reducerer statens effektive lånerente. Hvis swaptionen udnyttes, vil staten vælge at betale fast rente under lånet, således at nettoforpligtelsen stadig bliver et variabelt forrentet lån.
Swap-modpart	General Re Financial Products Corporation, New York
Hovedstol	JPY 10.000.000.000
Nominel rente	6 mdrs. JPY-Libor halvårlig mod 5,20 pct. p.a. helårlig.
Effektiv rente	6 mdrs. JPY-Libor -0,20 pct.
Forbrug af bemyndigelse	14.sep.1993: JPY 10.000.000.000 à DKK 6,2486 = DKK 624.860.000.

Nr. 561, Lån

Acceptdato	18.aug.1993
Underskrivelsesdato .	3.sep.1993
Hjemtagelsesdato . . .	8.sep.1993
Udløbsdato	8.sep.1997
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån
Ledende bank	Lehman Brothers International, London
Nominelt lånebeløb .	USD 1.000.000.000
Nominel rente	3 mdrs. USD-Libor -0,125 pct. p.a.
Emissionskurs	100,076 pct.
Kommissioner	Ingen
Andre omkostninger .	USD 1.250.000
Effektiv rente	0,145 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 3 mdrs. USD-Libor.
Bemærkning	Lånet er swappet til DEM via swaps nr. 562-570.
Tilbagebetaling	Hele beløbet 8.sep.1997
Forbrug af bemyndigelse	8.sep.1993: USD 1.000.000.000 à DKK 667,30 = DKK 6.673.000.000.

Nr. 562, Valutaswap

Acceptdato	23.aug.1993	
Startdato	8.sep.1993	
Udløbsdato	8.sep.1997	
Swap-modpart	Union Bank of Switzerland, Zürich	
	Staten betaler	Staten modtager
	ydelse svarende til	ydelse svarende til
	fast forrentet	variabelt forrentet
	lån i DEM	lån i USD
Hovedstole	DEM 336.100.000	USD 200.000.000
Rente	5,93 pct. p.a.	3 mdrs. USD-Libor -0,125 pct.
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	5,93 pct. p.a. i DEM helårlig mod 3 mdrs. USD-Libor -0,125 pct. kvartårlig.	
Udveksling af hovedstole	Ved aftalens start og afslutning.	

Bilagstabel 3 - fortsat

Nr. 563, Valutaswap

Acceptdato	31.aug.1993	
Startdato	8.sep.1993	
Udløbsdato	10.sep.1997	
Swap-modpart	AIG Financial Securities (UK) Limited, London	
	Staten betaler	Staten modtager
	ydelser svarende til	ydelser svarende til
	fast forrentet	variabelt forrentet
	lån i DEM	lån i USD
Hovedstole	DEM 167.000.000	USD 100.000.000
Rente	5,80 pct. p.a.	3 mdrs. USD-Libor -0,125 pct.
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	5,80 pct. p.a. i DEM helårlig mod 3 mdrs. USD-Libor -0,125 pct. kvartårlig.	
Udveksling af hoved- stole	Ved aftalens start og afslutning.	

Nr. 564, Valutaswap

Acceptdato	31.aug.1993	
Startdato	8.sep.1993	
Udløbsdato	10.sep.1997	
Swap-modpart	Union Bank of Switzerland, Zürich	
	Staten betaler	Staten modtager
	ydelser svarende til	ydelser svarende til
	fast forrentet	variabelt forrentet
	lån i DEM	lån i USD
Hovedstole	DEM 168.000.000	USD 100.000.000
Rente	5,815 pct. p.a.	3 mdrs. USD-Libor -0,125 pct.
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	5,815 pct. p.a. i DEM helårlig mod 3 mdrs. USD-Libor -0,125 pct. kvartårlig.	
Udveksling af hoved- stole	Ved aftalens start og afslutning.	

Nr. 566, Valutaswap

Acceptdato 2.sep.1993
 Startdato 8.sep.1993
 Udløbsdato 10.sep.1997
 Swap-modpart Deutsche Bank AG, Frankfurt

	Staten betaler ydelser svarende til fast forrentet lån i DEM	Staten modtager ydelser svarende til variabelt forrentet lån i USD
Hovedstole	DEM 198.000.000	USD 120.000.000
Rente	5,83 pct. p.a.	3 mdrs. USD-Libor -0,125 pct.
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	5,83 pct. p.a. i DEM helårlig mod 3 mdrs. USD-Libor -0,125 pct. kvartårlig.	

Udveksling af hoved-
 stole Ved aftalens start og afslutning.

Nr. 567, Valutaswap

Acceptdato 2.sep.1993
 Startdato 8.sep.1993
 Udløbsdato 10.sep.1997
 Swap-modpart AIG Financial Securities (UK) Limited

	Staten betaler ydelser svarende til fast forrentet lån i DEM	Staten modtager ydelser svarende til variabelt forrentet lån i USD
Hovedstole	DEM 206.250.000	USD 125.000.000
Rente	5,83 pct. p.a.	3 mdrs. USD-Libor -0,125 pct.
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	5,83 pct. p.a. i DEM helårlig mod 3 mdrs. USD-Libor -0,125 pct. kvartårlig.	

Udveksling af hoved-
 stole Ved aftalens start og afslutning.

Bilagstabel 3 - fortsat

Nr. 568, Valutaswap

Acceptdato 3.sep.1993
Startdato 8.sep.1993
Udløbsdato 10.sep.1997
Swap-modpart Morgan Guaranty Trust Company of New York, London

	Staten betaler ydelse svarende til fast forrentet lån i DEM	Staten modtager ydelse svarende til variabelt forrentet lån i USD
Hovedstole	DEM 329.500.000	USD 200.000.000
Rente	5,785 pct. p.a.	3 mdrs. USD-Libor -0,125 pct.
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	5,785 pct. p.a. i DEM helårlig mod 3 mdrs. USD-Libor -0,125 pct. kvartårlig.	
Udveksling af hoved- stole	Ved aftalens start og afslutning.	

Nr. 569, Valutaswap

Acceptdato 6.sep.1993
Startdato 8.sep.1993
Udløbsdato 10.sep.1997
Swap-modpart Credit Suisse Financial Products, London

	Staten betaler ydelse svarende til fast forrentet lån i DEM	Staten modtager ydelse svarende til variabelt forrentet lån i USD
Hovedstole	DEM 88.863.500	USD 55.000.000
Rente	5,7575 pct. p.a.	3 mdrs. USD-Libor -0,125 pct.
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	5,7575 pct. p.a. i DEM helårlig mod 3 mdrs. USD-Libor -0,125 pct. kvartårlig.	
Udveksling af hoved- stole	Ved aftalens start og afslutning.	

Nr. 570, Valutaswap

Acceptdato	6.sep.1993	
Startdato	8.sep.1993	
Udløbsdato	10.sep.1997	
Swap-modpart	Morgan Guaranty Trust Company of New York, London	
	Staten betaler	Staten modtager
	ydelse svarende til	ydelse svarende til
	fast forrentet	variabelt forrentet
	lån i DEM	lån i USD
Hovedstole	DEM 161.500.000	USD 100.000.000
Rente	5,77 pct. p.a.	3 mdrs. USD-Libor -0,125 pct.
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	5,77 pct. p.a. i DEM helårlig mod 3 mdrs. USD-Libor -0,125 pct. kvartårlig.	
Udveksling af hoved- stole	Ved aftalens start og afslutning.	

Nr. 571, Lån med tilknyttet swapLån:

Udbudsdato	7.sep.1993
Underskrivelsesdato	14.sep.1993
Hjemtagelsesdato	14.sep.1993
Udløbsdato	14.sep.1995
Lånetype	Privat placering
Ledende bank	Yamaichi International (Europe) Limited, London
Nominelt lånebeløb	USD 100.000.000
Nominel rente	4,25 pct. p.a.
Emissionskurs	53,95
Kommissioner	USD 125.000
Andre omkostninger	Ingen
Tilbagebetaling	Hele beløbet 14.sep.1995 til kurs 49,045

Nr. 571 fortsat

Swap:

Startdato	14.sep.1993
Indhold	a) Fra fast forrentet USD til variabelt forrentet USD. Ved swappens udløb i 1995 skal staten betale forskellen mellem hjemtagelses- og tilbagebetalingsprovenu svarende til USD 4.780.000. Da staten på samme tidspunkt modtager den sidste faste rentebetaling på USD 4.250.000 betaler staten netto USD 530.000 til swap-modparten ved swappens udløb.
Swap-modpart	b) Fra variabelt forrentet USD til fast forrentet DEM a) Swiss Bank Corporation, London b) Bayerische Vereinsbank, München
Hovedstol	DEM 86.227.650
Nominel rente	a) 6 mdrs. USD-Libor -0,25 pct. halvårlig mod 4,25 pct. p.a. helårlig. b) 5,49 pct. p.a. helårlig mod 6 mdrs. USD-Libor -0,25 pct. halvårlig.
Effektiv rente	5,49 pct. p.a. i DEM helårlig mod 4,25 pct. p.a. i USD helårlig.
Forbrug af bemyndigelse	14.sep.1993: DEM 86.227.650 à DKK 413,85 = DKK 356.853.130.

Nr. 572, Lån

Acceptdato	10.sep.1993
Underskrivelsesdato	10.nov.1993
Hjemtagelsesdato	10.nov.1993
Udløbsdato	10.nov.2000
Lånetype	Privat placering af gældsbeviser ("Schuldscheindarlehen")
Ledende bank	Deutsche Pfandbrief- und Hypothekenbank AG, Wiesbaden
Nominelt lånebeløb	DEM 9.714.114
Nominel rente	6,07 pct. p.a.
Emissionskurs	100 pct.
Kommissioner	Ingen
Andre omkostninger	Ingen
Effektiv rente	6,07 pct. p.a.

Nr. 572 fortsat

Tilbagebetaling	Hele beløbet 10.nov.2000
Forbrug af bemyn- digelse	10.nov.1993: DEM 9.714.114 à DKK 397,81 = DKK 38.643.717.

Nr. 573 Lån

Acceptdato	14.sep.1993
Underskrivelsesdato .	8.nov.1993
Hjemtagelsesdato . .	15.nov.1993
Udløbsdato	15.nov.1995
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån
Ledende bank	Daiwa Europe (Deutschland) GmbH, Frankfurt
Nominelt lånebeløb .	DEM 102.000.000
Nominel rente	5,75 pct. p.a.
Emissionskurs	100,25
Kommissioner	DEM 56.469
Andre omkostninger .	Ingen
Effektiv rente	5,644 pct. p.a.
Tilbagebetaling	Hele beløbet 15.nov.1995
Forbrug af bemyn- digelse	15.nov.1993: DEM 102.000.000 à DKK 399,26 = DKK 407.245.200.

Nr. 574, Lån med tilknyttet swapLån:

Udbudsdato	30.sep.1993
Underskrivelsesdato .	21.okt.1993
Hjemtagelsesdato . .	29.okt.1993
Udløbsdato	29.okt.1999
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån
Ledende bank	Daiwa Europe Limited, London
Nominelt lånebeløb .	CAD 250.000.000
Nominel rente	6,50 pct. p.a.
Emissionskurs	98,65
Kommissioner	CAD 687.500
Andre omkostninger .	Ingen
Tilbagebetaling	Hele beløbet 29.okt.1999

Bilagstabel 3 - fortsat

Nr. 574 fortsat

Swap:

Startdato	29.okt.1993
Indhold	Fra fast forrentet CAD til variabelt forrentet USD.
Bemærkning	USD-forpligtelsen er swappet videre til DEM via swap nr. 579.
Swap-modpart	Bank of Nova Scotia, London
Hovedstol	USD 187.500.000
Nominel rente	6 mdrs. USD-Libor -0,18 pct. halvårlig mod 6,50 pct. p.a. i CAD helårlig.
Effektiv rente	0,18 pct. under renten for et lån forrentet med 6 mdrs. USD-Libor.
Forbrug af bemyn- digelse	29.okt.1993: USD 187.500.000 à DKK 674,30 = DKK 1.264.312.500.

Nr. 575, Lån

Acceptdato	5.okt.1993
Underskrivelsesdato .	22.okt.1993
Hjemtagelsesdato . . .	26.okt.1993
Udløbsdato	26.okt.1999
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån
Ledende bank	Banque Paribas, London
Nominelt lånebeløb .	FRF 7.000.000.000
Nominel rente	5,50 pct. p.a.
Emissionskurs	98,61 pct.
Kommissioner	FRF 19.250.000
Andre omkostninger .	Ingen
Effektiv rente	5,84 pct. p.a.
Tilbagebetaling	Hele beløbet 26.okt.1999
Forbrug af bemyn- digelse	26.okt.1993: FRF 7.000.000.000 à DKK 115,21 = DKK 8.064.700.000.

Nr. 576, Lån med tilknyttet swapLån:

Udbudsdato	6.okt.1993
Underskrivelsesdato .	25.okt.1993
Hjemtagelsesdato . . .	27.okt.1993
Udløbsdato	27.okt.1998
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån
Ledende bank	Banco de Negocios Argentaria, S.A., Madrid
Nominelt lånebeløb .	ESP 15.000.000.000
Nominel rente	År 0-1/2: 10 pct. År 1/2-5: 15,5 pct. minus 6 mdrs. ESP-Libor
Emissionskurs	99,75
Kommissioner	Ingen
Andre omkostninger .	Ingen
Bemærkning	Lånet kan førtidsindfries. Se appendiks til kapitel 2.
Tilbagebetaling	Hele beløbet 27.okt.1998

Swap:

Startdato	27.okt.1993
Indhold	Fra variabelt forrentet ESP til variabelt forrentet DEM.
Bemærkning	Swappen kan førtidsindfries. Se appendiks 2. Staten modtager ved swappens indgåelse ESP 37.500.000 fra swap-modparten.
Swap-modpart	Morgan Stanley Capital Services, Inc., New York Swappen overføres inden den 27. april 1994 til Morgan Stanley's triple-A ratede "special vehicle" eller anden højt rated swap-modpart, som staten kan acceptere.
Hovedstol	ESP 15.000.000.000
Nominel rente	6 mdrs. DEM-Libor - 0,15 pct. halvårlig mod 15,50 pct. p.a. - 6 mdrs. ESP-Libor halvårlig.
Effektiv rente	0,15 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6 mdrs. DEM-Libor.
Forbrug af bemyndigelse	27.okt.1993: DEM 183.891.136,45 à DKK 401,61 = DKK 738.525.193.

Bilagstabel 3 - fortsat

Nr. 577, Valutaswap

Acceptdato	8.okt.1993	
Startdato	5.nov.1993	
Udløbsdato	5.aug.1997	
Swap-modpart	Union Bank of Switzerland, Zürich	
	Staten betaler	Staten modtager
	ydelse svarende til	ydelse svarende til
	fast forrentet	variabelt forrentet
	lån i DEM	lån i USD
Hovedstole	DEM 160.700.000	USD 100.000.000
Rente	5,43 pct. p.a.	6 mdrs. USD-Libor -0,20 pct.
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	5,43 pct. p.a. i DEM helårlig mod 6 mdrs. USD-Libor -0,20 pct. halvårlig.	
Udveksling af hovedstole	Ved aftalens start og afslutning.	

Nr. 578, Lån med tilknyttet swap

Lån:

Udbudsdato	12.okt.1993
Underskrivelsesdato	1.dec.1993
Hjemtagelsesdato	10.dec.1993
Udløbsdato	12.dec.1994
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån
Ledende bank	Fuji International Finance PLC, London
Nominelt lånebeløb	USD 120.000.000
Nominal rente	3,4 pct. p.a.
Emissionskurs	100,10
Kommissioner	USD 120.000
Andre omkostninger	Ingen
Tilbagebetaling	Hele beløbet 12.dec.1994

Nr. 578 fortsatSwap:

Startdato	10.dec.1993
Indhold	Fra fast forrentet USD til fast forrentet XEU.
Swap-modpart	Barclays Bank PLC, London
Hovedstol	XEU 102.220.000
Nominel rente	6,27 pct. p.a. i XEU helårlig mod 3,4 pct. p.a. i USD helårlig.
Effektiv rente	6,27 pct. p.a. i XEU helårlig.
Forbrug af bemyndigelse	10.dec.1993: XEU 102.220.000 à DKK 757,58 = DKK 774.398.276.

Nr. 579, Valutaswap

Acceptdato	12.okt.1993	
Startdato	29.okt.1993	
Udløbsdato	29.okt.1999	
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 300.000.000	USD 187.500.000
Rente	5,69 pct. p.a.	6 mdrs. USD-Libor -0,18 pct.
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	5,69 pct. p.a. helårlig mod 6 mdrs. USD-Libor -0,18 pct. halvårlig.	
Udveksling af hovedstole	Ved aftalens start og afslutning.	

Nr. 580, Lån med tilknyttet swap

Lån:

Udbudsdato	1.nov.1993
Underskrivelsesdato .	9.nov.1993
Hjemtagelsesdato . . .	10.nov.1993
Udløbsdato	14.nov.1994
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån
Ledende bank	Sakura Finance International Limited, London
Nominelt lånebeløb .	USD 150.000.000
Nominel rente	3,60 pct. p.a.
Emissionskurs	100
Kommissioner	USD 75.000
Andre omkostninger .	Ingen
Tilbagebetaling	Hele beløbet 14.nov.1994

Swap:

Startdato	10.nov.1993
Indhold	Fra fast forrentet USD til variabelt forrentet USD.
Swap-modpart	Sakura Global Capital, London
Hovedstol	USD 149.925.000
Nominel rente	6 mdrs. USD-Libor -0,35 pct. halvårlig mod 3,60 pct. p.a. helårlig.
Effektiv rente	0,35 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6 mdrs USD-Libor.
Forbrug af bemyndigelse	10.nov.1993: USD 150.000.000 à DKK 673,10 = DKK 1.009.650.000.

Nr. 581, Valutaswap

Acceptdato	3.nov.1993	
Startdato	8.nov.1993	
Udløbsdato	8.nov.1996	
Swap-modpart	Barclays Bank Plc, London	
	Staten betaler	Staten modtager
	ydelser svarende til	ydelser svarende til
	variabelt forrentet	variabelt forrentet
	lån i CHF	lån i USD
Hovedstole	CHF 100.000.000	USD 66.511.473,23
Rente	3 mdrs. CHF-Libor +0,03 pct.	3 mdrs. USD-Libor
Omkostninger	Broker fee: GBP 6.795,02 til Tradition Treasury Services, London	
Effektiv rente	3 mdrs. CHF-Libor +0,035 pct. kvartårlig mod 3 mdrs. USD- Libor kvartårlig.	
Udveksling af hoved- stole	Ved aftalens start og afslutning.	

Bilagstabel 4.

Statsgaranterede enheders låntagning i 1993

A. Hypotekbanken: Udenlandsk låntagning i 1993

Accept- dato	Valuta	Beløb mill.	Kupon pct. p.a.	Udløbs- år	Ledende Bank/ Långiver	Effektiv rente i pct. p.a.	Udbetalt beløb i mill.kr.
27.jan.	DEM	150,0	7,2	2003	DePfa Bank		
		+ swap til USD				Libor+0,04	
		+ swap til DKK				Cibor-0,11	
		+ swap til DKK				9,64	
		+ swap til DKK				9,22	576
25.mar.	CAD	150,0	7,375	1998	Salomon Brothers		
		+ swap til USD				Libor-0,09	721
28.apr.	DEM	150,0	6,87	2003	DePfa Bank		
		+ swap til DKK				7,64	574
28.apr.	USD	100,0	Libor ¹⁾	2005	Kidder, Peabody International		
		+ swap til USD				Libor-0,1	610
1.jun.	DKK	300,0	7	1996	Kredietbank N.V.	7,07	300
1.jun.	DKK	300,0	7,375	2000	Kredietbank N.V.	7,4	300
5.aug.	DKK	750,0	6,75	1998	Morgan Stanley International	6,7	750
5.aug.	DKK	300,0	6,625	1998	Chemical Invest- ment Bank	6,7	300
9.aug.	JPY	10.000,0	Libor ²⁾	2000	Nippon Life Insurance		
		+ swap til DEM				Libor-0,05	620
I alt							4.751

¹⁾ Cap-floor (max. 8 pct. - min. 5 pct.).

²⁾ År 1-3: 6 mdrs. JPY-Libor. År 4-7: Enten 6 mdrs. JPY-Libor eller fast rente.

B. Hypotekbanken: Isolerede swaptransaktioner i 1993

Accept- dato	Der modtages			Der betales			Løbe- tid, år	Beløb i mill.kr.
	Valuta	Mill.	Rente	Valuta	Mill.	Effektiv ren- te i pct. p.a.		
1.feb.	CHF	50,0	8,04	USD	40,1	Libor	3	216
1.feb.	CHF	50,0	8,05	USD	40,3	Libor	3	215
1.feb.	CHF	25,0	7,96	USD	20,0	Libor	3	107
1.feb.	DEM	150,0	7	DKK	582,0	7,21	5	584
30.apr.	XEU	0,0	- ¹⁾	JPY	0,0	- ¹⁾	2	0
30.apr.	CHF	43,1	Libor	DKK	190,8	9,77	3	180
30.apr.	CHF	90,6	7,1	DKK	409,6	9,4	5	375
30.apr.	DKK	77,0	8,7	JPY	1.300,0	5,80	2	77
30.apr.	DKK	318,7	8	CHF	75,0	3,95	4	319
30.apr.	DKK	307,2	8	DEM	80,0	5,48	10	307
26.maj	CHF	50,0	0	DEM	55,1	12,36	1	214
26.maj	CHF	25,0	7,31	DEM	27,5	8,89	1	107
26.maj	DKK	250,0	8,25	NLG	73,4	Aibor	5	250
25.jun.	USD	50,0	Libor-0,09	NLG	95,8	Aibor-0,03	3	336
25.jun.	USD	50,0	Libor ²⁾	CHF	75,7	4,56	2	327
28.jul.	CHF	25,0	7,65	USD	20,0	Libor	3	105
28.jul.	CHF	25,0	7,54	USD	20,0	Libor	3	103
28.jul.	CHF	25,0	7,47	USD	20,0	Libor	3	103
28.jul.	CHF	25,0	7,46	USD	20,1	Libor	3	103
28.jul.	CHF	25,0	7,46	USD	20,1	Libor	3	103
28.jul.	DEM	85,0	7,22	CHF	75,0	3	8	332
17.aug.	USD	50,0	4,96	CHF	75,1	4,54	4	345
20.okt.	DKK	582,0	7,21	DEM	150,0	7	5	582
2.nov.	USD	20,0	Libor	CHF	30,0	4,05	5	135
2.nov.	USD	20,0	Libor	CHF	30,0	3,99	4	135
16.nov.	USD	20,0	Libor	CHF	29,9	4,01	4	135
I alt								5.795

¹⁾ Ingen udveksling af hovedstole. På forhånd fastsatte betalingsstrømme.²⁾ Afregningskurs på acceptdato.

Bilagstabel 4 - fortsat

C. Dansk Naturgas A/S: Udenlandsk låntagning i 1993

Accept- dato	Valuta	Beløb mill.	Kupon pct. p.a.	Udløbs- år	Ledende Bank/ Långiver	Effektiv rente i pct. p.a.	Udbetalt beløb i mill.kr.
I alt							0

D. Dansk Naturgas A/S: Isolerede swaptransaktioner i 1993

Accept- dato	Der modtages			Der betales			Løbe- tid, år	Beløb i mill.kr.
	Valuta	Mill.	Rente	Valuta	Mill.	Effektiv ren- te i pct. p.a.		
26.jul.	DKK	464,0	Cibor-0,545	DKK	464,0	5,985	6	464
I alt								464

E. A/S Storebæltsforbindelsen: Udenlandsk låntagning i 1993

Accept- dato	Valuta	Beløb mill.	Kupon pct. p.a.	Udløbs- år	Ledende Bank/ Långiver	Effektiv rente i pct. p.a.	Udbetalt beløb i mill.kr.
29.jan.	DKK	350,0	8,5	1999	Unibank	8,614	350
2.mar.	JPY	35.000,0	4,25	1998	Daiwa Europe & Norinchukin		
		+ swap til USD ¹⁾					
		+ swap til DKK				8,67	
		+ swap til DKK				Cibor+0,01	1.909
4.mar.	DKK	1.500,0	0	2003	Kidder, Peabody International	8,25	679
22.apr.	DEM	100,0	6,82	2003	DePfa Bank		
		+ swap til DEM					
		+ swap til DKK				7,615	384
18.jun.	JPY	33.300,0	4,4	1998	EIB		
		+ swap til USD ²⁾				Libor-0,238	
		+ swap til DKK				Cibor-0,295	
		+ swap til DKK				6,44	2.085
27.jul.	USD	40,0	³⁾	1998	Industrial Bank of Japan		
		+ swap til USD				Libor-0,17	272
30.jul.	DKK	500,0	7	2003	Morgan Stanley	7	500
10.sep.	USD	31,0	Libor-0,03	1996	Pfizer International Bank Europe		
		+ swap til ITL				8,143	197
29.sep.	DKK	250,0	6,85	2008	EIB	6,85	250
29.okt.	CAD	100,0	7,15	2008	EIB		
		+ swap til USD				Libor-0,2	506
I alt							7.134

¹⁾ JPY 35 mia. blev swappet til USD 299 mill. Heraf blev USD 150 mill. swappet til DKK 957 mill. til fast rente og USD 149 mill. til DKK 952 mill. til variabel rente.

²⁾ JPY 33,3 mia. blev swappet til USD 310 mill. Heraf blev USD 150 mill. swappet til DKK 1.010 mill. til variabel rente, hvoraf DKK 250 mill. blev swappet til fast rente.

³⁾ Første kupon er 3,5625 pct. De følgende kuponer betales i USD til en rente der svarer til 21,5 pct. minus 2 gange 6 mdr. Peseta Libor.

Bilagstabel 4 - fortsat

F. A/S Storebæltsforbindelsen: Isolerede swaptransaktioner i 1993

Accept- dato	Der modtages			Der betales			Løbe- tid, år	Beløb i mill.kr.
	Valuta	Mill.	Rente	Valuta	Mill.	Effektiv ren- te i pct. p.a.		
20.jan.	USD	100,0	Libor	FRF	550,0	8,24	5	626
20.jan.	USD	50,0	Libor	DKK	313,0	Cibor-0,1	5	313
8.feb.	USD	65,0	Libor-0,648	DKK	416,0	8,19	4,5	416
8.feb.	USD	70,0	Libor-0,648	DKK	448,0	Cibor-0,83	4,5	448
10.mar.	FRF	456,0	Pibor-0,35	DKK	515,0	9,23	2	515
10.maj	XEU	38,0	Libor+0,035	FRF	250,0	Pibor+0,075	2,5	285
6.aug.	DKK	448,0	Cibor-0,83	DKK	448,0	5,66	4	448
10.sep.	DKK	247,0	Cibor-0,25	DKK	247,0	6,72	2,5	247
24.sep.	DKK	952,0	Cibor+0,01	DKK	952,0	6,79	4,5	952
28.sep.	JPY	4.350,0	6,8	USD	30,0	Libor-0,33	6,5	201
20.okt.	BEF	1.353,0	Bibor-0,28	DKK	250,0	6,38	8,5	250
27.dec.	DEM	76,0	Libor+0,045	CHF	65,0	4,31	8	298
I alt								4.999

G. A/S Øresundsforbindelsen: Udenlandsk låntagning i 1993

Accept- dato	Valuta	Beløb mill.	Kupon pct. p.a.	Udløbs- år	Ledende Bank/ Långiver	Effektiv rente i pct. p.a.	Udbetalt beløb i mill.kr.
12.aug.	DKK	500,0	6,5	1998	Den Danske Bank	6,482	500
12.okt.	CHF	100,0	4,375	2003	Credit Suisse	4,471	451
30.nov.	JPY	5.000,0	¹⁾	2003	Deutsche Bank		
		+ swap til USD				Libor-0,05	
		+ swap til DKK				6,5	307
I alt							1258

¹⁾ År 1-3: 6 mdrs. JPY-Libor halvårlig. År 4-10: 4,36 pct. p.a. helårlig.

F. A/S Øresundsforbindelsen: Isolerede swaptransaktioner i 1993

Accept- dato	Der modtages			Der betales			Effektiv ren- te i pct. p.a.	Løbe- tid, år	Beløb i mill.kr.
	Valuta	Mill.	Rente	Valuta	Mill.				
I alt									0

Bilagstabel 5.

Samtlige indenlandske statslån pr. 31. december 1993

Løbe- nr.	Pålyden- de rente	Titel ¹⁾	Sidste termin	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill.DKK)
Fast forrentede obligationslån				
Stående lån				
75	10	Stående lån 1994 Udstedt 15.okt.1984 - 30.aug.1985 og 23.mar.1988 - 30.jun.1988	15.mar.1994	4.000,0
210	10	Stående lån 1996 Udstedt 24.mar.1988 - 5.jul.1988	15.nov.1996	4.200,0
216	9	Stående lån 1994 Udstedt 1.jul.1988 - 29.jun.1990	15.nov.1994	19.700,0
217	9	Stående lån 1996 Udstedt 1.jul.1988 - 29.jun.1990	15.nov.1996	27.600,0
218	9	Stående lån 1998 Udstedt 2.jan.1989 - 29.jun.1990 og 1.jan.1992 -	15.nov.1998	59.300,0
226	9	Stående lån 2000 Udstedt 2.jan.1990 - 30.dec.1992	15.nov.2000	59.150,0
232	9	Stående lån 1995 Udstedt 2.jul.1990 - 30.dec.1992	15.nov.1995	39.850,0
246	8	Stående lån 2003 Udstedt 2.jan.1992 - 30.dec.1993	15.maj 2003	69.000,0
257	7	Stående lån 2004 Udstedt 25.maj1993 -	15.dec.2004	32.150,0

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

Løbe- nr.	Pålyden- de rente	Titel	Sidste termin	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill.DKK)
Fast forrentede obligationslån - fortsat				
Serielån				
7	4	Dansk Statslån III 1994 Udstedt 13.nov.1944	13.nov.1994	1,6
13	4,5	S 1997 Udstedt 10.dec.1952 - 12.sep.1958	15.okt.1997	52,7
14	5	S 2007 Udstedt 20.okt.1953 - 12.sep.1958	15.sep.2007	77,1
16	4	S 2017 Udstedt 29.nov.1955 - 12.sep.1958	15.jun.2017	126,3
38	12	S 2001 Udstedt 6.okt.1980 - 9.maj 1983	15.feb.2001	21.420,0
56	10	S 1999 Udstedt 10.maj 1983 - 12.jul.1985	15.jul.1999	7.039,5
57	10	S 2004 Udstedt 10.maj 1983 - 30.aug.1985	15.okt.2004	10.428,0
65	10	S 1994 Udstedt 23.jan.1984 - 16.okt.1984	15.apr.1994	1.640,0
76	10	S 1995 Udstedt 15.okt.1984 - 30.aug.1985	15.apr.1995	1.560,0
85	10	S 2001 Udstedt 15.jul.1985 - 30.aug.1985	15.jul.2001	4,0

Bilagstabel 5 - fortsat

Løbe- nr.	Pålyden- de rente	Titel	Sidste termin	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill.DKK)
Fast forrentede obligationslån - fortsat				
Uamortisable				
1	3,5	Dansk Statslån 1886/uamortisabelt Udstedt 11.dec.1886	uamor- tisabelt	46,2
80	5	Dansk Islandske Fond 1918/uamortisabelt Udstedt 1.jun.1918	uamor- tisabelt	1,0
I alt fast forrentede obligationslån				357.346,3
Statsgældsbeviser				
244	8	Statsgældsbevis 1994 I Udstedt 2.jan.1992 - 30.sept.1992	20.feb.1994	4.700,0
247	8	Statsgældsbevis 1994 II Udstedt 1.apr.1992 - 30.dec.1992	20.maj 1994	4.850,0
251	8	Statsgældsbevis 1994 III Udstedt 1.jul.1992 - 30.dec.1992	20.aug.1994	6.700,0
253	9,75	Statsgældsbevis 1995 I Udstedt 1.okt.1992 - 30.jun.1993	10.feb.1995	28.850,0
254	9,25	Statsgældsbevis 1995 II Udstedt 4.jan.1993 - 30.dec.1993	10.aug.1995	31.100,0
259	6,00	Statsgældsbevis 1996 I Udstedt 1.jul.1993 -	10.feb.1996	18.000,0
I alt statsgældsbeviser				94.200,0

Løbe- nr.	Pålyden- de rente	Titel	Sidste termin	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill.DKK)
Skatkammerbeviser				
256	0	Skatkammerbevis 1994 I Udstedt 1.apr.1993 - 1.okt.1993	3.jan.1994	22.294,0
258	0	Skatkammerbevis 1994 II Udstedt 1.jul.1993 -	1.apr.1994	22.220,0
260	0	Skatkammerbevis 1994 III Udstedt 1.okt.1993 -	1.jul.1994	13.825,0
I alt skatkammerbeviser				58.339,0
Variabelt forrentede obligationslån				
78	var.	Stående lån 1995 Udstedt 19.nov.1984 - 15.jan.1986	15.jan.1995	9.623,0
96	var.	Stående lån 1996 Udstedt 15.jan.1986 - 30.dec.1986	15.jan.1996	3.862,0
203	var.	Stående lån 1997 Udstedt 2.jan.1987 - 6.jan.1988	15.jan.1997	6.462,0
209	var.	Stående lån 1998 Udstedt 4.jan.1988 - 30.dec.1988	15.jan.1998	6.052,0
219	var.	Stående lån 1994 Udstedt 2.jan.1989 - 28.dec.1990	20.nov.1994	10.896,0
220	var.	Stående lån 1999 Udstedt 2.jan.1989 - 28.dec.1990	20.nov.1999	4.346,0
I alt variabelt forrentede obligationslån				41.241,0

Bilagstabel 5 - fortsat

Løbe- nr.	Pålyden- de rente	Titel	Sidste termin	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill.DKK)
Præmieobligationslån				
11	3,5	Præmieobligationslån af 1948/98 Udstedt 20.jun.1948	20.jun.1998	100,0
15	4	Præmieobligationslån af 1954/99 Udstedt 7.okt.1954	1.okt.1999	100,0
19	3,5	Præmieobligationslån af 1959/98 Udstedt 1.dec.1958	1.dec.1998	100,0
20	7	Præmieobligationslån af 1965/95 Udstedt 22.sep.1965	23.sep.1995	100,0
21	7	Præmieobligationslån af 1969/94 Udstedt 1.okt.1969	1.okt.1994	100,0
24	8	Præmieobligationslån af 1977/2002		
		I Udstedt 14.apr.1977	15.feb.2002	100,0
		II Udstedt 3.jun.1977	15.maj 2002	100,0
		III Udstedt 24.jun.1977	15.jun.2002	100,0
		IV Udstedt 28.jul.1977	15.jul.2002	100,0
		V Udstedt 30.aug.1977	15.aug.2002	100,0
39	10	Præmieobligationslån af 1980/2005 Udstedt 28.okt.1980	1.jul.2005	200,0
I alt præmieobligationslån				1.200,0
Indenlandsk gæld i DKK				552.326,4
XEU-lån				
249	8,5	Stående lån 1,3 mia.XEU 2002 Udstedt 24.apr.1992	24.apr.2002	9.823,8
I alt XEU-lån				9.823,8
Indenlandsk gæld, i alt				562.150,2

Bilagstabel 6.

Samtlige udenlandske statslån pr. 31. december 1993

Lånene forfalder i deres 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.1993 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
AUD-lån					
396	7,3	1989/96 AUD(rente)/JPY(hovedst.)	1.068,0	4.898,9	
-	7,3	1989/96 swap af rentebetaling til JPY med fast rente	-623,0	-2.857,7	
-	7,3	1989/96 swap til DEM med variabel rente	-445,0	-2.041,2	
433	7	1990/97 AUD(rente)/JPY(hovedst.)	124,6	571,4	
-	7	1990/97 swap til USD med variabel rente	-124,6	-571,4	
I alt AUD			0,0	0,0	
BEF-lån					
235	10,15	EIB-lån global XI 1985/95	42,9	8,0	(2)
432	9,74	1990/95 swap fra USD med variabel rente	1.693,6	317,6	
I alt BEF			1.736,5	325,6	
CAD-lån					
533	7,5	1993/96	300,0	1.529,6	
-	7,5	1993/96 swap til USD med variabel rente	-150,0	-764,8	
-	7,5	1993/96 swap til CHF med variabel rente	-150,0	-764,8	
535	7,5	1993/98 swappet til variabel rente	250,0	1.274,7	
-	var.	1993/98 swap til DEM med variabel rente	-250,0	-1.274,7	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
CAD-lån fortsat					
554	6,625	1993/97	200,0	1.019,7	
-	6,625	1993/97 swap til DEM med variabel rente	-200,0	-1.019,7	
574	6,5	1993/99	250,0	1.274,7	
-	6,5	1993/99 swap til USD med variabel rente	-250,0	-1.274,7	
I alt CAD			0,0	0,0	
CHF-lån					
106	6,45	EIB-lån, Narssarsuaq Lufthavn	1,8	8,2	(2)
141	7,7	EIB-lån, Farøbroerne 1982/97	16,1	73,9	(2)
163	6,45	EIB-lån, Farøbroerne 1982/97	12,2	55,7	(2)
164	6,45	EIB-lån, Farøbroerne, NIC 1982/97	16,8	76,8	(2)
179	6,6	EIB-lån, grønlandske pakhuse 1983/98	4,0	18,4	(2)
198	6,85	EIB-lån IV 1984/99	3,8	17,4	(2)
235	6,35	EIB-lån global IX 1985/95	0,6	2,6	(2)
252	5,4	EIB-lån global XII 1986/96	2,2	10,1	(2)
313	0	1987/2002	100,0	457,6	
319	4,97	1987/94 swap fra USD med variabel rente	100,0	457,6	
356	4,75	1987/94 swappet til variabel rente	150,0	686,4	
367	var.	1988/94 swap fra USD med variabel rente	50,0	228,8	
368	var.	1988/94 swap fra USD med variabel rente	130,0	594,9	
411	7,5188	1990/95 swap fra USD med variabel rente	75,0	343,2	
413	var.	1990/95 swap fra USD med variabel rente	200,0	915,3	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
CHF-lån fortsat					
418	7,5094	1990/95 swap fra USD med variabel rente	75,1	343,7	
-	8,2	1990/95 swap fra USD med variabel rente	100,0	457,6	
419	7,6592	1990/95 swap fra USD med variabel rente	100,3	459,0	
423	7,66	1990/95 swap fra USD med variabel rente	71,1	325,1	
424	7,6	1990/95 swap fra USD med variabel rente	70,4	321,9	
425	7,44	1990/95 swap fra USD med variabel rente	50,0	228,8	
437	7,0087	1990/95 swap fra USD med variabel rente	100,1	458,2	
452	7,96	1990/94 swap fra USD med variabel rente	75,0	343,2	
456	7,99	1990/94 swap fra USD med fast rente	62,9	287,7	
460	7,93	1990/95 swap fra USD med variabel rente	62,5	286,0	
475	7,17	1991/95 swappet fra variabel rente	50,0	228,8	
-	var.	1991/95 swappet til fast rente	-50,0	-228,8	
499	7,165	1992/97 swap fra DEM med fast rente	278,0	1.272,0	
501	7,44	1992/95 swap fra USD med variabel rente	150,5	688,7	
503	8	1992/94	50,0	228,8	
533	var.	1993/96 swap fra CAD med fast rente	175,8	805,3	
-	var.	1993/96 swap fra USD med variabel rente	176,0	804,5	
540	var.	1993/98 swappet til fast rente	150,0	686,4	
547	4,75	1993/99	150,0	686,4	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
CHF-lån fortsat					
549	var.	1993/98 swap fra GBP med fast rente	335,1	1.533,5	
550	4,8	1993/98 swap fra USD med fast rente	125,0	572,0	
551	4,5	1993/97	250,0	1.144,1	
559	4,25	1993/99	1.000,0	4.576,3	
581	var.	1993/96 swap fra USD med variabel rente	100,0	457,6	
I alt CHF			4.570,1	20.914,2	
DEM-lån					
101	10,25	EIB-lån, Holsteinsborg Elværk 1979/94	0,6	2,4	(2)
102	10,25	EIB-lån, Grønlands telekommu- nikation 1979/94	0,4	1,4	(2)
140	9,8	EIB-lån, P&T kabelforbindelse 1982/97	0,5	1,8	(2)
146	5,15	1981/95	3,4	13,4	(4)
164	8,5	EIB-lån, Farøbroerne, NIC 1982/97	32,8	128,1	(2)
192	7,875	1984/94	150,0	585,3	
217	7,75	1984/94	150,0	585,3	
222	7,625	1984/94	100,0	390,2	
249	var.	1985/95 swap fra USD med variabel rente	261,1	1.018,9	
298	var.	Commercial paper (5) (Europa)	20,0	78,0	
341	6,29	1987/97 swappet fra variabel rente	100,0	390,2	
-	var.	1987/97 swappet til fast rente	-100,0	-390,2	
343	var.	1987/97 swappet fra fast rente	50,0	195,1	
-	6,3	1987/97 swappet til variabel rente	-50,0	-195,1	
-	var.	1987/97 swappet fra fast rente	50,0	195,1	
-	6,725	1987/97 swappet til variabel rente	-50,0	-195,1	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
DEM-lån fortsat					
347	var.	1987/96 swappet fra fast rente	100,0	390,2	
-	6,64	1987/96 swappet til variabel rente	-100,0	-390,2	
350	var.	1987/97 swappet fra fast rente	100,0	390,2	
-	6,6	1987/97 swappet til variabel rente	-100,0	-390,2	
352	var.	1987/94 swappet fra fast rente	200,0	780,5	
-	6,33	1987/94 swappet til variabel rente	-200,0	-780,5	
396	var.	1989/96 swap fra JPY(hovedstol)/ AUD(rente) med fast rente	636,9	2.485,3	
400	var.	1990/95 swap fra JPY med fast rente	180,5	704,4	
401	var.	1990/95 swap fra USD med variabel rente	171,0	667,1	
415	9,56	1990/95 swap fra USD med variabel rente	50,0	195,1	
416	9,25	1990/95	150,0	585,3	
430	9,06	1990/95 swap fra USD med variabel rente	83,8	326,8	
431	9	1990/95 swap fra USD med variabel rente	50,4	196,6	
434	var.	1990/95 swap fra ESP med fast rente	162,6	634,5	
435	8,865	1990/94 swappet fra variabel rente	50,0	195,1	
-	var.	1990/94 swappet til fast rente	-50,0	-195,1	
440	9,25	1990/95 swap fra USD med variabel rente	100,0	390,2	
442	13,125	1990/95 swappet til variabel rente	50,0	195,1	
450	9,17	1990/94 swap fra USD med variabel rente	75,4	294,2	
451	9,15	1990/94 swap fra USD med variabel rente	37,7	147,1	
458	9,3	1990/94 swap fra USD med fast rente	74,0	288,8	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
DEM-lån fortsat					
459	9,33	1990/94 swap fra USD med fast rente	110,9	432,6	
476	8,93	1991/95 swappet fra variabel rente	50,0	195,1	
-	var.	1991/95 swappet til fast rente	-50,0	-195,1	
477	8,9	1991/95 swappet fra variabel rente	50,0	195,1	
-	var.	1991/95 swappet til fast rente	-50,0	-195,1	
478	8,91	1991/95 swap fra USD med variabel rente	171,9	670,8	
481	9,23	1991/95 swap fra USD med variabel rente	171,3	668,3	
482	9,2	1991/95 swap fra USD med variabel rente	173,9	678,4	
484	8,79	1991/97 swappet fra variabel rente	100,0	390,2	
-	var.	1991/97 swappet til fast rente	-100,0	-390,2	
485	8,885	1991/95 swappet fra variabel rente	100,0	390,2	
-	var.	1991/95 swappet til fast rente	-100,0	-390,2	
494	8,3	EIB-lån, Danske Motorveje D 1992/97	53,6	209,2	
495	8,3	EIB-lån, DSB Elektrificering II B 1992/97	180,8	705,5	
496	8,3	EIB-lån, Danske Motorveje C 1992/97	25,8	100,7	
497	8,3	EIB-lån, DSB Elektrificering II C 1992/97	39,8	155,3	
498	8,25	1992/97	500,0	1.951,2	
499	8,3	1992/97 swap til CHF med fast rente	-300,0	-1.170,7	
500	8,45	EIB-lån, DSB Elektrificering II D 1992/97	100,0	390,2	
502	var.	1992/95 swappet til variabel rente	100,0	390,2	
505	8,3	EIB-lån, Øresund Færgesforbindelse 1992/97	40,0	156,1	

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
DEM-lån fortsat					
507	8,93	1992/96 swappet fra variabel rente	100,0	390,2	
-	var.	1992/96 swappet til fast rente	-100,0	-390,2	
508	8,93	1992/96 swappet fra variabel rente	100,0	390,2	
-	var.	1992/96 swappet til fast rente	-100,0	-390,2	
509	8,345	1992/2002 swappet fra variabel rente	100,0	390,2	
-	var.	1992/2002 swappet til fast rente	-100,0	-390,2	
512	8,3	1992/2002 swappet fra variabel rente	100,0	390,2	
-	var.	1992/2002 swappet til fast rente	-100,0	-390,2	
515	8,285	1992/2002 swappet fra variabel rente	50,0	195,1	
-	var.	1992/2002 swappet til fast rente	-50,0	-195,1	
516	8,31	1992/2002 swappet fra variabel rente	50,0	195,1	
-	var.	1992/2002 swappet til fast rente	-50,0	-195,1	
524	8,03	1992/2002 swappet fra variabel rente	100,0	390,2	
-	var.	1992/2002 swappet til fast rente	-100,0	-390,3	
526	7,9	EIB-lån, Øresund Færgesforbindelse B 1992/97	50,6	197,5	
527	7,9	EIB-lån, DSB Elektrificering II E 1992/97	82,4	321,5	
528	7,94	1992/2001 swappet fra variabel rente	100,0	390,2	
-	var.	1992/2001 swappet til fast rente	-100,0	-390,2	
532	var.	1992/95 swap til FRF med variabel rente	-146,3	-570,8	
534	var.	1993/98 swap fra USD med variabel rente	1.651,7	6.445,4	
535	var.	1993/98 swap fra CAD med variabel rente	323,1	1.260,8	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
DEM-lån fortsat					
536	6,35	1993/98 swappet fra variabel rente	100,0	390,2	
-	var.	1993/98 swappet til fast rente	-100,0	-390,2	
537	6,125	1993/98	2.000,0	7.804,6	
539	6,55	1993/98 swappet fra variabel rente	100,0	390,2	
-	var.	1993/98 swappet til fast rente	-100,0	-390,2	
542	6,65	1993/98 swappet fra variabel rente	50,0	195,1	
-	var.	1993/98 swappet til fast rente	-50,0	-195,1	
543	6,64	1993/98 swappet fra variabel rente	100,0	390,2	
-	var.	1993/98 swappet til fast rente	-100,0	-390,2	
544	6,65	1993/98 swappet fra variabel rente	100,0	390,2	
-	var.	1993/98 swappet til fast rente	-100,0	-390,2	
545	6,61	1993/98 swappet fra variabel rente	100,0	390,2	
-	var.	1993/98 swappet til fast rente	-100,0	-390,2	
546	6,6	1993/98 swappet fra variabel rente	100,0	390,2	
-	var.	1993/98 swappet til fast rente	-100,0	-390,2	
553	var.	1993/97 swap fra USD med fast rente	420,8	1.642,0	
554	var.	1993/97 swap fra CAD med fast rente	265,0	1.034,1	
555	var.	1993/95 swap fra ITL med fast rente	161,2	628,9	
556	6,1811	1993/98 swap fra NLG med fast rente	886,4	3.459,0	
557	6,2	1993/97 swappet fra variabel rente	100,0	390,2	
-	var.	1993/97 swappet til fast rente	-100,0	-390,2	
562	5,93	1993/97 swap fra USD med variabel rente	336,1	1.311,6	
563	5,8	1993/97 swap fra USD med variabel rente	167,0	651,7	
564	5,815	1993/97 swap fra USD med variabel rente	168,0	655,6	
566	5,83	1993/97 swap fra USD med variabel rente	198,0	772,7	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
DEM-lån fortsat					
567	5,83	1993/97 swap fra USD med variabel rente	206,3	804,8	
568	5,785	1993/97 swap fra USD med variabel rente	329,5	1.285,8	
569	5,7575	1993/97 swap fra USD med variabel rente	88,9	346,8	
570	5,77	1993/97 swap fra USD med variabel rente	161,5	630,2	
571	5,49	1993/95 swap fra USD med variabel rente	86,2	336,5	
572	6,07	1993/2000	9,7	37,9	
573	5,75	1993/95	102,0	398,0	
576	var.	1993/98 swap fra ESP med variabel rente	183,9	717,6	
577	5,43	1993/97 swap fra USD med variabel rente	160,7	627,1	
579	5,69	1993/99 swap fra USD med variabel rente	300,0	1.170,7	
I alt DEM			12.101,4	47.223,2	
DKK-lån					
1	3	1894 uamortisabelt (6)	66,3	66,3	
2	3,5	1901 uamortisabelt (6)	30,7	30,7	
3	3,5	1909 uamortisabelt (6)	40,3	40,3	
39	8,75	EIB-lån III 1974/94	0,9	0,9	(2)
I alt DKK			138,1	138,1	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
ESP-lån					
434	13,75	1990/95	10.000,0	474,0	
-	13,75	1990/95 swap til DEM med variabel rente	-10.000,0	-474,0	
576	var.	1993/98	15.000,0	711,0	
-	var.	1993/98 swap til DEM med variabel rente	-15.000,0	-711,0	
I alt ESP			0,0	0,0	
FRF-lån					
224	12,9	EIB-lån, DSB 1984/99	51,0	58,5	(2)
328	8,8025	1987/93 swap fra USD med variabel rente	500,0	574,4	
390	9	1989/96	1.000,0	1.148,8	
420	0	1990/2005	1.000,0	1.148,8	
445	var.	1990/96 swappet fra fast rente	1.000,0	1.148,8	
-	10,8	1990/96 swappet til variabel rente	-1.000,0	-1.148,8	
471	0	1990/2005 swappet til variabel rente	1.268,2	1.457,0	
474	0	1990/2005 swappet til variabel rente	1.208,2	1.388,0	
514	var.	1992/2002 swappet fra fast rente	250,0	287,2	
-	9,43	1992/2002 swappet til variabel rente	-250,0	-287,2	
532	var.	1992/95 swap fra DEM med variabel rente	500,0	574,4	
575	5,5	1993/99	7.000,0	8.041,6	
I alt FRF			12.527,4	14.391,5	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
GBP-lån					
120	13	1980/2005	60,0	601,1	
138	12,25	EIB-lån, Jakobshavn Lufthavn 1982/97	0,9	9,5	(2)
208	11,875	1984/94	75,0	751,3	
247	11,55	EIB-lån, DSB 1985/2000	5,1	51,3	(2)
359	8,67	1988/98	43,0	430,8	
-	8,67	1988/98 swap til USD med variabel rente	-43,0	-430,8	
407	11,625	1990/2000	100,0	1.001,8	
-	11,625	1990/2000 swap til USD med variabel rente	-75,0	-751,3	
407	11,625	1990/2000 swap til USD med variabel rente	-25,0	-250,4	
541	7,15	EIB-lån, DSB Elektrificering II 2 (ED) 1993/98	121,7	1.218,7	
548	7,5	EIB-lån, Danske Motorveje 2 (ED) 1993/98	28,4	284,0	
549	7,15	1993/98 swap til CHF med variabel rente	-150,0	-1.502,7	
558	6,75	1993/98	800,0	8.014,3	
-	var.	1993/98	500,0	5.009,0	
I alt GBP			1.441,1	14.436,5	
ITL-lån					
555	8,45	1993/95	150.000,0	592,8	
-	8,45	1993/95 swap til DEM med variabel rente	-150.000,0	-592,8	
I alt ITL			0,0	0,0	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
JPY-lån					
101	10,25	EIB-lån, Holsteinsborg Elværk 1979/94	43,6	2,6	(2)
102	10,25	EIB-lån, Grønlands telekommu- nikation 1979/94	26,6	1,6	(2)
130	9,3	EIB-lån, Grønlands telekommu- nikation 1981/96	482,3	29,2	(2)
201	8	1984/94 swap fra USD med fast rente	12.000,0	727,6	
245	7,5	1985/97	11.000,0	667,0	
-	7,5	1985/97 swap til USD med fast rente	-20.000,0	-1.212,7	
254	6,375	1986/96	10.000,0	606,4	
-	6,375	1986/96 swap til USD med fast rente	-10.000,0	-606,4	
295	9	1986/96 JPY(hovedstol)/NZD (rente) swap til USD med variabel rente	-12.800,0	-776,2	
391	5,375	1989/96	16.600,0	1.006,6	
-	5,375	1989/96 swap til USD med variabel rente	-16.600,0	-1.006,6	
-	9	1989/96 JPY(hovedstol)/NZD (rente) swap fra USD med variabel rente	12.800,0	776,2	
396	7,3	1989/96 JPY(hovedstol)/ AUD(rente)	120.240,0	7.291,0	
-	7,3	1989/96 swap af rentebetaling til JPY med fast rente	-70.140,0	-4.253,1	
-	5,47	1989/96 swap fra rentebetaling med fast rente	70.000,0	4.244,6	
-	7,3	1989/96 swap til DEM med variabel rente	-50.100,0	-3.037,9	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
JPY-lån fortsat					
400	6,25	1990/95	30.000,0	1.819,1	
-	6,25	1990/95 swap til USD med variabel rente	-15.000,0	-909,6	
-	6,25	1990/95 swap til DEM med variabel rente	-15.000,0	-909,6	
405	7	1990/95	40.000,0	2.425,5	
-	7	1990/95 swap til USD med variabel rente	-20.000,0	-1.212,7	
-	7	1990/95 swap til USD med variabel rente	-20.000,0	-1.212,7	
412	6,8	1990/95	10.000,0	606,4	
-	6,8	1990/95 swap til USD med variabel rente	-10.000,0	-606,4	
433	7	1990/97 JPY(hovedstol)/ AUD(rente)	15.000,0	909,6	
-	7	1990/97 swap til USD med variabel rente	-15.000,0	-909,6	
479	7,5	1991/97 swap fra USD med variabel rente	9.000,0	545,7	
486	var.	1991/98 swappet fra fast rente	10.000,0	606,4	
-	6,265	1991/98 swappet til variabel rente	-10.000,0	-606,4	
560	var.	1993/2000 swappet til variabel rente	10.000,0	606,4	
I alt JPY			92.552,5	5.612,1	

LUF-lån

138	13	EIB-lån, Jakobshavn Lufthavn 1982/97	75,4	14,1	(2)
163	12,75	EIB-lån, Farøbroerne 1982/97	699,0	131,1	(2)
179	10,4	EIB-lån, grønlandske pakhuse 1983/98	101,3	19,0	(2)

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
LUF-lån fortsat					
193	11,45	EIB-lån global X 1984/94	2,2	0,4	(2)
248	8,97	EIB-lån, DSB 1985/95	1.000,0	187,5	
252	9,55	EIB-lån global XII 1986/96	54,9	10,3	(2)
330	7,9	EIB-lån global XIII 1987/97	122,1	22,9	(2)
360	7,5	EIB-lån, Sydmotorvej 1988/95	600,1	112,5	
I alt LUF			2.655,0	497,9	
NLG-lån					
101	10,25	EIB-lån, Holsteinsborg Elværk 1979/94	0,3	1,2	(2)
102	10,25	EIB-lån, Grønlands telekommu- nikation 1979/94	0,2	0,7	(2)
140	11,25	EIB-lån, P&T kabelforbindelse 1982/97	2,0	7,1	(2)
141	11,4	EIB-lån, Farøbroerne 1982/97	21,4	74,6	(2)
175	9,25	1984/94	30,0	104,7	(4)
193	9,1	EIB-lån global X 1984/94	1,9	6,7	(2)
211	9,5	1984/2004	68,8	239,8	(4)
221	8,4	1984/94	9,4	32,7	(4)
224	8,15	EIB-lån, DSB 1984/99	75,2	262,4	(2)
226	8,25	1985/95	19,6	68,4	(4)
227	8,375	1985/2000	42,7	149,0	(4)
265	6,5	1986/96	250,0	872,1	
556	6,125	1993/98	1.000,0	3.488,5	
-	6,125	1993/98 swap til DEM med fast rente	-1.000,0	-3.488,5	
I alt NLG			521,5	1.819,3	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
NZD-lån					
295	9	1986/96 NZD(rente)/JPY(hoved- stol) swap til USD med variabel rente	-39,2	-148,2	
391	9	1989/96 NZD(rente)/JPY(hoved- stol) swap fra USD med variabel rente	39,2	148,2	
I alt NZD			0,0	0,0	
USD-lån					
39	8,75	EIB-lån III 1974/94	0,2	1,5	(2)
101	10,25	EIB-lån, Holsteinsborg Elværk, 1979/94	0,5	3,1	(2)
102	10,25	EIB-lån, Grønlands telekommu- nikation 1979/94	0,3	1,9	(2)
148	9,25	CECA IV 1978/97	8,2	55,3	(3)
201	14,25	1984/94	50,0	338,6	
-	14,25	1984/94 swap til JPY med fast rente	-50,0	-338,6	
234	var.	1985/95 floating rate notes swappet til anden variabel rente	250,0	1.693,1	
244	var.	Commercial paper (5) (USA)	2.580,0	17.473,1	
245	9,47	1985/97 swap fra JPY med fast rente, swappet til variabel rente	82,6	559,2	
249	var.	1985/95 swappet fra fast rente	100,0	677,3	
-	11,25	1985/95 swappet til variabel rente	-100,0	-677,3	
-	var.	1985/95 swap til DEM med variabel rente	-100,0	-677,3	
-	11	1985/95 warrant-lån	89,3	604,5	
254	8,795	1986/96 swap fra JPY med fast rente	50,0	338,6	
263	0	1986/98 swappet til variabel rente	95,4	645,9	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
USD-lån fortsat					
273	var.	1986/96 floating rate notes swappet til anden variabel rente	1.000,0	6.772,5	
281	7,25	1986/96 swappet til variabel rente	11,0	74,5	
-	7,25	1987/96 swappet til variabel rente	96,0	650,2	
295	var.	1986/96 swap fra JPY(hovedstol)/ NZD(rente) med fast rente	78,8	533,5	
298	var.	Commercial paper (5) (Europa)	1.256,0	8.506,3	
306	7,75	1986/96	300,0	2.031,8	
319	var.	1987/94 swap til CHF med fast rente	-65,6	-444,2	
328	var.	1987/93 swap til FRF med fast rente	-80,6	-545,9	
359	var.	1988/98 swap fra GBP med fast rente	75,7	512,5	
367	var.	1988/94 swap til CHF med variabel rente	-35,7	-242,1	
368	var.	1988/94 swap til CHF med variabel rente	-93,4	-632,7	
391	var.	1989/96 swap fra JPY med fast rente	117,3	794,4	
-	var.	1989/96 swap til NZD(rente)/ JPY(hovedstol) med fast rente	-117,3	-794,4	
392	8,25	1989/94 swappet til variabel rente	150,0	1.015,9	
400	var.	1990/95 swap fra JPY med fast rente	104,3	706,0	
401	8,875	1990/95 swappet til variabel rente	100,0	677,3	
-	var.	1990/95 swap til DEM med variabel rente	-100,0	-677,3	
402	var.	1989/95 swap til XEU med variabel rente	-57,3	-388,1	
403	var.	1989/95 swap til XEU med variabel rente	-34,7	-235,2	

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
USD-lån fortsat					
404	var.	1989/95 swap til XEU med variabel rente	-58,8	-398,4	
405	var.	1990/95 swap fra JPY med fast rente	136,8	926,1	
-	var.	1990/95 swap fra JPY med fast rente	136,8	926,5	
407	var.	1990/2000 swap fra GBP med fast rente	123,3	834,8	
-	var.	1990/2000 swap fra GBP med fast rente	41,1	278,3	
408	var.	1990/95 swap til XEU med variabel rente	-72,6	-491,7	
409	var.	1990/95 swap til XEU med variabel rente	-75,0	-507,9	
411	var.	1990/95 swap til CHF med fast rente	-49,4	-334,3	
412	var.	1990/95 swap fra JPY med fast rente	68,8	465,9	
413	var.	1990/95 swap til CHF med variabel rente	-134,2	-909,1	
414	9,25	1990/95	771,0	5.221,6	
415	var.	1990/95 swap til DEM med fast rente	-29,5	-199,5	
418	var.	1990/95 swap til CHF med fast rente	-49,8	-337,0	
-	var.	1990/95 swap til CHF med fast rente	-66,4	-449,4	
419	var.	1990/95 swap til CHF med fast rente	-66,1	-447,6	
423	var.	1990/95 swap til CHF med fast rente	-50,0	-338,6	
424	var.	1990/95 swap til CHF med fast rente	-50,0	-338,6	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
USD-lån fortsat					
425	var.	1990/95 swap til CHF med fast rente	-35,5	-240,2	
428	9,25	1990/95	800,0	5.418,0	
430	var.	1990/95 swap til DEM med fast rente	-50,0	-338,6	
431	var.	1990/95 swap til DEM med fast rente	-30,0	-203,2	
432	var.	1990/95 swap til BEF med fast rente	-50,0	-338,6	
433	var.	1990/97 swap fra JPY(hovedstol)/ AUD(rente) med fast rente	93,4	632,6	
437	var.	1990/95 swap til CHF med fast rente	-72,5	-490,8	
440	var.	1990/95 swap til DEM med fast rente	-63,5	-430,0	
450	var.	1990/94 swap til DEM med fast rente	-50,0	-338,6	
451	var.	1990/94 swap til DEM med fast rente	-25,0	-169,3	
452	var.	1990/94 swap til CHF med fast rente	-58,7	-397,6	
453	var.	1990/94 swappet fra fast rente	58,7	397,6	
-	8,93	1990/94 swappet til variabel rente	-58,7	-397,6	
456	8,8375	1990/94 swap til CHF med fast rente	-50,0	-338,6	
457	var.	1990/94 swappet fra fast rente	25,0	169,3	
-	8,76	1990/94 swappet til variabel rente	-25,0	-169,3	
458	8,72	1990/94 swap til DEM med fast rente	-50,0	-338,6	
459	8,57	1990/94 swap til DEM med fast rente	-75,0	-507,9	
460	var.	1990/95 swap til CHF med fast rente	-50,0	-338,6	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
USD-lån fortsat					
461	var.	1990/95 swappet fra fast rente	50,0	338,6	
-	8,82	1990/95 swappet til variabel rente	-50,0	-338,6	
478	var.	1991/95 swap til DEM med fast rente	-100,0	-677,3	
479	var.	1991/97 swap til JPY med fast rente	-52,0	-352,2	
481	8	1991/95 swap til DEM med fast rente	-100,0	-677,3	
482	var.	1991/95 swap til DEM med fast rente	-100,0	-677,3	
483	var.	1991/95 swappet fra fast rente	200,0	1.354,5	
-	7,18	1991/95 swappet til variabel rente	-200,0	-1.354,5	
487	var.	1992/95 swappet fra fast rente	200,0	1.354,5	
-	5,515	1992/95 swappet til variabel rente	-200,0	-1.354,5	
488	var.	1992/95 swappet fra fast rente	200,0	1.354,5	
-	5,505	1992/95 swappet til variabel rente	-200,0	-1.354,5	
489	var.	1992/95 swappet fra fast rente	200,0	1.354,5	
-	5,51	1992/95 swappet til variabel rente	-200,0	-1.354,5	
490	var.	1992/95 swappet fra fast rente	100,0	677,3	
-	5,54	1992/95 swappet til variabel rente	-100,0	-677,3	
491	var.	1992/95 swappet fra fast rente	100,0	677,3	
-	5,535	1992/95 swappet til variabel rente	-100,0	-677,3	
492	6,375	1992/97 swappet til variabel rente	200,0	1.354,5	
501	6,4	1992/95 swappet til variabel rente	100,0	677,3	
-	var.	1992/95 swap til CHF med fast rente	-100,0	-677,3	
513	4,45	1992/95 swappet til variabel rente	100,0	677,3	
-	4,9	1992/96 swappet til variabel rente	100,0	677,3	
-	5,4	1992/97 swappet til variabel rente	100,0	677,3	
517	9,25	1992/95 swappet fra variabel rente	50,0	338,6	
-	var.	1992/95 swappet til fast rente	-50,0	-338,6	
525	5,5	1992/97	500,0	3.386,3	
531	5,25	1992/95 swappet til variabel rente	300,0	2.031,8	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
USD-lån fortsat					
533	var.	1993/96 swap fra CAD med fast rente	118,1	799,6	
-	var.	1993/96 swap til CHF med variabel rente	-118,1	-799,6	
534	5,75	1993/98 swappet til variabel rente	1.000,0	6.772,5	
-	var.	1993/98 swap til DEM med variabel rente	-1.000,0	-6.772,5	
550	var.	1993/95 swap til CHF med fast rente	-87,2	-590,8	
553	4,75	1993/97	350,0	2.370,4	
-	4,75	1993/97 swap til DEM med variabel rente	-250,0	-1.693,1	
-	4,75	1993/97 swappet til variabel rente	-100,0	-677,3	
-	var.	1993/97 swappet fra fast rente	100,0	667,3	
561	var.	1993/97	1.000,0	6.772,5	
562	var.	1993/97 swap til DEM med fast rente	-200,0	-1.354,5	
563	var.	1993/97 swap til DEM med fast rente	-100,0	-677,3	
564	var.	1993/97 swap til DEM med fast rente	-100,0	-677,3	
566	var.	1993/97 swap til DEM med fast rente	-120,0	-812,7	
567	var.	1993/97 swap til DEM med fast rente	-125,0	-846,6	
568	var.	1993/97 swap til DEM med fast rente	-200,0	-1.354,5	
569	var.	1993/97 swap til DEM med fast rente	-55,0	-372,5	
570	var.	1993/97 swap til DEM med fast rente	-100,0	-677,3	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
USD-lån fortsat					
571	4,25	1993/95 swappet til variabel rente	53,8	364,5	
-	var.	1993/95 swap til DEM med fast rente	-53,8	-364,5	
574	var.	1993/99 swap fra CAD med fast rente	187,5	1.269,8	
577	var.	1993/97 swap til DEM med fast rente	-100,0	-677,3	
578	3,4	1993/94	120,0	812,7	
-	3,4189	1993/94 swap til XEU med fast rente	-120,0	-812,7	
579	var.	1993/99 swap til DEM med fast rente	-187,5	-1.269,8	
580	3,6	1993/94 swappet til variabel rente	149,9	1.015,4	
581	var.	1993/96 swap til CHF med variabel rente	-66,5	-450,4	
I alt USD			7.514,1	50.889,4	
XEU-lån					
308	7,875	1987/94	125,0	944,6	
316	7,75	1987/97	50,0	377,8	
318	7,625	1987/94	200,0	1.511,4	
375	7,9	EIB-lån global XIV 1988/98	3,4	25,4	
387	8,75	1989/94	100,0	755,7	
388	9,1	EIB-lån global XIV, 2. tranche 1989/99	3,8	29,1	
394	9	EIB-lån, Danske Motorveje A, 1. tranche 1989/94	100,0	755,7	
395	var.	1989/94 swappet fra fast rente	100,0	755,7	
-	9,38	1989/94 swappet til variabel rente	-100,0	-755,7	
398	var.	1989/94 swappet fra fast rente	100,0	755,7	
-	10,16	1989/94 swappet til variabel rente	-100,0	-755,7	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
XEU-lån fortsat					
402	var.	1989/95 swap fra USD med variabel rente	50,0	377,8	
403	var.	1989/95 swap fra USD med variabel rente	30,0	226,7	
404	var.	1989/95 swap fra USD med variabel rente	50,0	377,8	
406	9	1989/95 swappet fra variabel rente	75,0	566,8	
-	var.	1989/95 swappet til fast rente	-75,0	-566,8	
408	var.	1990/95 swap fra USD med variabel rente	60,0	453,4	
409	var.	1990/95 swap fra USD med variabel rente	62,1	469,6	
506	var.	1992/96 swappet fra fast rente	100,0	755,7	
-	10	1992/96 swappet til variabel rente	-100,0	-755,7	
510	var.	1992/2002 swappet fra fast rente	50,0	377,8	
-	9,73	1992/2002 swappet til variabel rente	-50,0	-377,8	
511	var.	1992/2002 swappet fra fast rente	50,0	377,8	
-	9,69	1992/2002 swappet til variabel rente	-50,0	-377,8	
518	var.	1992/2002 swappet fra fast rente	50,0	377,8	
-	9,63	1992/2002 swappet til variabel rente	-50,0	-377,8	
519	var.	1992/2002 swappet fra fast rente	50,0	377,8	
-	9,63	1992/2002 swappet til variabel rente	-50,0	-377,8	
520	var.	1992/2002 swappet fra fast rente	50,0	377,8	
-	9,61	1992/2002 swappet til variabel rente	-50,0	-377,8	
521	var.	1992/99 swappet fra fast rente	50,0	377,8	
-	9,72	1992/99 swappet til variabel rente	-50,0	-377,8	

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1993 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
XEU-lån fortsat					
522	var.	1992/2002 swappet fra fast rente	100,0	755,7	
-	9,29	1992/2002 swappet til variabel rente	-100,0	-755,7	
523	var.	1992/2002 swappet fra fast rente	50,0	377,8	
-	9,33	1992/2002 swappet til variabel rente	-50,0	-377,8	
529	var.	1992/2002 swappet fra fast rente	25,0	188,9	
-	9,38	1992/2002 swappet til variabel rente	-25,0	-188,9	
530	var.	1992/2002 swappet fra fast rente	25,0	188,9	
-	9,4	1992/2002 swappet til variabel rente	-25,0	-188,9	
538	4,19	1993/2008 swappet til variabel rente	52,6	397,2	
552	6,75	1993/96	250,0	1.889,2	
578	6,3048	1993/94 swap fra USD med fast rente	102,2	772,5	
I alt XEU			1.239,1	9.363,9	
Udenlandsk statsgæld i alt				165.611,7	

(1) Det udestående beløb pr. 31. december 1993 er udregnet efter følgende kurser pr. 31. december 1993 som kurs pr. 100 enheder: AUD = 458,70, BEF = 18,752, CAD = 509,86, CHF = 457,63, DEM = 390,23, ESP = 4,74, FRF = 114,88, GBP = 1.001,79, ITL = 0,3952, JPY = 6,0637, LUF = 18,752, NLG = 348,85, NZD = 378,52, USD = 677,25, XEU = 755,68.

(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) Den 31. december 1993 havde staten 2 kreditfaciliteter på hver 6 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.

(6) 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 1993. Mia.kr.

	Fast forrentet			Variabelt forrentet			I alt			FEKT ²⁾
	Renter	Afdrag	Total	Renter ¹⁾	Afdrag	Total	Renter	Afdrag	Total	
1994	40,7	105,6	146,3	2,9	10,9	13,8	43,6	116,5	160,1	6,1
1995	36,5	105,5	142,0	1,6	9,6	11,3	38,1	115,1	153,2	2,3
1996	26,6	54,6	81,2	1,3	3,9	5,2	27,8	58,5	86,3	3,0
1997	22,1	4,8	26,9	0,8	6,5	7,3	22,9	11,4	34,2	1,3
1998	21,5	64,3	85,8	0,4	6,1	6,5	21,9	70,4	92,3	2,7
1999	15,7	4,9	20,6	0,3	4,3	4,6	16,0	9,4	25,3	1,2
2000	15,1	62,8	77,9	0,0	0,0	0,0	15,1	62,8	77,9	3,7
2001	9,4	3,6	13,0	0,0	0,0	0,0	9,4	3,6	13,0	1,0
2002	8,9	11,3	20,2	0,0	0,0	0,0	8,9	11,3	20,2	0,3
2003	8,0	70,0	78,0	0,0	0,0	0,0	8,0	70,0	78,0	3,8
2004	2,4	33,1	35,5	0,0	0,0	0,0	2,4	33,1	35,5	0,1
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 pr. 31. december 1993.

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 på linje med rentebetaling. Emissionskursabet fordeles over lånets løbetid i overensstemmelse med afdrag på lånet.

Bilagstabel 8.

Renter og afdrag af statens udenlandske gæld, ultimo 1993. Mia.kr.¹⁾

	Renter	Afdrag	Total
1994	8,3	36,8	45,2
1995	17,4	24,4	31,8
1996	5,7	23,4	29,1
1997	4,5	21,9	26,4
1998	-3,0	36,3	39,3
1999	1,1	14,3	15,3
2000	10,3	1,4	1,8
2001	0,3	-0,4	-0,1
2002	0,4	-0,6	-0,2
2003	0,4	-1,1	-0,7
2004	0,5	-1,2	-0,7
2005	0,6	10,2	10,7
2006	0,0	0,0	0,0
2007	0,0	0,1	0,1

¹⁾ Rentesatser og valutakurser pr. 31. december 1993.

Ordliste over finansielle begreber

Ordlisten indeholder forklaringer på en række fagudtryk på det finansielle område. Sidst i ordlisten er en fortegnelse over den internationale møntkodestandard (ISO) og en beskrivelse af kreditvurderingsbetegnelser fra de to førende amerikanske selskaber.

Annuitetslån:

Lån, hvor ydelsen pr. termin (summen af rente og afdrag) er konstant gennem lånets løbetid.

Arbitrage:

Ved handel med ens eller næsten ens varer eller finansielle aktiver på forskellige markeder, er der fortjenstmuligheder ved at købe, hvor aktiverne er billigst, og straks sælge dem, hvor de er dyrere, så længe prisforskellen er større end omkostningerne ved køb og transport.

Ved disse aktiviteter - der betegnes arbitrage - øges efterspørgslen på det billigste marked og udbuddet på det dyreste. Arbitragen giver således en tendens til prisudligning, hvilket igen reducerer mulighederne for givtig arbitrage. Ordet arbitrage dækker i sin egentlige mening kun risikofrie transaktioner, men anvendes også om transaktioner, der formodes at have en ringe risiko.

Bankdage:

Dage, på hvilke bankerne i et land har åbent for bankforretninger.

Basispoint:

1 basispoint er 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.

Betalingsbalance:

En opgørelse af alle økonomiske transaktioner, der i en periode har fundet sted med udlandet. Transaktionerne fordeles mellem de såkaldte løbende poster og kapitalposter. Hovedområderne under løbende poster er dels varehandel, søtransport, rejser og andre tjenester, dels bidrag til og støtte fra EU, gaver og andre ensidige overførsler samt renter, udbytter

mv. Et eventuelt underskud på de løbende poster finansieres ved, at indtægterne på kapitalposterne er større end udgifterne, dvs. at lån og direkte investeringer mv. fra udlandet, salg af værdipapirer og/eller brug af valutareserver er større end tilbagebetalinger, køb af værdipapirer mv. Se også under "Kapitalbalance".

Bid and offer/asked price:

Køberkurs og sælgerkurs.

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.

CEDEL:

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

Cibor:

Copenhagen Inter Bank Offered Rate: Tilbudt udlånsrente på usikret basis på Københavns interbank-marked til pengeinstitutter med høj kreditværdighed. Cibor er referencerente for en lang række finansielle kontrakter. Se også "Libor".

CIRR:

Commercial Interest Reference Rate: Beregnet rente som anvendes ved offentlige institutioners udlån til private virksomheder. CIRR findes i flere valutaer og fastsættes som statsobligationsrenten i den pågældende valuta plus 1 procentpoint. Ifølge international aftale (OECD) vil udlån fra offentlige institutioner til virksomheder, der forrentes med CIRR-renten ikke kunne betragtes som subsidieret långivning.

Closing date:

Se "Issue date".

Commercial papers (CP):

Korte gældsbeviser med en løbetid, der i USA kan variere fra 1 til 270 dage. Beviserne erstattes typisk af nye ved forfald, så låntager konstant har et større eller mindre udestående. Betegnelsen bruges først og fremmest for sådanne papirer i USA, men commercial papers er blevet udstedt på en række andre nationale markeder og euromarkedet (ECP),

hvor gældsbeviserne har en løbetid på op til 365 dage. I Danmark benyttes betegnelsen virksomhedscertifikater.

Cross default:

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

DAU-saldo:

Saldoen på statens drifts-, anlægs- og udlånsbudget.

Ecu:

Ecu (ISO-møntkode XEU) er en såkaldt valutakurv. Den er sammensat af faste mængder af hver af EU-landenes valuta. Disse mængder afspejler landenes relative økonomiske betydning, og sammensætningen blev tidligere revideret med 5 års mellemrum, men således at værdien af ecu forblev uændret på revisionstidspunktet. Ecuens nuværende sammensætning blev fastsat i september 1989 og er følgende:

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

I henhold til Maastricht-traktaten er valutasammensætningen blevet låst fast fra 1. januar 1994. Når 3. fase af den økonomiske og monetære union senere træder i kraft, skal ecu være fælles valuta for de deltagende lande.

Værdien af 1 ecu fastsat i København var ultimo 1993 7,5568 kr.

EIB:

Den Europæiske Investeringsbank. For nærmere beskrivelse se "Statens låntagning og gæld 1989".

EMI:

Det Europæiske Monetære Institut. EMI blev oprettet den 1. januar 1994 ved begyndelsen af anden fase i den Økonomiske og Monetære Union. EMI har til formål at videreføre det penge- og valutapolitiske samarbejde mellem centralbankerne, samt sørge for de tekniske forberedelser af

den europæiske centralbank og dermed for udformningen af de praktiske rammer for den fælles monetære politik i tredje fase.

Emissionskurstab/-gevinst:

Kurstab og -gevinster opstået ved udstedelse af lån til kurser henholdsvis under og over pari. Udstedelse foregår som oftest til kurser under pari, hvorfor betegnelsen emissionskurstab normalt anvendes. Visse engangsomkostninger i forbindelse med lånoptagelsen er på finansloven og i statsregnskabet medregnet under emissionskurstab.

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). De deltagende lande er (januar 1994): Belgien, Danmark, Frankrig, Holland, Irland, Luxembourg, Portugal, Spanien og Tyskland. Grækenland, England og Italien deltager også i EMS-samarbejdet, men ikke i dettes fastkurssamarbejde. Siden den 2. august 1993 har udsvingsgrænserne været +/-15 pct. for alle deltagerlandene. Holland og Tyskland har dog en bilateral aftale om at holde en udsvingsmargin på 2 1/4 pct.

Euro Commercial Paper (ECP):

Commercial paper udstedt på euromarkedet. Se "Commercial paper".

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. Institutionen ejes af et konsortium af banker og drives af Morgan Guaranty Trust.

Exercise af option eller warrant:

Udnyttelse af ret til at købe eller sælge obligationer (eller andre aktiver, fx valutabeløb) til forud fastsat pris.

Fiscal agent:

Fiskalagent. En bank udnævnt af låntager til på dennes vegne at varetage den praktiske administration i forbindelse med udestående obligationer under et udlandslån, herunder indløsning af rentekuponer og ind-

frielse af hovedstol ved udløb. Forholdet mellem fiskalagent og udsteder reguleres af en såkaldt Fiscal Agency Agreement.

Fixed price re-offer issues:

Emissioner, hvor det arrangerende bankkonsortium (management group) efter med låntager at have aftalt en bestemt pris, ofte fastsat som en overrente over en benchmark (se dette ord) på tidspunktet for offentligt udbud af obligationerne (launching) er forpligtet til at opretholde den fastsatte pris i syndikeringsperioden (perioden fra launching til obligationerne er placeret).

Floating Rate Notes (FRN):

Variabelt forrentede obligationslån.

Fordelte emissionskurstab:

På finansloven og i statsregnskabet bliver emissionskurstab på rentekontoen fordelt svarende til lånets afdrag.

Forward (exchange) rate:

Terminspris udtrykt som fradrag i eller tillæg til spotkursen (dagskursen), fx den kronekurs, til hvilken USD kan købes til levering på et aftalt fremtidigt tidspunkt.

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 , $f_{t,t+1}$, 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.:

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

hvor r_t er den t -årige nulkuponrente i dag.

Forwardswap:

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

Futures:

Aftaler om levering af en fordring på et senere tidspunkt til en fast pris. Der kan fx være tale om levering af en vis mængde valuta, obligationer eller aktier. Futures er sædvanligvis kendetegnet ved at være omsættelige og standardprægede - i modsætning til terminskontrakter (se dette). En future indebærer ikke nødvendigvis levering af den underliggende fordring. Der kan som oftest ske en differenceafvikling, der svarer til forskellen mellem den aftalte pris og prisen på den underliggende fordring.

Genkøbsforretning:

Blandt andet brugt om et pengeinstituts salg af obligationer til Danmarks Nationalbank med samtidig aftale om tilbagekøb til en på salgstidspunktet aftalt pris. Se også "Repo".

International likviditet:

Ved den internationale likviditet forstås Nationalbankens beholdning af nettoaktiver over for udlandet, som på kort tid kan realiseres. Et andet ord for international likviditet er valutareserve.

IPMA:

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

ISDA:

International Swap Dealers Association: International forening af finansielle institutioner, der formidler handel med swaps (se dette ord) i de internationale markeder. ISDA har til formål at virke for en standardisering af praksis og dokumentation i forbindelse med swaptransaktioner.

ISO-møntkoder:

Se sidst i ordlisten.

Issue date:

Identisk med "Closing date". Dagen, hvor provenuet på en nyemission betales til låntager af lead manager, samtidig med at værdipapirerne i foreløbig eller endelig form overdrages til lead manager.

Kapitalbalance:

Mens betalingsbalancen er en opgørelse for en periode, er kapitalbalancen en opgørelse af Danmarks gæld til og tilgodehavender i udlandet ved årets udgang. Bevægelserne på betalingsbalancens kapitalposter vil føre til ændringer af samme størrelse på kapitalbalancen ved årets slutning. Herudover påvirkes kapitalbalancen af kapitalgevinster og kapitaltab, som følge af ændringer i valutakurser og kurser på værdipapirer.

Konverterbar obligation:

Obligation, der under nærmere bestemte betingelser af debitor kan indfries før udløb. Er ensbetydende med, at debitor har en call option.

Kreditværdighed:

Se sidst i ordlisten.

Launch date:

Tidspunktet, hvor en emission sættes i værk, først og fremmest ved arrangørens udsendelse af telexer til andre banker med indbydelse til at deltage som underwriters (garanter for salget).

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 (almindeligste løbetider er 1 dag, 1 uge, 1, 3 eller 6 måneder). Se også "Libor".

Libor:

London Interbank Offered Rate: Den rente, hvortil banker tilbyder indskud i andre banker på London Interbank-markedet. Er typisk 1/8 procentpoint over Libid.

Location swap:

En transaktion, der fx kan bestå i, at en værdipapirhandler køber obligationer af en kunde mod samtidig betaling og afvikling i én clearinginstitution. Samtidig sælger værdipapirhandleren en identisk post obligatio-

ner til kunden mod samtidig betaling og afvikling i en anden clearinginstitution. De to handler har valør samme dag og betragtes som én transaktion.

Herved undgås, at obligationer, der er registreret i ét clearingsystem (fx Værdipapircentralen), og som sælges til levering i et andet system (fx Euroclear), er til rådighed på køberens (Euroclear)-konto dagen efter valør.

Market maker:

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

Medium Term Note (MTN):

Et værdipapir med længere løbetid end commercial paper (se dette ord). Normalt udstedt i mindre portioner under et låneprogram aftalt med et antal banker (dealers). Forekommer både på det amerikanske marked og på euromarkedet.

Mindsterenten:

Den mindste kuponrente på værdipapirer, der tillades, hvis kursgevinster for personer skal friholdes for skattepligt, jf. kursgevinstloven - jf. lov-bekendtgørelse nr. 666 af 28. juli 1992, som ændret ved lov nr. 918 af 25. november 1992.

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 $\frac{7}{8}$ 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.

Moody's Investors Service:

Amerikansk kreditvurderingsinstitut (rating agency), se sidst i ordlisten.

Multicurrency-klausul:

Bestemmelse, der giver låntager mulighed for at omlægge et lån fra én valuta til en anden.

Negative pledge:

Bestemmelse i lånekontrakt, hvorefter låntager fraskriver sig retten til fremtidigt at give gammel og ny gæld en fortrinsstilling i form af pant eller anden sikkerhed. Ofte er der aftalt undtagelser, så fx lån til ejendoms køb kan sikres ved pant. Der er negative pledge-bestemmelser i næsten alle statens udlandslån.

NIB:

Den Nordiske Investeringsbank. For nærmere beskrivelse se "Statens låntagning og gæld 1989".

Nulkuponlån:

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

Option:

En kontrakt, der giver ejeren (køberen) ret, men ikke pligt, til at købe eller sælge en vare, et finansielt instrument eller en valuta til en aftalt pris på et aftalt fremtidigt tidspunkt. Sælgeren er forpligtet til at opfylde ejerens ret. Man taler om følgende typer optioner:

Call option: købsoption

Put option: salgsoption

Med udgangspunkt i, hvornår en option kan benyttes, indeles optionerne i følgende to kategorier:

Europæisk option: retten kan kun benyttes på udløbstidspunktet.

Amerikansk option: retten kan benyttes på et hvert tidspunkt frem til udløbsdatoen.

Pari passu:

Bestemmelse i lånekontrakt, hvorefter låntager forpligter sig til ikke at give nogen usikret kreditor fortrinsstilling i tilfælde af misligholdelse. Se også "Negative pledge".

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 alminde-

lighed 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. Se "Sekundært marked".

Private placement:

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

Prospekt:

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

Public issue:

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

Rating:

Kreditvurdering givet af kreditvurderingsinstitutter som Standard & Poor's Corporation eller Moody's Investors Service. (Se oversigt sidst i ordlisten).

Repofacilitet:

(Repo er afledt af "repurchase", dvs. genkøb). Beskriver situationen, hvor placering af likviditet sker mod sikkerhed i obligationer, eller 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 også "Genkøbsforretning".

SDR (Special Drawing Rights):

Den Internationale Valutafonds regningsenhed. 1 SDR = 0,452 USD + 0,527 DEM + 1,02 FRF + 33,4 JPY + 0,0893 GBP.

Værdien af 1 SDR var ultimo 1993 9,3023 kr.

Sekundært marked:

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

Serielån:

Lån, hvor gælden afdrages med lige store beløb ved hvert terminstidspunkt. Da restgælden falder gennem lånets løbetid, bliver rentebetalingerne, og dermed den samlede ydelse mindre og mindre for hver termin.

Spotmarked:

Marked for umiddelbar overdragelse, modsat terminsmarked.

Spread:

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

- 1) Forskel mellem 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.

Standard & Poor's Corporation:

Amerikansk kreditvurderingsinstitut, se sidst i ordlisten.

Stående lån:

Lån, der i sin helhed tilbagebetales på udløbsdagen.

Subscription Agreement:

Lånekontrakt, der regulerer forholdet mellem låntageren og lånets arrangører, lead manager og co-lead managers. Se også "Lead manager".

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 lånten 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 et 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).

Swaption:

Option på at kunne opnå en swap på et fremtidigt tidspunkt, dvs. en ret, men ikke en pligt for optionens indehaver til at indgå en swap af et i aftalen nærmere bestemt indhold (fx valuta- eller renteswap).

Syndikeret banklån:

Banklån ydet af et konsortium af banker.

Terminskontrakt:

Aftale om levering og betaling af varer, værdipapirer eller valuta på en fremtidig dato til en på aftaletidspunktet fastsat pris.

Valutareserve:

Se International likviditet.

Variabel rente:

En rente, der aftales at skulle variere som eller i takt med en anden rentesats, der noteres på markedet med bestemte kortere mellemrum end lånets løbetid, fx dagligt eller hver 6. måned.

Varighed:

Et udtryk for renterisiko. Jo større varigheden af et finansielt aktiv er, jo mere vil en given ændring i renteniveauet påvirke aktivets værdi. Varighed kan udtrykkes som 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 udløstes af rentestigningen. Varigheden beregnes som et vejet gennemsnit af løbetiderne for de enkelte betalinger. Vægtene er ydelserne tilbagediskonteret til begyndelsestidspunktet med den gældende effektive rente. Med betegnelserne $Y(t)$ = ydelse på tidspunkt t og i = effektiv rente, fås

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

Vedhængende rente

Vedhængende rente er den rente, der er påløbet et værdipapir siden sidste terminsdato. På det danske obligationsmarked handles der inkl. kupon indtil 30 dage før næste terminsdato. Når der handles inkl. kupon betaler køberen af værdipapiret kupon til sælgeren for perioden siden sidste termin. Til gengæld får køberen hele den rentekuponbetaling. Hvis der handles på et tidspunkt, hvor der er mindre en 30 dage til næste terminsdato, betaler sælgeren kupon til køberen for perioden indtil næste termin, til gengæld beholder sælgeren kuponbetalingen på dette tidspunkt.

Warrant:

En option, der giver indehaveren ret til inden for en bestemt periode fra udstedelsen at købe eller sælge 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	Punt	IEP
Island	Krone	ISK
Italien	Lire	ITL
Japan	Yen	JPY
Luxembourg	Franc	LUF
New Zealand	Dollar	NZD
Norge	Krone	NOK
Portugal	Escudo	PTE
Schweiz	Franc	CHF
Spanien	Peseta	ESP
Sverige	Krone	SEK
Tyskland	Deutsche Mark	DEM
USA	Dollar	USD
Østrig	Schilling	ATS
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, og D.

For kategorierne AA til CCC 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/AAA.

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".

I de senere år er nogle banker, som ikke selv har tilstrækkelig rating til at blive accepteret som swap-modparter af fx den danske stat, begyndt at oprette "special vehicle"-datterselskaber, som løbende tilføres midler fra moderselskabet, således at de frembyder større sikkerhed. Hvis moderselskabet på et vist tidspunkt ikke er i stand til at tilføre yderligere sikkerhed, skulle den allerede foreliggende være tilstrækkelig til at dække betalinger i forbindelse med en førtidig afvikling (termination) af datterselskabets swaps, og i selskabets swapaftale er her ofte indbygget en ret til opsigelse i den situation.

Når kreditvurderingsselskaberne skal tildele sådanne selskaber en rating, vil den ikke bygge på en vurdering af sandsynligheden for, at swappen kan løbe til ende uden tab for modparten, men på, om selskabet er i stand til at klare de betalinger til modparterne, som bliver beregnet ved førtidig afvikling. Standard & Poor's har indført en særlig identifikation af sådanne ratings i form af et fodtegn "t" (altså fx AAA_t). Moody's har valgt ikke at indføre nogen distinktion.

For commercial paper og korte forpligtelser i øvrigt 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.

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.