

Statens låntagning og gæld 1994



Danmarks Nationalbank

STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD 1994

Tryk: Fr. G. Knudtzons

Bogtrykkeri A/S

Papir: Dalum-offset, 95 g.

Oplag: 2.400

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 1. februar 1995.

Indholdsfortegnelse

Forord	7
--------------	---

Beretningskapitler

Kapitel 1: Indenlandsk låntagning	9
1.1. Indledning	9
1.2. Obligationsmarkedet i 1994	9
1.3. Principper for den indenlandske statsgældspolitik	11
1.4. Fordelingen af statspapirsalg over året	14
1.5. Varighed af statsgælden	15
1.6. Låneviften	18
1.7. Placering af statspapirer	25
1.8. Statens locationswap-ordning	27
1.9. Postordresalg af statsobligationer	28
1.10. Udsigter for 1995	29
 Kapitel 2: Valutareserven og den udenlandske statsgæld	 33
2.1. Rammerne for den udenlandske låntagning	33
2.2. Nettolåntagningen i 1994	35
2.3. CP-programmerne	36
2.4. EMTN-programmet	37
2.5. Statens lånevilkår	38
2.6. Opkøb og førtidsindfrielse	39
2.7. Sammensætning af den udenlandske gæld	40
2.8. Nettostyring af gæld og valutareserver	42
2.9. Omkostningsudviklingen for nettogælden	44
2.10. Udsigter for 1995	45
 Kapitel 3: Statens gæld	 47
3.1. Statsgælden	47
3.2. Statens renteudgifter	48
3.3. Opgørelse af den offentlige gæld	51

Specialkapitler

Kapitel 4: 30-årige statsobligationer	55
4.1. Indledning	55
4.2. Salg på åbningsdagen	55

4.3.	Erfaringerne med de 30-årige statsobligationer	56
4.4.	Karakteristika ved de 30-årige statsobligationer	58
4.5.	Sammenfatning	60
Kapitel 5:	Opkøb af indenlandske statspapirer før ordinær indfrielse	61
5.1.	Indledning	61
5.2.	Opkøb af statspapirer med udløb i 1995	61
5.3.	Opkøbenes påvirkning af kursdannelsen	63
5.4.	Konklusion	66
Kapitel 6:	Strukturerede lån	67
6.1.	Indledning	67
6.2.	Statens strukturerede lån i 1994	67
6.3.	Investorerne's motiver	69
6.4.	Låntagernes motiver	71
6.5.	Risici ved strukturerede udstedelser	71
Kapitel 7:	Krediteksponering på statens swaps	77
7.1.	Indledning	77
7.2.	Opgørelse af markedsværdien af swaps	80
7.3.	Potentiel krediteksponering	81
7.4.	Limitsystemet	87
7.5.	Oversigt over statens krediteksponering	91
Kapitel 8:	Statspapirsalget på Københavns Fondsbørs	95
8.1.	Indledning	95
8.2.	Den overordnede tilrettelæggelse af salget	97
8.3.	De handlende på Københavns Fondsbørs	98
8.4.	Handelssystemer på Københavns Fondsbørs	98
8.5.	Nationalbankens anvendelse af handelssystemerne	102
8.6.	Statspapirsalget i løbet af dagen	104
8.7.	Statspapirsalget over en længere periode	106
8.8.	Fremgangsmåde ved åbning af nye statspapirer	107
8.9.	Salget på enkeltdage over et helt år	109
8.10.	Statspapirsalgets fordeling på fondshandlere	110
8.11.	Afslutning	112
Kapitel 9:	Statens betalinger	113
9.1.	Statens løbende konto	113
9.2.	Påvirkningen af den private sektors likviditet	114
9.3.	Månedsfordelingssystemet	115
9.4.	Betalingstidspunkter	117
Bilag		118

Bilagstabeller

1.	Statsgælden ved udgangen af finansårene 1984 til 1994	130
2.	Indenlandske statslån optaget i 1994	133
3.	Udenlandske statslån optaget i 1994	137
4.	Statsgaranterede enheders låntagning i 1994	
	Hypotekbanken	155
	Dansk Naturgas A/S	155
	A/S Storebæltsforbindelsen	156
	A/S Øresundsforbindelsen	158
	Øresundskonsortiet	158
5.	Samtlige indenlandske statslån pr. 31. december 1994	
	Fast forrentede obligationslån	161
	Statsgældsbeviser	162
	Skatkammerbeviser	163
	Variabelt forrentede obligationslån	163
	Præmieobligationslån	163
	XEU-lån	164
6.	Samtlige udenlandske statslån pr. 31. december 1994	
	AUD-lån	165
	BEF-lån	165
	CAD-lån	165
	CHF-lån	165
	DEM-lån	166
	DKK-lån	169
	ESP-lån	169
	FRF-lån	170
	GBP-lån	170
	ITL-lån	171
	JPY-lån	171
	LUF-lån	172
	NLG-lån	172
	NZD-lån	173
	USD-lån	173
	XEU-lån	176
7.	Renter og afdrag af statens indenlandske gæld, ultimo 1994	178
8.	Renter og afdrag af statens udenlandske gæld, ultimo 1994	179
9.	Locationswap-ordningens sammensætning pr. 31. december 1994	180
	Ordliste over finansielle begreber	181

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, men 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 1994. 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, og der er redegjort for de internationale kreditværdighedsbegreber.

Beretningsdelen omfatter de første tre kapitler. Den indenlandske låntagning beskrives i *kapitel 1*, og den udenlandske låntagning og porteføljeforvaltning i *kapitel 2*. Som følge af den valutamæssige samstyrring af den udenlandske statsgæld og Nationalbankens valutareserve omtales også en række forhold vedrørende valutareserven. *Kapitel 3* indeholder en oversigt over statens samlede gæld og renteudgifter samt et skøn over den offentlige gæld ultimo 1993 opgjort efter ØMU-kriterier.

Specialdelen omfatter de følgende 6 kapitler. *Kapitel 4 og 5* indeholder en mere detaljeret beskrivelse af indenlandske initiativer i 1994, dels udstedelsen af 30-årige statslån, dels opkøb af statspapirer med ordinært forfald i 1995. *Kapitel 6 og 7* indeholder to mere tekniske emner vedrørende den udenlandske gældsforvaltning. I *kapitel 6* beskrives de såkaldte strukturerede lån, og i *kapitel 7* redegøres der for arbejdet med overvågning af de kreditrisici, der kan være forbundet med swaps. I *kapitel 8* omtales de praktiske aspekter af Nationalbankens salg af statsobligationer og statsgældsbeviser på Københavns Fondsbørs. I *kapitel 9* er der foretaget en opdatering vedrørende de månedsfordelinger af statens betalinger, som Nationalbanken sender til interesserede, og der er også en kort omtale af bevægelserne på statens løbende konto i Nationalbanken.

Kapitel 1.

Indenlandsk låntagning

1.1. Indledning

Det samlede salg af indenlandske statspapirer i 1994 beløb sig til 129,7 mia.kr. nominelt. Til kursværdi svarer dette til 119,6 mia.kr. Dette dækker over salg af statsobligationer og statsgældsbeviser for 125,0 mia.kr., mens indfrielse af skatkammerbeviser har oversteget bruttosalg med 5,5 mia.kr.

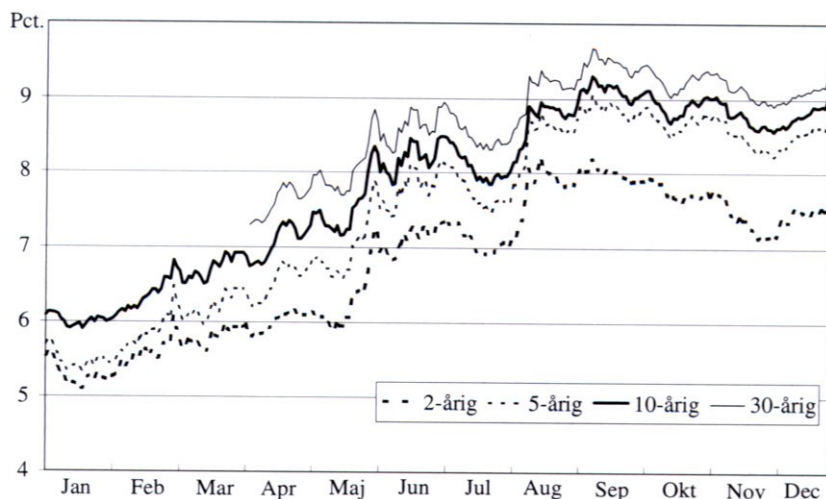
Afdragene på den indenlandske statsgæld udgjorde i 1994 73,0 mia.kr. Det betyder, at det samlede nettosalg af indenlandske statspapirer i kroner beløb sig til 46,6 mia.kr. Til sammenligning androg nettosalget i 1992 (ekskl. ECU-lån) og 1993 henholdsvis 39,6 og 50,7 mia.kr. Herudover er der i 1994 opkøbt indenlandske ECU-obligationer for 1,1 mia.kr. til kursværdi.

1.2. Obligationsmarkedet i 1994

I modsætning til 1993, hvor betingelserne for statspapirsalg det meste af året var meget gunstige, har obligationsmarkedet i 1994 budt på vanskelige vilkår. I figur 1.2.1. er vist de effektive renter på statspapirer med udvalgte løbetider. De korte pengemarkedsrenter har i 1994 været relativt stabile. Det samme er tilfældet i en række andre EU-lande. I USA, hvor konjunkturudviklingen er længere fremme end i Europa, er pengepolitikken blevet strammet i 1994, idet de officielle renter er hævet med $2\frac{1}{2}$ procentpoint i løbet af 1994.

Renten på lange statsobligationer er i 1994 steget betydeligt, efter at det generelle rentefald i Danmark gennem 1993 fik en brat ende i slutningen af januar 1994. Specielt i foråret og siden i august har obligationsmarkedet været præget af en negativ tendens med vanskelige afsætningsvilkår for statspapirsalg til følge. Rentestigningen har samtidig betydet, at rentestrukturen i 1994 er blevet stejlere.

Figur 1.2.1. Rente på danske statspapirer i 1994. Udvalgte løbetider.

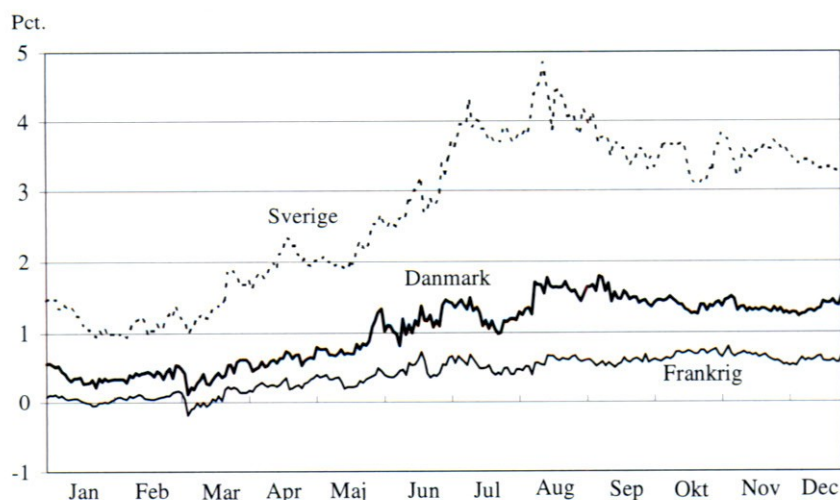


Rentestigningen i Danmark er delvis affødt af rentestigninger i udlandet, der især kan tilskrives udviklingen i USA. I Tyskland er renten på 10-årige statsobligationer i 1994 steget med godt 2 procentpoint, stort set svarende til stigningen i USA. Samtidig er det danske rentespænd til Tyskland steget. For 10-årige statsobligationer er spændet steget fra 0,5 procentpoint primo 1994 til 1,5 procentpoint ultimo 1994.

Den generelle stigning i de internationale renter har fået mange investorer til at koncentrere sig om de mest centrale og traditionelt stabile lande på bekostning af de mindre lande. Rentespændet til Tyskland er således steget i en række lande, jf. figur 1.2.2. I Sverige, hvor statsgælden ser ud til at vokse meget i de nærmeste år, har spændet i en periode sidst på sommeren oversteget 4 procentpoint. Også for Frankrig er spændet til Tyskland steget, om end mindre end for Danmarks vedkommende. Det har i perioder været et problem, at negative tendenser på det svenske obligationsmarked har haft afsmittende virkninger på det danske obligationsmarked.

Rentespændet mellem danske og tyske statsobligationer, som i januar 1994 var på et historisk lavt niveau omkring 0,3 procentpoint, har i høj grad afspejlet udlændinges beholdning af danske statsobligationer, jf. afsnit 1.7.

Figur 1.2.2. Rentespænd til Tyskland på 10-årige statsobligationer. Udvalgte lande.



1.3. Principper for den indenlandske statsgældspolitik

Af hensyn til stabiliseringen af de danske pengeforhold har der gennem en længere årrække været fulgt en praksis, hvorefter der er solgt indenlandske statspapirer i danske kroner svarende til statens bruttokasseunderskud ekskl. udenlandske afdrag.¹⁾

Den mangeårige praksis vedrørende normen for den indenlandske låntagning blev som led i forberedelsen af ØMU's 2. fase pr. 1. januar 1994 suppleret med en norm for statens udenlandske låntagning, jf. *Statens låntagning og gæld 1993*, kapitel 5. De to normer sikrer, at statens totale kasseunderskud i løbet af et finansår dækkes af ny låntagning. De sikrer dog ikke direkte, at der undgås overtræk på statens konto i Nationalbanken. I konsekvens af Maastricht-traktatens artikel 104, der forbyder overtræk, vil statens låntagning i fremtiden blive tilrettelagt på en sådan måde, at der 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 bidrage til at sikre overholdelse af Maastricht-traktatens artikel 104.

¹⁾ Opkøb af udenlandske statslån samt afdrag på/opkøb af indenlandske ECU-obligationer indgår dog ligesom udenlandske afdrag ikke i normen for det indenlandske statspapirsalg i kroner.

Disse principper for statens låntagning er bekræftet ved en aftale mellem regeringen og Nationalbanken i 1993 og beskrevet i bemærkningerne til den i 1993 vedtagne lånebemyndigelseslov.

Det har været et afgørende hovedhensyn i aftalen om normen for statspapirsalget, at de indenlandske likviditetsvirkninger af statens kasseunderskud fuldt ud skal neutraliseres, idet dette er en forudsætning for stabile penge- og valutaforhold. Den faste norm for statens finansiering har samtidig givet en klar skillelinje mellem finanspolitikken og pengepolitikken.

Staten havde i 1994 et bruttokasseunderskud på 134,7 mia.kr. Afdragene på den udenlandske statsgæld (inkl. opkøb af udenlandske statslån og indenlandske ECU-obligationer) var 14,9 mia.kr., således at bruttokasseunderskuddet ekskl. udenlandske afdrag beløb sig til 119,8 mia.kr.

Sammenhængen mellem bruttokassesaldoen ekskl. udenlandske afdrag og statens regnskabsmæssige underskud, den såkaldte DAU-saldo fremgår af tabel 1.3.1.

Tabel 1.3.1. Statens DAU-, netto- og bruttokassesaldo¹⁾.

Mia.kr.	1990	1991	1992	1993	1994
Drifts-, anlægs- og udlånsbudget ..	-23,2	-38,3	-35,3	-48,4	-42,1
Nettoobligationskøb ²⁾	-6,9	-7,9	-7,2	-6,7	-10,2
Genudlån af statslån	-2,2	-0,9	-1,0	-3,1	-5,1
Fordelte emissionskurstab	6,2	8,4	9,1	11,6	8,2
Andre kapitalposter	8,2	-17,5	3,5	1,4	2,5
Nettokassesaldo	-17,9	-56,2	-30,8	-45,3	-46,8
<i>Afdrag på indenlandsk statsgæld</i>					
Statsobligationer ³⁾	45,2	26,2	56,0	38,1	51,0
- Heraf opkøbt til annullering	(0)	(0)	(17,9)	(4,2)	(8,6)
Statsgældsbeviser	33,9	38,3	39,9	36,3	22,0
- Heraf opkøbt til annullering	(0)	(0)	(0)	(0)	(6,3)
Bruttokassesaldo ekskl. udenland-					
ske afdrag	-97,0	-120,7	-126,7	-119,6	-119,8
Afdrag på udenlandsk statsgæld ⁴⁾ ..	15,0	29,4	16,5	16,7	14,9
Bruttokassesaldo	-112,0	-150,1	-143,3	-136,3	-134,7

¹⁾ Statsregnskabstal, for 1994 dog skøn.

²⁾ Især Den Sociale Pensionsfonds køb.

³⁾ Inkl. bunden opsparing 1990-92.

⁴⁾ Inkl. opkøb af udenlandske statslån og indenlandske ECU-obligationer.

Som beskrevet i kapitel 5 er der i løbet af 1994 foretaget opkøb af statspapirer i kroner med ordinært forfald i 1995 for nominelt 14,9 mia.kr. De opkøbte papirer er afdraget ekstraordinært i 1994. Disse opkøb har i nogen grad bidraget til udjævning af salgsbehovene mellem 1994 og 1995. Bruttokassesaldoen ekskl. udenlandske afdrag skønnes til 142,5 mia.kr. i 1995.

I praksis er det ikke muligt at opnå et salg af statspapirer, der nøjagtigt svarer til bruttokasseunderskuddet ekskl. udenlandske afdrag. Det skyldes først og fremmest, at den endelige bruttokassesaldo for hele året først kendes ved årets udgang. De senere år har forskellene dog været ubetydelige, jf. tabel 1.3.2.

Tabel 1.3.2. Salg af indenlandske statspapirer¹⁾.

Mia.kr.	1990	1991	1992	1993	1994
Salg af statspapirer, kursværdi ..	101,8	114,4	124,8	120,9	119,6
Bruttokasseunderskud ekskl. uden- landske afdrag	97,0	120,7	126,7	119,6	119,8
Difference	4,8	-6,4	-1,9	1,3	-0,2

¹⁾ Statsregnskabstal, for 1994 dog skøn.

De centrale elementer i statsgældsforvaltningen er styring efter en bestemt varighed af gælden samt fastlæggelse af en lånevifte, dvs. de papirer staten udsteder i. Disse elementer, som er nærmere beskrevet i afsnit 1.5. og 1.6., vedrører en række betydelige hensyn i statsgældspolitikken som bl.a. opbygning af store, likvide statspapirserier, styring af renterisiko og den tidsmæssige spredning af fremtidige afdrag.

Ud over varigheden på statsgælden og låneviften har også en række andre faktorer betydning for statsgældspolitikken. Overvejelser omkring rentestrukturen, forventninger til den fremtidige renteutvikling samt prisfastsættelsen af enkelte papirer inddrages løbende i udstedelsespolitikken. Ved tilrettelæggelsen af statspapirsalget må der desuden tages hensyn til den afsmittende virkning, lånoptagelsen har på markedssituationen i det hele taget.

Det er dog også vigtigt løbende at udstede bredt over forskellige restløbetider, således at alle segmenter i låneviften er likvide. Det giver grundlag for en effektiv handel med statspapirer, hvilket er en forudsætning for statsgældspolitikken.

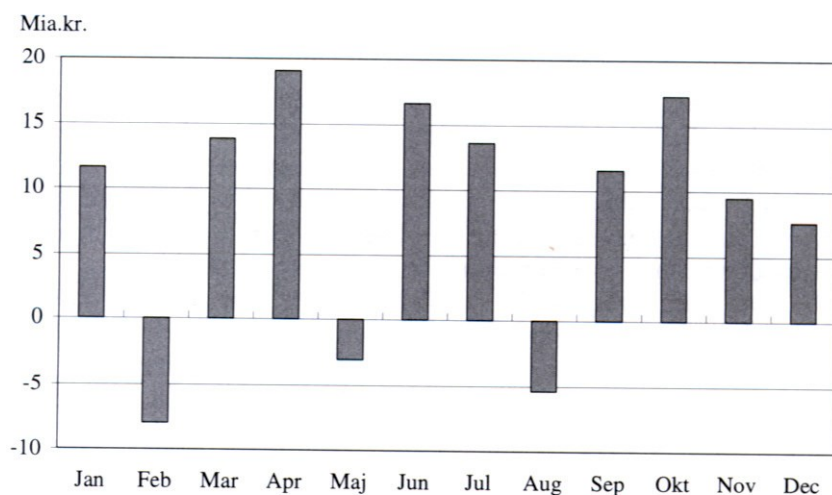
Ved salg af skatkammerbeviser benyttes auktionsprincippet, mens udstedelse af statsgældsbeviser og statsobligationer, i modsætning til de

fleste andre vestlige lande, sker ved løbende salg (tapsalg) via Københavns Fondsbørs' handelssystemer. Salget er nærmere beskrevet i kapitel 8. Det vurderes, at tapsalgsprincippet, der giver mulighed for fleksibelt at tilpasse salget til markedsforholdene, har været fordelagtigt under de til tider ugunstige afsætningsforhold i 1994.

1.4. Fordelingen af statspapirsalget over året

Som udgangspunkt tilstræbes, at det månedlige statspapirsalg nogenlunde svarer til bruttokasseunderskuddet (ekskl. udenlandske afdrag) for at undgå situationer med store akkumulerede over- eller undersalg. En række forhold, herunder praktiske hensyn vedrørende statsgældsinstrumenterne og i visse perioder likviditetspolitiske hensyn, betyder, at der i vid udstrækning planlægges et salg på måneder, der afviger fra underskuddet. Hertil kommer, at salgsbehovet ofte er temmelig ujævnt fordelt over året, hvilket gør det uhensigtsmæssigt på månedsbasis at tilpasse salget fuldstændig til salgsbehovet.

Figur 1.4.1. Fordeling af statens bruttokasseunderskud i 1994 på måneder¹⁾.



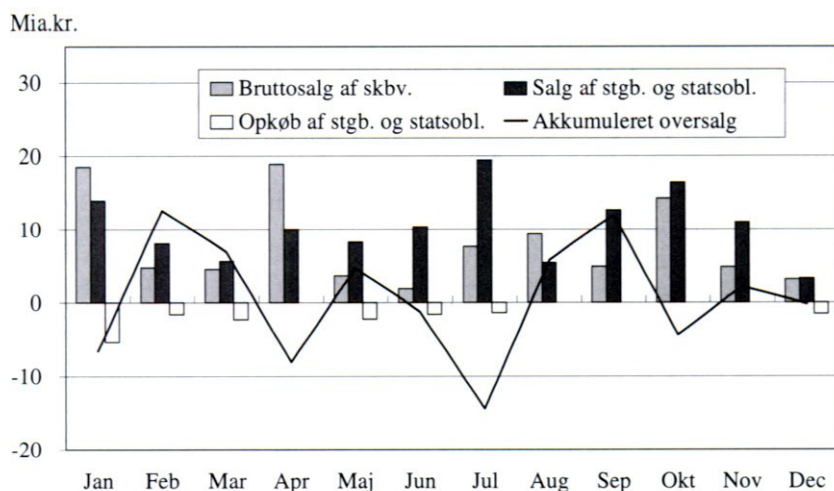
¹⁾ Ekskl. udenlandske afdrag og ekskl. opkøb.

Skattekammerbeviserne følger et relativt fast program, der indebærer et negativt nettosalg i 1. kvartalsmåneder samt positive nettosalg i 2. og 3. kvartalsmåneder. For de øvrige instrumenters vedkommende betyder

hensyntagen til markedsforholdene generelt, at der tilstræbes en udjævning af salget over året. Et andet hensyn er sikring af en betydelig likviditet i de åbne statspapirer for derved at have mulighed for at udstede nye lån uden at påvirke prisdannelsen unødigt. Det stiller specielt for de mindre serier krav om at være konstant i markedet. I figur 1.4.1. er vist bruttokasseunderskuddet i 1994 fordelt på måneder.

I 1994 har salgsfordelingen imidlertid været usædvanligt ujævn, idet afsætningsmulighederne, jf. afsnit 1.2., i perioder af året var temmelig ugunstige. I disse situationer var det svært at nå de kortsigtede salgsmål. Til gengæld blev de perioder, hvor markedsforholdene var relativt gode, benyttet til et ret intensivt salg. I figur 1.4.2. er vist det akkumulerede oversalg gennem 1994 sammenholdt med salg og opkøb af statspapirer.

Figur 1.4.2. Akkumuleret oversalg og fordeling af statspapirsalg og -opkøb i 1994 på måneder.



1.5. Varighed af statsgælden

Sammensætningen af den indenlandske statsgæld styres først og fremmest ved nylåntagningen. I 1994 blev der samlet solgt statsobligationer og statsgældsbeviser for nominelt 131,8 mia.kr. (inkl. salg til refinansiering af opkøb), svarende til knap 25 pct. af den samlede indenlandske statsgæld. Hertil skal lægges et udestående af skatkammerbeviser i størrelsesordenen 50-60 mia.kr. Det betyder, at det er muligt relativt hurtigt at påvirke sammensætningen af den samlede gæld.

Varigheden på en portefølje beregnes som et vægtet gennemsnit af længden af samtlige betalinger, dvs. både rente- og afdragsbetalinger. Den er et udtryk for kursens følsomhed over for renteændringer. Under visse antagelser er varigheden desuden et mål for den tid, der går, før et kursfald ved en rentestigning netop vil opvejes af øgede omkostninger ved en højere refinansieringsrente, og *vice versa*.

Den betragtelige størrelse af den danske statsgæld og udsigten til fortsatte budgetunderskud i de nærmeste år var baggrunden for, at det ved indgangen til 1994 blev besluttet i første omgang at forøge sigtet på varigheden fra 3,3 år ultimo 1993 til 3,5 år ultimo 1994. I overvejelserne indgik desuden en sammenligning af varigheden af den danske statsgæld og varigheden af andre landes statsgæld. I forbindelse med åbningen af det 30-årige statslån blev sigtet øget yderligere. Det vurderes, at varigheden på længere sigt bør ligge i intervallet fra 3,5 til 4,5 år.

På trods af ønsket om en forøgelse af varigheden er varigheden faldet med 0,1 år fra ultimo 1993 til ultimo 1994. Faldet i varigheden skyldes først og fremmest rentestigningen gennem 1994, som isoleret set har mindsket varigheden med 0,25 år. Korrigeres der for rentens påvirkning af varigheden, fx ved at se 1993 og 1994 under ét, er der tale om en mærkbar forøgelse af varigheden de seneste år. Dette understreges ligeledes af, at den gennemsnitlige restløbetid, som er uafhængig af renteniveauet, er steget fra 1993 til 1994.

I tabel 1.5.1. er vist varighed og gennemsnitlig restløbetid på den indenlandske statsgæld i de seneste 10 år.

Tabel 1.5.1. Gennemsnitlig restløbetid og varighed ultimo året.

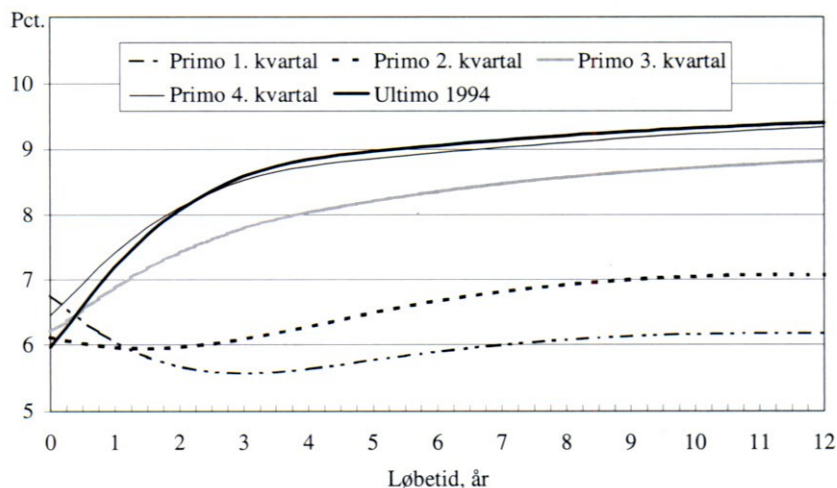
År	Gennemsnitlig restløbetid	Varighed	
		Fast forrentede papirer	Alle papirer
1985	4,2	3,0	2,8
1986	4,0	2,9	2,6
1987	3,6	2,4	2,1
1988	3,6	2,5	2,0
1989	4,0	2,8	2,2
1990 ¹⁾	4,4	3,1	2,4
1991	3,6	2,8	2,3
1992	4,2	3,2	2,8
1993	4,2	3,5	3,3
1994	4,4	3,4	3,2

¹⁾ Beregningsmetoden for varigheden er ændret fra og med 1990.

Det generelle renteniveau var ved indgangen til 1994 historisk lavt, hvilket også gjorde det fordelagtigt at fortsætte bestræbelserne fra 1993 mod en forøgelse af varigheden. I slutningen af januar vendte renteutviklingen og var derefter stigende frem til september.

I figur 1.5.1. er der vist udvalgte estimerede nulkuponrentestrukturer for 1994.¹⁾

Figur 1.5.1. Estimerede nulkuponrentestrukturer for 1994.
Primo kvartalet og ultimo 1994.



I store dele af denne periode var afsætningsmulighederne på obligationsmarkedet meget ugunstige, hvorfor varighedsmålsætningen til dels har været tilsidesat til fordel for overhovedet at opfylde salgsbehovet uden at lægge unødigt pres på obligationsmarkedet. Samtidig var det opfattelsen, specielt i løbet af sommeren, at noget af rentestigningen var midlertidig og ville blive afløst af en vis reversering. I 4. kvartal 1994, hvor der var et vist rentefald, som dog i december blev afløst af en rentestigning af tilsvarende omfang, har varighedsmålsætningen *de facto* været suspenderet til fordel for opfyldelse af salgsnormen.

¹⁾ Metoden til estimation af nulkuponrentestrukturer er nærmere beskrevet i *Statens låntagning og gæld 1993*.

1.6. Låneviften

Varigheden alene er ikke tilstrækkelig som styringselement. Fx giver varigheden ikke et dækkende billede af refinansieringsrisikoen, idet den ikke siger noget om placeringen på år af de enkelte afdrag. Til dette formål benyttes låneviften, der angiver, hvilke papirer, herunder papirtyper, løbetider, kupon, etc., der udstedes i.

I tabel 1.6.1. ses fordelingen af bruttolåntagningen på papirtyper. Udeståendet i skatkammerbeviser, der ved udstedelse har løbetider på 3-9 måneder, er stort set uændret, mens der hverken har været købt eller solgt variabelt forrentede statsobligationer. I forhold til 1993 er der solgt relativt flere længerelevende, fast forrentede statsobligationer end kortere statsgældsbeviser. Det understreger ligeledes, at faldet i varigheden fra 1993 til 1994 som nævnt hovedsageligt var forårsaget af rentestigningen.

Tabel 1.6.1. Fordeling på papirtyper. Nominal bruttolåntagning og opkøb.

Pct. ¹⁾	1990	1991	1992	1993	1994
Fast forrentede statsobligationer	41	41	78	52	72
Statsgældsbeviser	35	36	32	49	29
Variabelt forrentede statsobligationer	4	0	-15	-3	0
Skatkammerbeviser ²⁾	20	23	5	2	-2
I alt	100	100	100	100	100

¹⁾ I 1992 og 1993 er der opkøbt og annulleret variabelt forrentede statsobligationer, mens der i 1994 er opkøbt og annulleret fast forrentede statsobligationer og statsgældsbeviser.

²⁾ Nettosalg.

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.

Et centralt element i statsgældspolitikken de senere år har været at have 5- og 10-årige fast forrentede stående lån i låneviften. Sigtet med denne politik er at opbygge store, likvide serier, der giver mulighed for effektiv handel samt kan danne grundlag for handel med futures og optioner. Dette element, som går igen i de fleste vestlige lande med en stats-

gæld af en vis størrelse, skal ses i sammenhæng med den øgede internationalisering, der har fundet sted på markedet for statspapirer i de seneste 10 år.

Det danske program for 5- og 10-årige obligationer svarer i alt væsentligt til tilsvarende programmer i udlandet, hvilket har været medvirkende til, at danske statsobligationer i de senere år i betydelig grad har været i udenlandske investorerers søgelys.

Denne udstedelsespolitik har ført til, at statsobligationer hurtigere opnår en stor likviditet og dermed kan få status som benchmarkpapir. For nogle investorer er denne omsættelighed af så stor betydning, at de er villige til at købe disse obligationer til en lavere rente end for tilsvarende, mindre likvide serier. Dette er den såkaldte likviditetspræmie, som i sig selv repræsenterer en omkostningsbesparelse for staten.

De åbne 5- og 10-årige obligationer var primo 1994 henholdsvis 9 pct. stående lån 1998 og 7 pct. stående lån 2004. Førstnævnte, som på det tidspunkt allerede havde et udestående på 59,3 mia.kr., og som i løbet af 1994 har været toneangivende obligation i det 5-årige segment, blev i april afløst i låneviften af 6 pct. stående lån 1999. Denne obligationsserie faldt ved indgangen til 1995 for reglen om mindsterenten, jf. ordlisten, og måtte derfor lukkes for udstedelse. Salget i obligationsserien har været pænt, og et samlet udestående på 41,2 mia.kr., jf. tabel 1.6.2., må betragtes som tilfredsstillende i betragtning af den relativt korte udstedelsesperiode. For at sikre at alle segmenter i låneviften er aktive hele tiden, blev der den 9. januar 1995 åbnet et nyt "5-årigt lån", 8 pct. stående lån 2001.

7 pct. stående lån 2004, der primo september 1994 overtog rollen som toneangivende obligationsserie på Københavns Fondsbørs i det 10-årige segment, nåede i 1994 op på et samlet udestående på 74,5 mia.kr. og blev den 5. december 1994 erstattet af 8 pct. stående lån 2006 i låneviften. Markedsdeltagere betegner et udestående på 60-80 mia.kr. som passende for en 10-årig benchmarkobligation.

Som et nyt element i låneviften introduceredes den 6. april en serie 30-årige statsobligationer, 7 pct. stående lån 2024, jf. kapitel 4. Beslutningen skal ses i lyset af ønsket om en forøgelse af varigheden på statsgælden og en øget fleksibilitet i varighedsstyringen. Fra starten blev det gjort klart, at opbygningen af denne serie ikke skulle ske i samme tempo som for 5- og 10-årige statsobligationer. Forholdene på obligationsmarkedet i 1994 har betydet, at der i perioder er holdt igen med udstedelse i det nye 30-årige lån. Udeståndet, som især er opbygget i perioden fra september til december, var ultimo 1994 på 5,5 mia.kr.

Tabel 1.6.2. Emission af indenlandske statslån denomineret i kroner. 1994.

Mill.kr.	Emission			Udestående ultimo 1994 ¹⁾
	Nominelt	Kursværdi	Kurstab	
7 pct. stående lån 2024	5.537	4.695	842	5.537
8 pct. stående lån 2006	2.595	2.478	117	2.595
7 pct. stående lån 2004	42.300	40.632	1.668	74.450
6 pct. stående lån 1999	41.241	38.025	3.216	41.241
9 pct. stående lån 1998	100	114	-14	59.400
Obligationer, fast rente	91.773	85.944	5.829	
6,25 pct. statsgældsbevis 1997 I	18.317	17.687	630	18.317
5,25 pct. statsgældsbevis 1996II	18.170	17.872	298	18.170
6,00 pct. statsgældsbevis 1996 I	3.528	3.527	1	21.528
Statsgældsbeviser	40.015	39.086	929	
Skatkammerbevis 1995 III	9.390	8.948	442	9.390
Skatkammerbevis 1995 II	22.352	21.554	798	22.352
Skatkammerbevis 1995 I	24.496	23.702	794	24.496
Skatkammerbevis 1994 IV	29.810	28.816	994	
Skatkammerbevis 1994 III	11.695	11.416	279	
Skatkammerbevis 1994 II	2.820	2.776	44	
Indfrielse	102.664	102.664	0	
Skatkammerbeviser, netto	-2.101	-5.452	3.351	
Statspapirsalg i alt	129.687	119.580	10.107	

¹⁾ Omfatter ikke beholdningen i statens locationswap-ordning.

Statsgældsbeviser

Statsgældsbeviser er obligationer, der udstedes med en løbetid på 1,5-2,5 år. Statsgældsbeviser ligger derfor løbetidsmæssigt mellem skatkammerbeviser og fast forrentede obligationer. Statsgældsbeviser er fast forrentede stående lån med én årlig termin. Statsgældsbeviser afviger i øvrigt fra fast forrentede statsobligationer ved en regelmæssig åbning og lukning af serier. Primo januar og primo juli hvert år åbnes der et nyt statsgældsbevis med en løbetid på lidt mere end 2,5 år. Termins- og forfaldstidspunkter bestemmes efter et fast princip, ligesom metoden for kuponfastsættelse er lagt fast på forhånd. Det tilstræbes, at statsgældsbevisserne opbygges til et passende udestående - for tiden 20-30 mia.kr. - for derved at opnå en god likviditet.

I 1994 er der åbnet to nye statsgældsbeviser. 5,25 pct. statsgældsbevis 1996 II blev åbnet den 2. januar, mens 6,25 pct. statsgældsbevis 1997 I blev åbnet den 1. juli. Salget i disse statsgældsbeviser har måttet

indstilles et halvt år efter åbningen som følge af forhøjelser af mindsterenten. Der har derfor i 2. halvår 1994 været afvejet fra princippet om hele tiden at have to åbne statsgældsbevisserier. Det samme vil være tilfældet i 1. halvår 1995.

Det samlede salg af statsgældsbeviser i 1994 beløb sig til 39,1 mia.kr. til kursværdi, jf. tabel 1.6.2. Den førtidige lukning af 5,25 pct. statsgældsbevis 1996 II og 6,25 pct. statsgældsbevis 1997 I har ikke haft nogen nævneværdig effekt på den samlede udstedelse af statsgældsbeviser i 1994. Udeståendet er i begge serier godt 18 mia.kr., hvilket er i underkanten af det markedsmæssigt ønskelige. Siden overgangen i 1992 fra fire til to årlige statsgældsbevisserier, jf. de seneste årgange af *Statens låntagning og gæld*, har statsgældsbeviserne været bygget op til udeståender på 20-30 mia.kr.

Opkøb af statspapirer

Med henblik på at udjævne salgsbehovene mellem 1994 og 1995 blev det i december 1993 besluttet at købe op af statspapirer med udløb i 1995, jf. kapitel 5. Under indtryk af varighedsmålsætningen skulle det tilstræbes at foretage kompenserende udstedelse af 10-årige obligationer.

De samlede opkøb af statspapirer med udløb i 1995 beløb sig til 14,9 mia.kr. nominelt (15,5 mia.kr. til kursværdi), jf. tabel 1.6.3., fordelt på 1,4 mia.kr. af 9,75 pct. statsgældsbevis 1995 I, 4,8 mia.kr. af 9,25 pct. statsgældsbevis 1995 II og 8,6 mia.kr. af 9 pct. stående lån 1995. Dette er mindre end oprindelig planlagt, hvilket især skyldes, at der i 2. halvår 1994 på grund af vanskelige salgsvilkår stort set ikke blev foretaget opkøb. De opkøbte papirer er efter opkøbet annulleret, dvs. afdraget ekstraordinært.

Tabel 1.6.3. Opkøb af indenlandske statspapirer denomineret i kroner. 1994.

Mill.kr.	Opkøbt		Udestående ultimo 1994 ¹⁾
	Nominelt	Kursværdi	
9 pct. stående lån 1995	8.610	8.987	31.240
Obligationer, fast rente	8.610	8.987	
9,75 pct. statsgældsbevis 1995 I .	1.443	1.460	27.407
9,25 pct. statsgældsbevis 1995 II .	4.817	5.064	26.283
Statsgældsbeviser	6.260	6.525	
Statspapirer i alt	14.870	15.512	

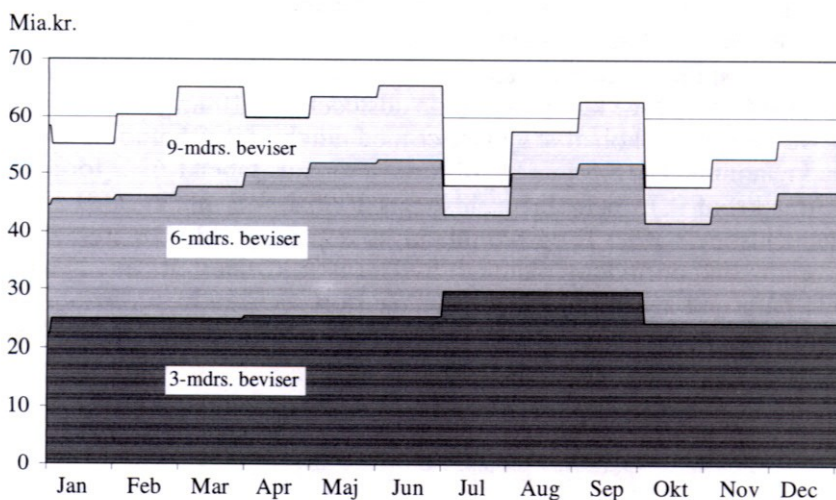
¹⁾ Omfatter ikke beholdningen i statens locationswap-ordning.

Skatkammerbeviser

Skatkammerbeviser er korte statspapirer med en løbetid på 9 måneder på åbningstidspunktet. Skatkammerbeviser er nulkuponobligationer, dvs. der er ingen udbetalinger før udløb, hvor hele det nominelle beløb forfalder. Skatkammerbeviser sælges i modsætning til andre statspapirer på auktion. Der er månedlige auktioner over alle åbne skatkammerbeviser med en løbetid på 3 måneder og derofter. På auktioner med valør i den første kvartalsmåned åbnes et nyt skatkammerbevis. I *Statens låntagning og gæld 1993* er skatkammerbevisprogrammet, herunder auktionerne, nærmere beskrevet.

I figur 1.6.1. er der vist udeståendet i skatkammerbeviserne i 1994. I de seneste par år har udeståendet i skatkammerbevisprogrammet ligget omkring 50-60 mia.kr.

Figur 1.6.1. Udestående skatkammerbeviser i 1994.

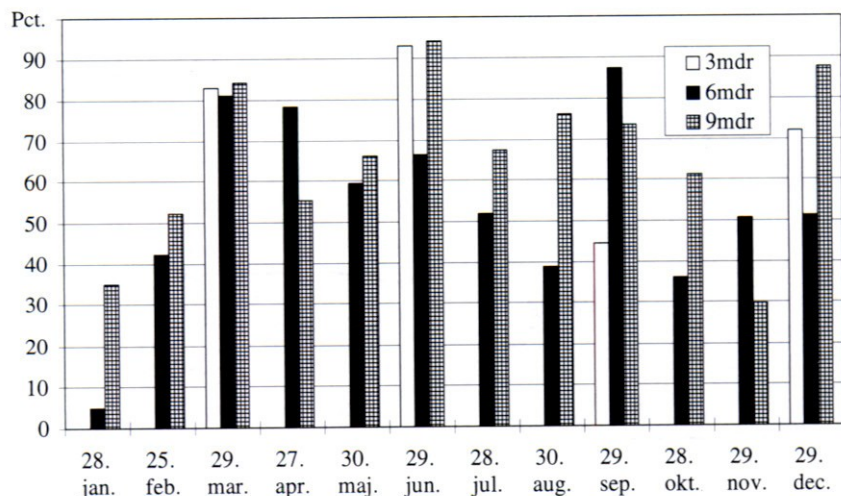


Opretholdelse af et udestående i ovennævnte størrelsesorden er naturligvis betinget af mængden af indkomne bud ved de enkelte auktioner. I figur 1.6.2. er vist acceptprocenten, dvs. accepterede bud i procent af de samlede indkomne bud, for alle skatkammerbevisserier ved de forskellige auktioner i 1994.

Acceptprocenten varierer forholdsvis meget for de forskellige auktioner og for de forskellige serier. Der er flere årsager hertil, som hver især understreger afvejningen mellem pris og mængde ved fastsættelse af

skæringsrenter. Der lægges vægt på, at skæringsrenterne er i nogenlunde overensstemmelse med tilsvarende satser på pengemarkedet og skatkammerbevismarkedet. Samtidig tilstræbes de solgte mængder indpasset i den samlede planlægning af salget af statspapirer over året. Desuden tages der højde for budstrukturen, og det tilstræbes, at nye skatkammerbevisserier opbygges relativt hurtigt.

Figur 1.6.2. Acceptprocenter ved skatkammerbevisauktioner i 1994.

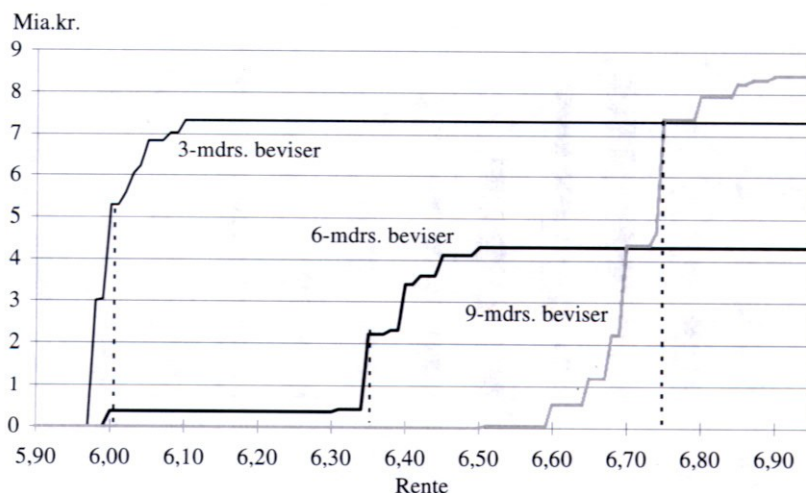


Budafgivelsen har i mange tilfælde været relativt præcis med mange bud på "skæve" satser, dvs. tilbudte rentesatser, som ikke er delelige med 0,05. Desuden er spredningen i buddene mindsket. I figur 1.6.3. er vist budstrukturen ved auktionen den 29. december 1994.

Interessen for skatkammerbeviser var i 1. halvår relativt stor. Denne interesse hang sammen med konverteringsprocessen. Ved konverteringerne udstedtes de nye realkreditobligationer oftest nogle måneder før indfrielsen af de gamle. Realkreditinstitutterne fik herved betydelige likvide midler, som til en vis grad blev placeret i skatkammerbeviser, idet udløbstidspunktet på skatkammerbeviser passer med terminen på realkreditlån. Det var imidlertid ikke ønskeligt med en større stigning i den udestående mængde skatkammerbeviser, end der også efterfølgende ville være efterspørgsel efter, idet der ellers ville blive tale om ekstra behov for salg af obligationer og gældsbeviser sidst i 1994 i forbindelse med refinansieringen. Der blev derfor i forbindelse med nogle auktioner annonceret mængdebegrænsninger. Nedbringelsen af realkreditinstitutter-

nes beholdning af skatkammerbeviser i 2. halvår 1994 blev i høj grad opvejet af en tilsvarende opbygning af beholdningen i pengeinstitutterne, der under konverteringsprocessen havde nedbragt deres beholdninger markant. I de sidste måneder af 1994 er udenlandske investorer begyndt at interessere sig for skatkammerbeviser, og pr. 31. december 1994 havde de en samlet beholdning på ca. 10 mia.kr. svarende til 15-20 pct. af programmet.

Figur 1.6.3. Budstrukturen ved skatkammerbevisauktionen den 29. december 1994¹⁾.



¹⁾ De stiplede linjer angiver de fastsatte skæringsrenter for de respektive skatkammerbeviser.

Variabelt forrentede statslån

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 løbetid 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.

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" for skatkammerbevispro-

grammet, der blev påbegyndt i 1990. I 1992 og 1993 blev der købt op af variabelt forrentede statslån med henblik på at opnå en statsfinansiell gevinst ved kompenserende udstedelse i mere likvide statspapirer. I 1994 er der ikke opkøbt af variabelt forrentede statslån.

1.7. Placering af statspapirer

Som nævnt i *Statens låntagning og gæld 1992* offentliggør Danmarks Statistik på kvartalsbasis kreditorfordelinger for obligationer baseret på oplysninger fra Værdipapircentralen (VP). I tabel 1.7.1. er der vist et skøn over placeringen af de cirkulerende statspapirer.

Tabel 1.7.1. Sektorfordeling af cirkulerende statspapirer. Kursværdi. Ultimo. ¹⁾²⁾³⁾⁴⁾

Mia.kr.	4.kvt. 1993	1.kvt. 1994	2.kvt. 1994	3.kvt. 1994	4.kvt. 1994
Ikke-finansielle selskabssektor ..	24,4	24,9	34,3	42,9	47,8
Finansielle institutioner, inkl. Nationalbanken	170,9	202,2	212,2	209,0	188,4
Forsikringsselskaber og pensionskasser	19,9	22,8	38,3	46,7	43,8
Offentlige sektor	51,4	56,1	56,4	67,5	79,9
Private, ikke-udbyttegivende institutioner	9,2	7,2	8,3	9,0	10,1
Husholdningssektor	41,0	35,3	37,4	42,0	50,4
Udlændinge	264,5	239,0	197,4	171,1	170,1
Uoplyst	11,1	21,1	8,9	10,3	13,6
I alt	592,4	608,6	593,3	598,5	604,0

¹⁾ Ekskl. ECU-obligationer.

²⁾ I beregningerne er der korrigeret for genkøbsforretninger mellem danske pengeinstitutter og valutaudlændinge samt for obligationer, der indgår i statens locationswap-ordning. Desuden er der skønsmæssigt korrigeret for valutaudlændinges beholdninger af obligationer i Euroclear og CEDEL, som ifølge VP-statistikken er opført som ejet af udlændinge.

³⁾ Der er ikke taget højde for genkøbsforretninger, der involverer den private, ikke-finansielle sektor.

⁴⁾ Færøerne og Grønland indgår under Udlændinge. Deres samlede mængde af danske statspapirer var ultimo 1993 1,8 mia.kr.

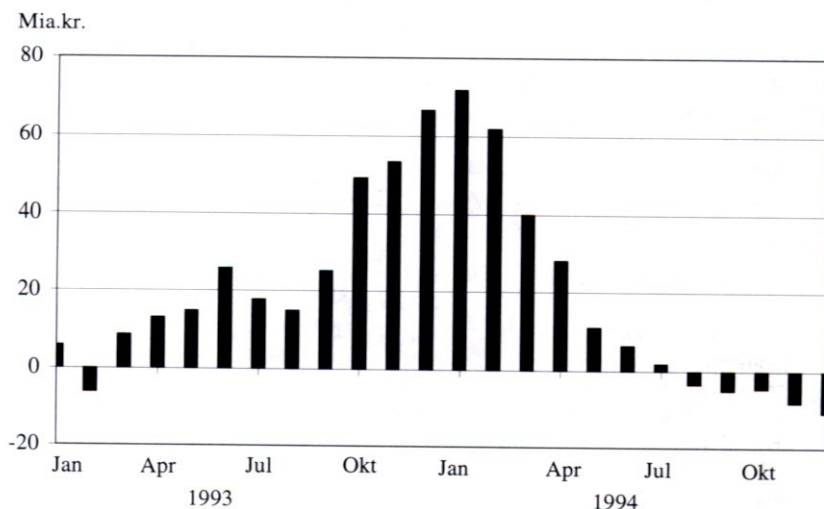
Anvendelse af VP-statistikken er ikke uproblematisk og indebærer et betydeligt skønselement. Fx er depotindehaveren i VP defineret som ejeren af en obligation. Det er uhensigtsmæssigt i forbindelse med genkøbsfor-

retninger, hvor obligationer blot ligger som sikkerhed for lån. Et andet problem er Euroclears og CEDEL's samlekonti i VP. Obligationer i disse depotinstitutioner opgøres ifølge VP-statistikken som ejet af udlændinge, selv om en del af disse obligationer tilhører bl.a. danske pengeinstitutter. Endelig er obligationer, der indgår i statens locationswap-ordning, jf. afsnit 1.8., indeholdt i VP-statistikkenes opgørelse af cirkulerende statspapirer.

Tabel 1.7.1. viser, at valutaudlændinge med en beholdning på omkring 45 pct. af den samlede beholdning ultimo 1993 udgjorde den største kreditorgruppe for danske statspapirer under ét. Udenlandske investorer har i løbet af 1994 tilbagesolgt danske statspapirer for et beløb af 78 mia.kr. til kursværdi. Herudover er kursværdien af beholdningen faldet som følge af rentestigningen i 1994. Andelen af den samlede cirkulerende mængde skønnes nu at være knap 30 pct.

Tilbagesalget fra udlandet i 1994 svarer i store træk til det nettokøb, der fandt sted i 1993. I figur 1.7.2. er vist valutaudlændingenes akkumulerede nettokøb af danske statspapirer siden primo 1993.

Figur 1.7.2. Valutaudlændingenes akkumulerede nettokøb af statspapirer i 1993 og 1994.

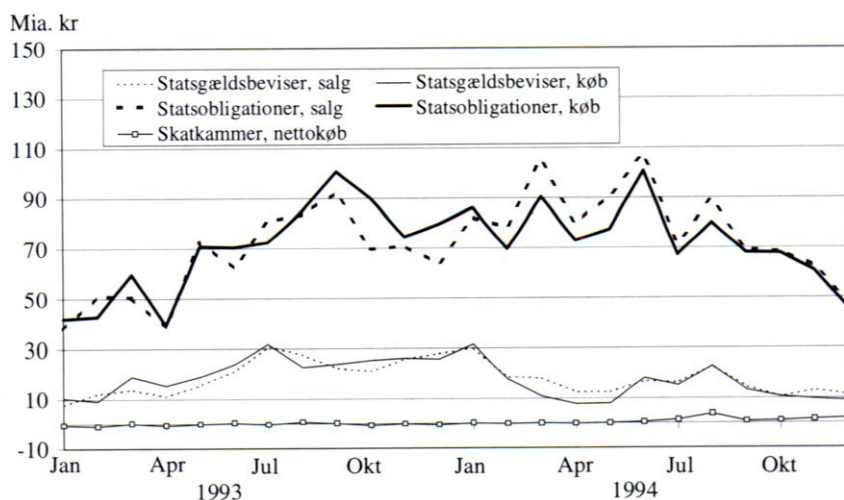


Givet statens nettosalg af statspapirer på 46,6 mia.kr. til kursværdi har valutaudlændinge således i 1994 samlet købt statspapirer for et beløb i størrelsesordenen 125 mia.kr. Dette nettokøb er foretaget af flere forskellige sektorer. De største dele er aftaget af pengeinstitutter, pensions-

kasser, den ikke-finansielle private selskabssektor og den offentlige sektor (inkl. ATP og Lønmodtagernes Dyrtidsfond).

Bag ovennævnte nettobevægelser over landegrænsen af danske statspapirer ligger en langt større bruttobevægelse. Bruttoomsætningen af danske statspapirer med valutaudlændinge fremgår af Nationalbankens valutastatistik. I figur 1.7.3. er vist udlændinges køb og salg af danske statspapirer i henholdsvis 1993 og 1994.

Figur 1.7.3. Valutaudlændinges køb og salg af statspapirer. 1993 og 1994.



Bruttoomsætningen med danske statspapirer over landegrænsen har både i 1993 og 1994 i gennemsnit været godt 90 mia.kr. på månedsbasis. Det store tilbagesalg af danske statspapirer fra udlandet dækker således ikke over et fald i bruttoomsætningen. Dette skyldes især, at der på månedsbasis er en tæt sammenhæng mellem køb og salg af de enkelte papirtyper.

1.8. Statens locationswap-ordning

Locationswap-ordningen er oprettet for at få reduceret de problemer, der har været ved grænseoverskridende handel med statspapirer, jf. *Statens låntagning og gæld 1993*. Problemerne er opstået, når en værdipapirhandler har købt obligationer med levering i Værdipapircentralen (VP) og har videresolgt disse med levering i Euroclear samme dag (eller om-

vendt), idet overflytningen mellem afviklingscentralerne indtil juli 1994 ikke har kunnet klares med mindre end én dags forsinkelse.

I juli 1994 er der etableret en direkte forbindelse mellem VP og Euroclear. Denne forbindelse muliggør, at der kan flyttes papirer fra VP til Euroclear uden tab af dispositionsdage. Der kan imidlertid stadig være tekniske problemer forbundet med at flytte værdipapirer på denne måde, og det er fortsat ikke muligt at flytte papirer den anden vej uden tab af dispositionsdage. Efter drøftelse med værdipapirhandlere og VP blev det besluttet at opretholde locationswap-ordningen indtil videre.

De forskellige statspapirer omfattet af locationswap-ordningen er vist i bilagstabel 9.

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 obligationskøb til lavest mulige omkostninger, dog således at ordningen hviler i sig selv. Køb af statsobligationer pr. postordre foregår ved udfyldelse og indsendelse af en bestillingsblanket og samtidig indbetaling til Hypotekbankens girokonto af det beløb, der ønskes købt for. Blanket og indbetalingskort er en del af en brochure om postordresalget, der udleveres fra posthuse.

Tabel 1.9.1. Postordresalg fordelt efter kursværdi.

	1993			1994		
	Antal	Beløb		Antal	Beløb	
		1.000 kr.	Pct.		1.000 kr.	Pct.
Under 10.000 kr.	999	4.172	2,2	1.178	5.173	1,4
10.000 - 50.000 kr. ...	2.377	51.182	26,3	3.489	79.304	20,7
50.000 - 100.000 kr. ..	738	44.730	23,0	1.432	88.064	23,0
Over 100.000 kr.	537	94.384	48,5	1.175	210.388	54,9
I alt	4.651	194.468	100,0	7.274	382.929	100,0
Kursværdi pr. salg		41,8			52,6	

Salget af statsobligationer pr. postordre udgjorde i 1994 383 mill.kr., jf. tabel 1.9.1. I forhold til året før blev salget næsten fordoblet og lå dermed en fjerdedel højere end i 1992, der var postordresalgets første fulde år. Antallet af handler i 1994 var ca. 7.300, og det gennemsnitlige handelsbeløb udgjorde knap 53.000 kr. eller godt en fjerdedel mere end i 1993. Spredningen på størrelsen af handlerne var betydelig: Af de 7.300 havde knap 4.700 en kursværdi på under 50.000 kr., godt 1.400 lå mellem 50.000 og 100.000 kr., mens knap 1.200 lå over 100.000 kr. Målt efter kursværdi tegnede de to første grupper sig hver for lidt under en fjerdedel af omsætningen og gruppen over 100.000 kr. for godt halvdel. Korte statspapirer med løbetid op til og med 2 år tegnede sig for 33 pct. af salget, papirer med løbetider mellem 2 år og 12 år dækkede 60 pct., og endelig tegnede den langfristede serie 7 pct. 2024 sig for 7 pct. af omsætningen.

Tilbagekøb af indskrevne papirer har haft et betydeligt omfang i 1994, idet der er gennemført 1.125 køb med en kursværdi på 73 mill.kr.

Yderligere oplysninger om ordningerne kan fås ved henvendelse til Hypotekbanken, Landgreven 4, 1301 København K, tlf. 33 92 80 00.

1.10. Udsigter for 1995

Afdragene på indenlandske statspapirer beløber sig til 100,3 mia.kr. i 1995.¹⁾ Dette beløb er som nævnt, selv efter opkøb i 1994 i de største af serieerne, meget stort i forhold til tidligere år. Nettokasseunderskuddet i 1995 skønnes på finansloven for 1995 at blive 42,2 mia.kr. Bruttokasseunderskuddet ekskl. udenlandske afdrag, som i henhold til aftalen mellem Finansministeriet og Nationalbanken svarer til salgsnormen for 1995, beløber sig således til 142,5 mia.kr.

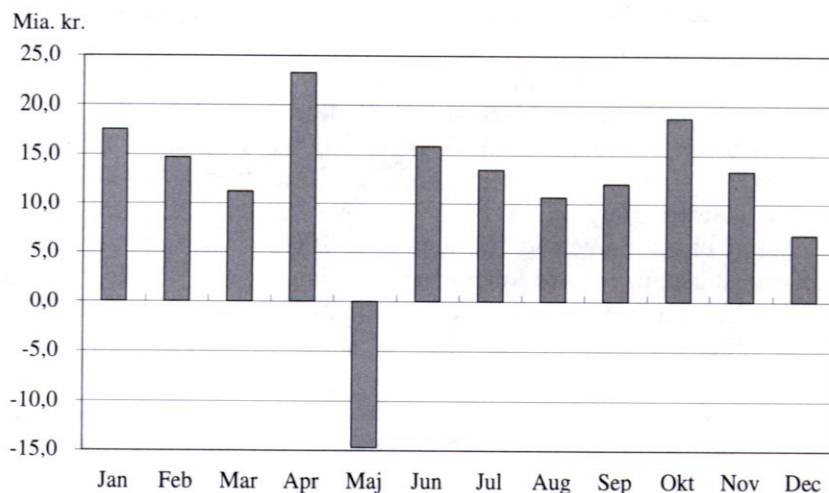
Finansieringsbehovet er forholdsvis jævnt fordelt over året med næsten lige store beløb i hvert kvartal, jf. figur 1.10.1. Tillægges nettopåvirkningen fra skatkammerbevisprogrammet, bliver fordelingen noget mere ujævn, idet skatkammerbeviser udløber i første kvartalsmåneder, hvor der i forvejen er store kasseunderskud.

Det er fortsat hensigten at forøge varigheden på den indenlandske statsgæld. Det foreløbige mål for varigheden ultimo 1995 er fastsat til 3,75 år.

Statens lånevifte er i januar 1995 udvidet med to nye papirer. Planmæssigt i henhold til statsgældsbevisprogrammet blev der den 4. januar åbnet et nyt statsgældsbevis, 7,00 pct. statsgældsbevis 1997 II, med udløb den 15. august 1997.

¹⁾ Skønnet er reduceret med 1,4 mia.kr. i forhold til finansloven for 1995 som følge af ekstraordinære afdrag i december 1994.

Figur 1.10.1. Månedsfordeling af statens bruttokasseunderskud ekskl. udenlandske afdrag. 1995.



Det nye 7,00 pct. statsgældsbevis 1997 II vil i 1. halvår 1995 være det eneste åbne statsgældsbevis, idet salget i 6,25 pct. statsgældsbevis 1997 I måtte indstilles på grund af stigningen i mindsterenten. Det er fortsat hensigten, at nye statsgældsbevisserier skal bygges op til et betydeligt udestående, som giver mulighed for en god likviditet. Udløbsdatoen på statsgældsbeviser vil fremover være den 15. februar eller 15. august (tidligere den 10. februar eller 10. august). Denne ændring af statsgældsbevisprogrammet er foretaget under hensyntagen til Maastricht-traktatens bestemmelser om, at der ikke må være overtræk på statens løbende konto i Nationalbanken, jf. afsnit 1.3. I fremtiden vil der således i højere grad end tidligere blive lagt vægt på, at udbetalingerne fra statens konto ikke finder sted, før betalingerne til staten, fx af moms, er på plads på kontoen, jf. kapitel 9.

Den 9. januar åbnedes 8 pct. stående lån 2001, som skal dække det 5-årige segment i låneviften. Øvrige statsobligationer i låneviften er 8 pct. stående lån 2006 og 7 pct. stående lån 2024. Specielt de 5- og 10-årige obligationer må allerede i 1995 forventes opbygget til store serier og dermed overtage rollen som toneangivende obligationer omkring årsskiftet 1995-96. En lidt mere afventende strategi vil blive fulgt for den 30-årige obligation, idet det dog fortsat er målet at opbygge den til benchmarkobligation i løbet af nogle år.

Skattekammerbevisprogrammet fortsætter i 1995 indtil videre uændret

med åbning hvert kvartal af et nyt bevis med 9 måneders løbetid og auktion hver måned i beviser med løbetider på 3 måneder og derover.

Låneviften ser efter åbningen af de nye lån i januar 1995 ud som følger:

Tabel 1.10.1. Lånevifte pr. 1. februar 1995.

	Termin
<i>Obligationer, fast rente</i>	
7 pct. stående lån 2024	10. november
8 pct. stående lån 2006	15. marts
8 pct. stående lån 2001	15. november
<i>Statsgældsbeviser</i>	
7,00 pct. statsgældsbevis 1997 II	15. august
<i>Skatkammerbeviser</i>	
Skatkammerbevis 1995 IV	2. oktober
Skatkammerbevis 1995 III	3. juli
Skatkammerbevis 1995 II	3. april

Der er i de senere år gennemført en række forbedringer af den information, der løbende sendes til obligationsmarkedet om salget af statspapirer, jf. box 1.10.1.

Box 1.10.1. Information om statspapirsalget.

De fire budgetoversigter, som udkommer fra Finansministeriet i maj, august, oktober og december, indeholder skøn over statens underskud. Efter hver budgetoversigt udsender Nationalbanken en månedsfordeling af statens skønnede netto- og bruttofinansieringsbehov, jf. kapitel 9.

I forbindelse med åbning af nye statspapirserier sendes til Københavns Fondsbørs en meddelelse indeholdende en generelt formuleret beskrivelse af det ønskede salg i den pågældende serie og seriernes placering i statslåneviften.

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

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

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

De nævnte meddelelser vedrørende salget af statspapirer udsendes både på dansk og engelsk. I forlængelse af *Statens låntagning og gæld* udsender Nationalbanken en mindre engelsksproget publikation, *Danish Government Securities*, om statens indenlandske låntagning og gæld.

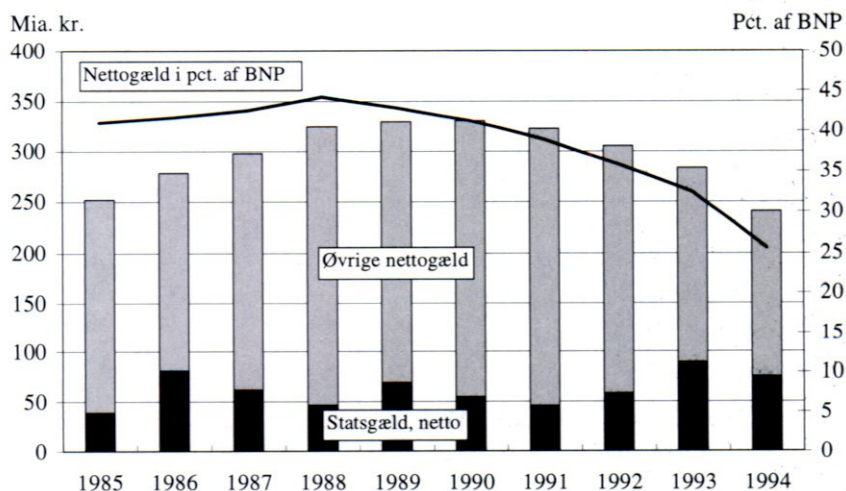
Kapitel 2.

Valutarenserven og den udenlandske statsgæld

2.1. Rammerne for den udenlandske låntagning

Omfanget af den statslige låntagning i udlandet er fastlagt ved den udenlandske norm, der principielt indebærer, at afdrag på statens gæld i udlandet refinansieres med nye udenlandske lån, mens valuta til betaling af renter erhverves af Nationalbanken ved køb i markedet. Optagelse af nye lån skal dog ikke nødvendigvis ske præcis samtidig med forfald af afdragsbetalinger, ligesom udviklingen i valutareserven eller i den ønskede størrelse af denne kan tilsige, at den statslige udlandsgæld enten formindskes eller forøges. Ved varige ændringer justeres normen for sta-

Figur 2.1.1. Danmarks nettogæld til udlandet ultimo året. Fordelt på udenlandsk statsgæld (fratrukket valutareserven) og øvrig nettogæld.



tens gæld i udlandet efter drøftelse mellem Finansministeriet, Økonomiministeriet og Nationalbanken. Normen er nærmere omtalt i *Statens låntagning og gæld 1993*, kapitel 5.

Danmark har siden 1990 haft overskud på betalingsbalancens løbende poster, hvilket har medført en betydelig reduktion af Danmarks nettogæld til udlandet, jf. figur 2.1.1. Parallelt hermed ville det være naturligt at forvente en gradvis nedbringelse af den statslige udlandsgæld. Siden da er den statslige gæld til udlandet fratrasket valutareserven imidlertid ikke faldet, men tværtimod steget. Således var der i 1993 i stort omfang tale om øget statslig låntagning i udlandet af hensyn til valutareserverne som modstykke til stor privat kapitaleksport i forbindelse med de urolige forhold på valutamarkedet, jf. tabel 2.1.1. Hermed overtog staten en større andel af valutakursrisikoen vedrørende landets nettogæld til udlandet.

Med virkning fra starten af 2. fase af Den Økonomiske og Monetære Union, ØMU, i begyndelsen af 1994 har staten ikke måttet være nettolåntager i Nationalbanken, jf. Maastricht-traktatens artikel 104. Hvis statens indestående i Nationalbanken derfor nærmer sig nul, kan den udenlandske statsgæld, selv om valutareserven måtte være rigelig, kun reduceres i takt med, at statens indestående i Nationalbanken forbedres af andre årsager, fx som følge af øget udstedelse af indenlandske statspapirer.

Tabel 2.1.1. Betalingsbalance og udenlandsk låntagning.

Mia.kr.	Løbende poster	Statens udenlandske nettolåntagning	Øvrige kapitaltransaktioner	Forøgelse af valutareserven
1991	13,0	-27,1	-6,7	-20,8
1992	25,5	11,9	-38,5	-1,1
1993	30,6	58,3	-64,1	24,8
1994,1	6,5	-22,0	6,3	-9,2
1994,2	3,3	-3,7	-0,4	-0,8
1994,3	10,8	-1,6	-11,7	-2,5
1994,4	4,4*	-2,4	-2,5*	-0,5
1994	25,0*	-29,7	-8,3*	-13,0

Anm.: Tabellen er baseret på valutastatistikken, hvorfor der er mindre forskelle i forhold til opgørelsen efter statens bogføring, jf. tabel 2.2.1. Ændringer i valutareserven er ekskl. kursregulering.

* Skøn.

2.2. Nettolåntagningen i 1994

Valutauroen inden for det europæiske valutakurssamarbejde, EMS, i 1993 medførte, at staten lånte betydelige beløb i udlandet, ikke mindst i form af træk på statens CP-program, for at forøge valutareserverne, efter at det havde været nødvendigt for Nationalbanken at støtte kronen ved intervention. Mod slutningen af 1993 vendte de private kapitalbevægelser til nettoimport, og det var muligt for Nationalbanken at opkøbe valuta i markedet og påbegynde nedbringelse af statens udenlandske gæld. Gældsreduktionen fortsatte i januar 1994 med nedbringelse af CP-udestående med 17 mia.kr. Nettoafdragsbetalingerne på både CP-gælden og den øvrige gæld fortsatte de følgende måneder, således at den samlede statsgæld til udlandet faldt med 22 mia.kr. i 1. kvartal, jf. tabel 2.2.1. Nationalbanken havde også i de følgende kvartaler - set under ét - mulighed for at købe valuta i markedet, hvilket medførte, at der kun i begrænset omfang blev optaget nye statslån, og nedbringelsen af CP-gælden kunne fortsætte. Nettoafdragene af udenlandsk statsgæld androg dermed 9 mia.kr. i den resterende del af året. For året som helhed faldt den statslige gæld til udlandet med 31 mia.kr. som følge af nettoafdragsbetalinger og med godt 3 mia.kr. som følge af lavere valutakurser. Ved udgangen af 1994 androg gælden dermed 129,8 mia.kr.

Tabel 2.2.1. Statens udenlandske låntagning (nominel værdi).

Mia.kr.	Commercial papers, netto	Anden låntagning ¹⁾		Nettolåntagning	Valutakursregulering	Gæld ultimo
		Nye lån	Afdrag			
1991	2,0	0,3	29,7	-27,3	0,3	91,0
1992	14,7	13,1	16,3	11,5	1,0	103,5
1993	5,9	68,6	16,6	57,9	2,9	164,3
1994,1	-20,3	1,3	2,9	-21,9	0,0	142,4
1994,2	-2,1	1,5	3,1	-3,7	-1,9	136,8
1994,3	-1,2	3,2	3,8	-1,8	-0,9	134,1
1994,4	-1,3	1,5	3,9	-3,7	-0,6	129,8
1994	-24,9	7,5	13,7	-31,0	-3,5	129,8

¹⁾ Opkøb af egne obligationer indgår som afdrag.

Da afviklingen af den statslige nettogæld til udlandet var særlig stor i 1. kvartal, blev det besluttet, at normen for den udenlandske gæld allerede med virkning fra 2. kvartal skulle sænkes med 22 mia.kr., svarende til nettoafviklingen af gælden i 1. kvartal. Refinansiering af den øvrige

gældsnedbringelse gennem 1994 er ikke i fuldt omfang skønnet nødvendig, hvorfor normen for den udenlandske statsgæld yderligere er blevet nedsat med 5 mia.kr. fra 1995.

2.3. CP-programmerne

Det væsentligste formål med statens låntagning i udlandet er hensynet til udviklingen i valutareserven, hvor der på meget kort sigt kan opstå behov for midler til brug for intervention. Det er derfor nyttigt på forhånd at have åbnet adgang til med kort varsel at kunne rejse store beløb. Til dette formål har staten i nogle år som supplement til valutareserven haft to programmer for kortfristede gældsbeviser (commercial papers). Det ene program er etableret på det amerikanske marked (SN: sovereign notes) og det andet på det europæiske marked (ECP: euro commercial papers). På ECP-programmet kan der udstedes i flere forskellige valutaer. Foruden i USD er der i 1994 udstedt beviser i DEM. Det anses normalt for ønskeligt at have et minimumsudestående på omkring 1 mia.USD for at bevare en god omsætningsmulighed i papirerne til rimelige priser.

Det maksimale udestående blev på hvert af programmerne i 1993 forhøjet fra 3 til 6 mia.USD, dvs. i alt ca. 75 mia.kr. Programmerne har aldrig været trukket fuldt ud. Det hidtil største træk (omkring 55 mia.kr. eller knap 8 mia.USD) registreredes i august 1993 i kølvandet på valutakrisen inden for EMS. Nationalbanken havde ved den lejlighed meget gode erfaringer med programmernes mulighed for i praksis på kort sigt at rejse store beløb. I det omfang programmerne som følge af intervention i valutamarkedet måtte være trukket væsentligt, og det ikke vurderes, at nedbringelse af udeståendet vil kunne finansieres ved opkøb af valuta (tilbagestrømning), vil det være hensigten at optage anden gæld og derved muliggøre nedbringelse af CP-udeståendet.

Med papirernes korte løbetid er bruttolåntagningen under CP-programmerne naturligvis betydelig. Til trods for at trækket på programmerne i løbet af 1994 faldt betydeligt, beløb bruttolåntagningen sig for året som helhed til 37 mia.kr. Den samlede CP-gæld kom som følge af den kraftige nedbringelse af trækket på programmerne ned på under 1 mia.kr. ved årets udgang.

En meget lav udestående CP-gæld, som det var tilfældet ved udgangen af 1994, begrænser programmernes anvendelighed til en fleksibel forvaltning af den statslige udenlandske gæld. På grund af papirernes korte løbetid sikrer et vist udestående under CP-programmerne, at staten med kort varsel kan udnytte særligt fordelagtige lånetilbud ved samtidig reduktion af CP-udeståendet. Netop dette var en del af forklaringen på afviklingen af CP-gælden i løbet af 1994, idet staten fik tilbud om lån

under EMTN-programmet til renter, der var 25-30 basispoint billigere end finansiering via CP-udstedelse, der typisk sker til Libid minus et par basispoint.

2.4. EMTN-programmet

Den statslige bruttolåntagning i udlandet i 1994 beløb sig alt i alt til 7,5 mia.kr., ekskl. CP-udstedelser, jf. tabel 2.2.1. Halvdelen blev optaget i JPY, og hovedparten af lånene blev swappet til variabel rente. De enkelte transaktioner er detaljeret beskrevet i bilagstabel 3.

Bortset fra to lån hos EIB foregik den statslige låntagning i 1994 under det såkaldte EMTN-program. EIB-lånene var et lån på 40 mill.ECU (lån nr. 597) og et lån på 200 mill.NLG (lån nr. 605) med et samlet provenu på 1,0 mia.kr.

Statens euro medium-term note program eller "Programme for the Issuance of Debt Instruments" (EMTN-programmet) blev underskrevet den 26. januar 1994. Der er på trods af navnet EMTN-program ingen begrænsninger med hensyn til løbetider. Det maksimale udestående under programmet er 3 mia.USD.

Formålet med EMTN-programmer er at skabe en standardiseret dokumentation, således at de løbende omkostninger og arbejdet i forbindelse med dokumentation bliver reduceret. Med denne standardiserede dokumentation er omkostningerne ved låntagning blevet så små, at det er blevet interessant at optage mindre, skræddersyede lån rettet mod en enkelt eller nogle få investorer.

I forbindelse med oprettelsen af statens EMTN-program udnævntes en "dealer"-gruppe. Andre dealere uden for den officielle "dealer"-gruppe har mulighed for at blive udnævnt til "dealere for en dag". Udnævnelse til dealer giver ingen specielle rettigheder eller pligter, men kan give en vis prestige, som kan gøre, at dealerne vil gøre en ekstra indsats for at kunne vise specielt fordelagtige tilbud.

I 1994 er 22 lån optaget under programmet. Ét er blevet tilbagekøbt (nr. 590), og ét er blevet førtidsindfriet (nr. 601). Ved udgangen af 1994 var udeståendet under programmet på ca. 1,1 mia.USD. 15 af lånene i 1994 var såkaldte strukturerede, jf. kapitel 6, mens 7 var ikke-strukturerede udstedelser. Løbetider på lånene er fra 3 måneder til 5 år.

EMTN-markedet har oplevet en betydelig vækst i de senere år. Nye udstedelser androg ifølge markedsdeltagere ca. 160 mia.USD i 1994, eller næsten en fordobling i forhold til 1993.

Investorenes stigende accept af EMTN-dokumentation har ført til, at der ved flere og flere udstedelser af euroobligationer nu anvendes

EMTN-dokumentation. Ultimo 1994 udgjorde disse ca. 100 mia.USD af det samlede udestående af EMTN-gæld på ca. 275 mia.USD.

Af andre statslige og overnationale låntagere med EMTN-programmer kan nævnes: Den Nordiske Investeringsbank, Verdensbanken, EBRD (Østbanken), Sverige og Finland. De to sidstnævnte har primært benyttet programmet til dokumentation for almindelige udstedelser af euroobligationer. Alle de nævnte låntagere er aktive i markedet for strukturerede EMTN-udstedelser.

I Danmark har FIH og KommuneKredit EMTN-programmer. Begge har haft betydelige låneaktiviteter under disse programmer i 1994. Øresundskonsortiet har planer om at etablere et EMTN-program i 1995.

2.5. Statens lånevilkår

Generelt ønskes statslån naturligvis optaget på de bedst mulige vilkår. For at kunne sammenligne forskellige tilbud i forskellige valutaer med forskellig rentefastsættelse anvendes ofte det spread over for USD-Libor-renten, som et lån kan udstedes til. Når lånebehovet er mindre, og man har tid til at vente, er der mulighed for at fastsætte mere ambitiøse krav til renteomkostningerne, som kan nås ved udnyttelse af midlertidige ubalancer i markedet (arbitragemuligheder) eller ved at anvende specielle transaktioner, jf. omtalen af strukturerede udstedelser i kapitel 6.

Låntagning under EMTN-programmet, jf. ovenfor, giver med baggrund i standardisering af lånedokumentationen og bedre muligheder for at skræddersy lån størrelsesmæssigt og vilkårmæssigt til investorenes behov adgang til billigere finansiering end traditionelle lån. Det var derfor muligt for staten i 1994 at opnå mærkbart bedre lånevilkår end tidligere, målt ved Libor-renten i USD. Typisk andrager finansieringsomkostningerne på disse lån optaget i 1994 Libor minus 40 basispoint (0,4 pct.).

Det er vanskeligt at foretage sammenligning mellem de konkret opnåede lånevilkår under EMTN-programmet og de vilkår, mere traditionel låntagning ville resultere i, fordi der ikke fra den danske stats side har været udbudt almindelige markedslån i 1994. Men baseret på de generelle indikationer, Nationalbanken løbende modtager fra udenlandske banker, samt på lånevilkår opnået af lande med samme kreditværdighed som Danmark, kan det skønnes, at låntagningen under EMTN-programmet har mindsket statens renteudgifter med 10-20 basispoint. Med samme usikre forudsætninger, herunder at der sjældent foreligger identisk udformede lån til sammenligning, kan det generelt skønnes, at omkostningerne ved nye lån i gennemsnit i 1994 for Danmark var 10-15 basispoint lavere end for Sverige (kreditvurdering i 1994 Aa2 hos Moody's

mod Aa1 for Danmark) og omkring 10 basispoint højere end for Østrig, der har den højeste kreditvurdering, Aaa. Det har ikke været erfaringen, at store enkeltmissioner har givet lavere finansieringsomkostninger end mindre, målrettede emissioner, snarere tværtimod, at dømme efter det første år med EMTN-programmet.

Baggrunden for de gunstige lånevilkår i 1994 har samtidig været statens mulighed for bogstaveligt talt at vælge og vrage mellem lånetilbudene, da behovet for ny låntagning var begrænset. Disse lånevilkår kan derfor som udgangspunkt ikke forventes fastholdt i 1995 målt ved de gennemsnitlige låneomkostninger, når der tages hensyn til det væsentligt større lånebehov end i 1994, jf. afsnit 2.10.

2.6. Opkøb og førtidsindfrielse

Som i tidligere år blev ældre lån opsagt og førtidsindfriet i 1994, i det omfang udviklingen i markedsforholdene medførte, at nye lån kunne optages på mere fordelagtige vilkår. Således er en række lån ydet af EIB på omkring 2 mia.kr. førtidsindfriet i 1994, hvortil kommer, at den arrangerende bank i statens ESP-lån på 15 mia.ESP, jf. *Statens låntagning og gæld 1993*, side 42f, ved udnyttelse af en option har førtidsindfriet 4 mia.ESP (med den effekt at statens effektive låneomkostning på dette beløb androg Libor minus 67 basispoint. Hvis lånet var løbet videre til udløb, ville resultatet have været Libor minus 15 basispoint).

En anden form for førtidsindfrielse er opkøb af egne obligationer til annullering straks eller til henlæggelse i statens egenbeholdning af værdipapirer. Henlagte papirer kan enten beholdes til udløb eller senere sælges igen til markedet. Opkøb sker, når obligationerne er særlig billige. I det forløbne år har målet været en margin på omkring 25 basispoint i forhold til, hvad et nyt lån ville koste. Hertil kommer, at opkøb af egne papirer kan virke udjævnende på afdragsbetalingerne på den udestående gæld.

I 1994 har staten kun i begrænset omfang købt egne papirer i markedet. Således er opkøbte papirer for 0,3 mia.kr. annulleret, mens der til statens værdipapirbeholdning er købt for 0,6 mia.kr. Hertil kommer opkøb i statens indenlandske ECU-lån, emitteret i 1992, i januar og april for tilsammen 1,1 mia.kr. Ved udgangen af 1994 androg den bogførte værdi af beholdningen af egne obligationer udstedt i udlandet 1,8 mia.kr., og statens beholdning af indenlandske ECU-obligationer beløb sig til 1,0 mia.kr.

2.7. Sammensætning af den udenlandske gæld

Valutafordeling

Principperne for fastlæggelse af den ønskede valutafordeling for nettogælden er beskrevet i afsnit 2.8. Den samordnede styring af valutareserven og statens udlandsgæld betyder, at det ikke er relevant at betragte bruttofordelingerne uafhængigt af hinanden. Nettogælden er altovervejende i EMS-valutaer, jf. tabel 2.7.1.

Tabel 2.7.1. Valutafordeling ultimo 1994.

Pct.	USD	JPY	GBP	CHF	EMS ³⁾	I alt
Valutareserve ¹⁾	69	8	35	9	-21	100
Udenlandsk statsgæld ²⁾ ..	17	8	10	13	52	100
Nettogæld	-12	8	-5	16	93	100

¹⁾ Ud over valutareserver indgår Nationalbankens øvrige valutaforordringer og valutaforpligtelser, men ikke guld og SDR-tildeling.

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

³⁾ Ved EMS forstås her DEM, FRF, NLG, BEF og ECU.

Tabel 2.7.2. Valutafordelingen af den udenlandske statsgæld ultimo 1994.¹⁾

Mia.kr.	Gæld ultimo 1993 ²⁾	Nettolåntagning i 1994 ³⁾	Valutakursregulering	Gæld ultimo 1994 ⁴⁾
DEM	47,2	-4,7	0,1	42,6
USD	49,7	-23,2	-3,1	23,4
CHF	20,8	-2,8	0,4	18,4
FRF	14,4	-0,4	-0,2	13,8
GBP	14,4	-0,9	-0,7	12,8
JPY	5,6	4,8	0,0	10,4
ECU	9,4	-3,8	0,0	5,6
NLG	1,8	0,4	0,0	2,2
DKK	0,1	0,0	0,0	0,1
Andet	0,8	-0,4	0,1	0,5
I alt	164,3	-31,0	-3,5	129,8

¹⁾ Inkl. låntagning i commercial papers.

²⁾ Valutakurser pr. 31. december 1993.

³⁾ Nominel værdi, valutakurser på afregningstidspunktet.

⁴⁾ Valutakurser pr. 31. december 1994.

I forbindelse med interventionerne i efteråret 1993 blev USD-andelen af valutareserven og gælden kraftigt forøget, idet en stor del af genopbygningen af valutareserven skete via CP-programmerne. Bruttoandelene i USD er fortsat høje. Dette gælder specielt for valutareserven. Det er planen gradvis at bringe bruttfordelingerne i bedre overensstemmelse med nettofordelingen i løbet af 1995. Der er allerede sket en betydelig reduktion af gældsandelen i USD i løbet af 1994, jf. tabel 2.7.2.

Renterisiko

På rentesiden sker der endnu ikke en samstyring af valutareserve og udenlandsk statsgæld. I det følgende betragtes derfor kun gældssiden.

Varigheden af den samlede gæld har været svagt faldende gennem året. I den første del af året var der et ønske om at forlænge varigheden. Den ugunstige renteutvikling betød imidlertid, at forlængelsen blev udskudt. Endvidere betød de betydelige nettoafdrag på gælden, at det ikke var hensigtsmæssigt at forlænge varigheden betydeligt via nylåntagning.

Tabel 2.7.3. Den udenlandske statsgælds varighed ultimo 1994.

	Andel af samlet gæld	Variabelt forrentet gæld i pct. af samlet gæld	Varighed, fast forrentet gæld	Samlet gælds varighed
	Pct.		År	
DEM	31	9	2,8	2,1
USD	17	13	1,7	0,7
CHF	13	2	2,7	2,4
FRF	10	3	4,9	3,4
GBP	9	4	3,6	2,4
JPY	8	3	1,6	1,1
ECU	10	5	3,9	1,9
NLG	2	0	2,4	2,4
Andet	0	0	0,8	0,8
I alt	100	39	2,9	1,9

Note: I opgørelsen af den udenlandske statsgæld indgår statens indenlandske ECU-lån. Der henvises i øvrigt til fodnoten i tabel 2.7.1.

2.8. Nettostyring af gæld og valutareserver

Valutasammensætningen af valutareserven og den udenlandske statsgæld er siden begyndelsen af 1992 styret under ét. Udenlandske statslån optages med det formål at refinansiere afdrag på den udenlandske statsgæld og for at sikre, at valutareserven har en passende størrelse. Der er således en direkte sammenhæng mellem størrelsen af valutareserven og statens udenlandske gæld. Det er derfor hensigtsmæssigt at styre valuta-kurseksponeringen på nettobasis.

Den del af reserven, der indgår i nettostyringen, omfatter placeringer på markedsmæssige vilkår og eventuel interventionsgæld. Ud over valutareserven indgår Nationalbankens beholdning af statens ECU-obligationer samt Nationalbankens øvrige valutaforpligtelser og valutaforordringer i nettostyringen. Dette omfatter bl.a. Nationalbankens valutaterminsforretninger. Den del af valutareserven, der ikke indgår, omfatter IMF-reservestillingen (3 mia.kr.), SDR-beholdningen (1 mia.kr.), beholdningen af officielle ECU (3 mia.kr.) samt guldbeholdningen (4 mia.kr.). Med en gæld på knap 130 mia.kr. og placeringer på knap 45 mia.kr. er der samlet tale om en betydelig nettogæld.

Den samordnede valutastyring af valutareserven og den udenlandske statsgæld sker ud fra en neutralfordeling. Neutralfordelingens sammensætning aftales på kvartalsvise møder mellem Finansministeriet, Økonoministeriet og Nationalbanken.

Sammensætningen af neutralfordelingen sker ved hjælp af en porteføljemodel. Ideelt set vælges den optimale valutafordeling ud fra en afvejning af forventede omkostninger og risiko. Den forventede risiko består af risikoen i de enkelte valutaer og korrelationen mellem valutaerne. I praksis anvendes historiske estimater for risiko og korrelation. Disse korrigeres efterfølgende, hvis der er stærke forventninger til risikoen i en given valuta. Risikoen estimeres som standardafvigelsen i en given valuta.

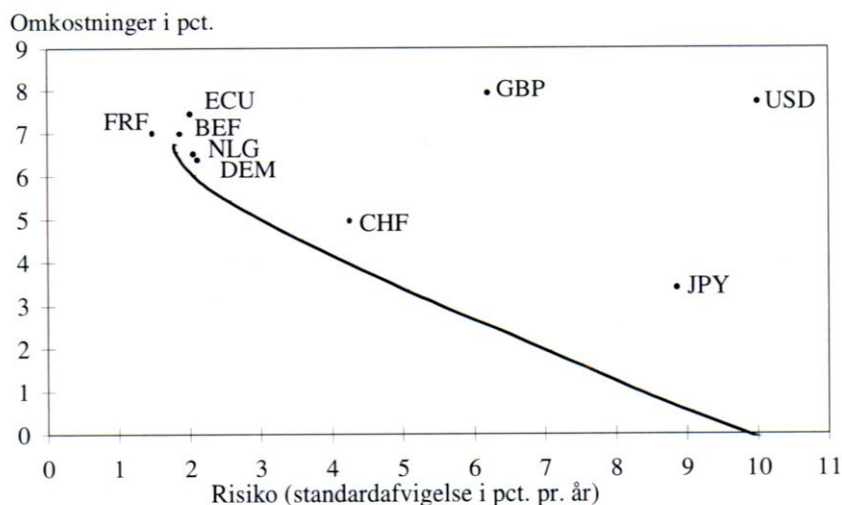
Som estimat på de forventede omkostninger anvendes aktuelle 2-årige swaprenter. Årsagen til, at der anvendes 2-årige renter er, at denne løbetid stort set svarer til varigheden på henholdsvis valutareserven og den udenlandske statsgæld.

Den meget høje korrelation inden for EMS-blokken betyder, at EMS-valutaerne betragtes som én blok. Alternativet ville være stærkt gearede positioner, hvor der lånes i den lavest forrentede valuta og placeres i den højest forrentede. Eksponeringen over for justeringer i EMS-systemet ville i givet fald blive meget høj.

I figur 2.8.1. er vist resultatet af en kørsel med modellen uden subjektive forventninger til valutakurserne. I figuren er vist sammenhængen mellem forventede omkostninger og forventet risiko for de valutaer, der indgår. Endvidere er vist den såkaldte efficiente rand, der udgøres af de

porteføljer, hvor det ikke er muligt at reducere de forventede omkostninger uden at forøge den forventede risiko. Ved valg af porteføljesammensætning gælder det om at komme så tæt på denne rand som muligt. Hvis den aktuelle portefølje ligger over randen, er det muligt at reducere de forventede omkostninger med en anden valutasammensætning men ved uændret risiko. Det er ikke muligt at komme under den efficiente rand. I figuren ligger FRF under randen, men da EMS-valutaerne som nævnt styres som én blok, vil det ikke være muligt at opnå en sammensætning af risiko og omkostninger for hele porteføljen svarende til dette. En detaljeret gennemgang af porteføljemodellen er givet i kapitel 7 i *Statens låntagning og gæld 1993*.

Figur 2.8.1. Den efficiente rand.



Neutralfordelingen var uændret gennem hele 1994. Den var fastsat ud fra en forventning om en stigning i USD. Baggrunden var en forventning om stærk vækst og stigende renter i USA. Desuden var risikoen for JPY subjektivt forøget i forhold til den estimerede.

Tabel 2.8.1. viser de neutralfordelinger, der har været gældende siden 1992. Set over hele perioden er der sket en bevægelse i retning af gradvis større nettoaktivandel i USD, mindre nettopassivandel i CHF og større nettopassivandele i JPY og EMS. Som det fremgår af figur 2.8.1., kan man ved netto at låne en stor del i EMS-valutaer opnå den laveste ri-

siko. Neutralfordelingen, der blev fastlagt pr. 1. januar 1994, er fortsat gældende.

Tabel 2.8.1. Neutralfordelingen siden 1992.

Pct.	USD	JPY	GBP	CHF	EMS	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 placeringer (nettoaktiver).

2.9. Omkostningsudviklingen for nettogælden

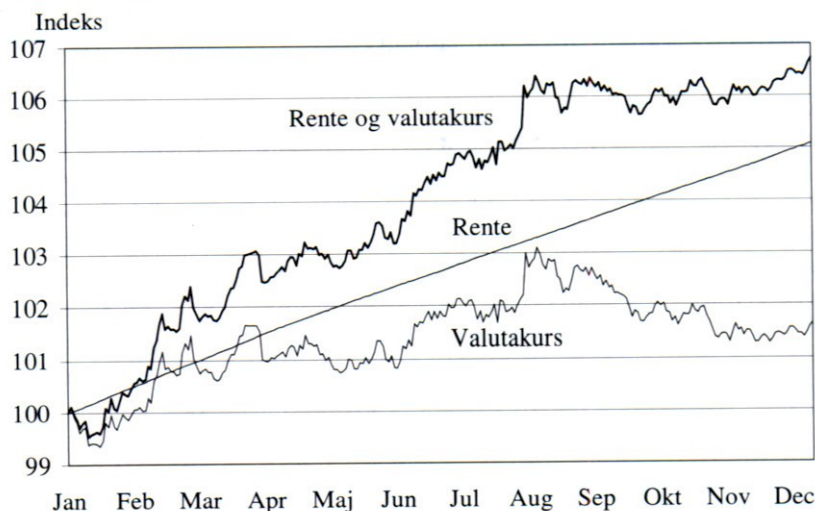
Neutralfordelingen

Omkostningsudviklingen for valutaforordelingen kan opdeles i bidrag fra neutralfordelingen og afvigelser fra neutralfordelingen. Under normale forhold kan Nationalbanken afvige fra neutralfordelingen med op til +/- 5 procentpoint. I forbindelse med interventioner suspenderes styringen efter neutralfordelingen. Da bidraget fra afvigelser fra neutralfordelingen er begrænsede, vil fastsættelsen af neutralfordelingen være den væsentligste faktor i omkostningsudviklingen.

Omkostningerne for neutralfordelingen kan opdeles i et rentebidrag og et valutakursbidrag, jf. figur 2.9.1. Rentebidraget måles i analysen i det følgende ud fra 3 mdr. eurorenter, der indgår som en risikofri rente, mens valutabidraget måles ud fra valutakursudviklingen over for danske kroner. Det samlede omkostningsindeks beregnes ved at vægte omkostningerne i hver valuta med valutaens andel af nettogælden. Omkostningsindekset beregnes derefter ved at sammenkæde de daglige omkostninger.

De samlede omkostninger for neutralfordelingen var knap 7 pct. i 1994. Omkostningerne steg jævnt fra årets begyndelse til august, hvorefter de har været relativt konstante. Årsagen til den flade udvikling i de samlede omkostninger er, at der siden august har været et positivt bidrag fra valutakursudviklingen. De samlede omkostninger, der kan henføres til valutakursudviklingen, kan opgøres til godt 1,5 pct. for året som helhed.

Figur 2.9.1. Omkostninger for neutralfordelingen i 1994.



Performance

Målsætningen for Nationalbanken i styringen af nettovalutafordelingen er at opnå lavere omkostninger end neutralfordelingen og dermed slå benchmarket. Forskellen mellem omkostningerne på neutralfordelingen og den faktiske valutaafdeling er et udtryk for den performance, Nationalbankens nettostyring har resulteret i. I 1994 har nettostyringen resulteret i et tab (negativ performance), der kan opgøres til 50 basispoint.

Udviklingen i performance gennem året har fulgt udviklingen i de samlede omkostninger. De klart største bidragydere til den negative performance gennem 1994 har været USD og DEM. Omkostningsudviklingen siden august har stort set været flad. Dette hænger sammen med, at den faktiske fordeling en stor del af tiden har ligget tæt på neutralfordelingerne i de enkelte valutaer. Den dårlige performance afspejler, at andelen af USD-aktiver og EMS-passiver i den faktiske nettoportefølje har været større end i neutralfordelingen i forventning om stigende USD.

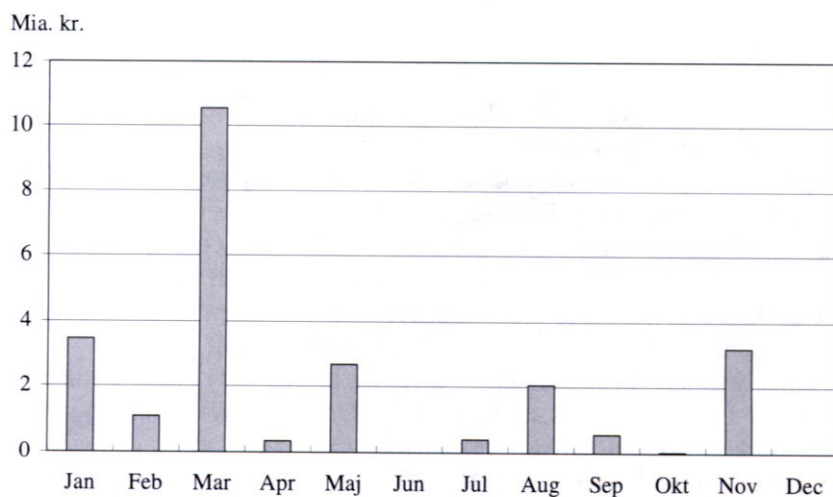
2.10. Udsigter for 1995

I løbet af 1995 forfalder der afdrag for i alt 24 mia.kr., jf. figur 2.10.1. Efter den aftalte norm vil der ske fuld refinansiering. Der vil endvidere være mulighed for at gennemføre låntagning på godt 4 mia.kr., svarende

til afdragsbetalinger i 1994, som ikke var refinansieret inden udgangen af året. Det forekommer i januar 1995 ikke sandsynligt, at hensynet til, at statens løbende konto i Nationalbanken altid skal vise en positiv saldo, giver plads til en egentlig nedbringelse af den udenlandske statsgæld. Bruttolåntagningen kan blive noget større, i det omfang der viser sig muligheder for omlægning af ældre lån (førtidsindfrielse) til nye lån på mere fordelagtige vilkår.

Lånebehovet vil blive dækket ved udstedelser under CP-programmerne og ved anden låntagning. Denne anden låntagning vil sandsynligvis blive spredt over hele året og ikke ske samtidig med afdragene, der forfalder tidligt på året. Træk på CP-programmet kan anvendes som midlertidig finansiering af afdragsbetalinger, indtil der kan ske refinansiering ved udnyttelse af fordelagtige lånetilbud. I det omfang der ikke på denne måde finder en tilstrækkelig refinansiering sted, kan det på et senere tidspunkt af året komme på tale at optage almindelige markedslån.

Figur 2.10.1. Månedsfordeling af afdragsbetalinger på udenlandsk statsgæld 1995.



Kapitel 3.

Statens gæld

3.1. Statsgælden

Statens nettogæld var ultimo 1994 på 544 mia.kr. eller 58 pct. af bruttonationalproduktet (BNP), jf. tabel 3.1.1. Dette er en stigning på 45 mia.kr., stort set svarende til statens nettokasseunderskud i 1994.

Tabel 3.1.1. Bevægelser i statsgælden 1991-1995.

Mia.kr.	1991	1992	1993	1994	1995
<i>Nettolåntagning¹⁾</i>					
Indenlandsk nettolåntagning	49,8	39,1	46,6	45,5	43,5
Udenlandsk nettolåntagning	-27,1	11,2	56,7	-31,1	-0,6
Træk på Nationalbanken	33,6	-19,4	-57,9	32,4	-0,6
Statslig nettolåntagning	56,2	30,8	45,3	46,8	42,2
<i>Kurstab mv.</i>					
Indenlandske emissionskurstab ...	6,0	10,5	4,1	10,3	7,5
Udenlandske emissionskurstab ...	0,2	0,3	1,2	0,2	0,6
Valutakursregulering (- = gevinst)	0,3	0,5	2,9	-3,6	0,0
Kursregulering i alt	6,5	11,3	8,2	6,9	8,1
<i>Nominel statsgæld²⁾</i>					
Indenlandsk gæld	462,4	511,5	562,2	617,8	668,8
Udenlandsk gæld	91,0	103,5	164,3	129,8	129,8
Nettogæld til Nationalbanken	-11,6	-30,9	-88,8	-56,9	-57,5
I alt	541,7	584,0	637,6	690,7	741,1
Den Sociale Pensionsfond, nominel værdi af beholdning	125,7	132,2	138,4	146,8	150,0
Statsgæld inkl. DSP	416,0	451,9	499,3	543,8	591,1
Statsgæld i pct. af BNP	50,2	53,1	57,2	57,7	59,2

Note: Til og med 1993 er regnskabstal, 1994 er skøn, og 1995 er beregnet på grundlag af finansloven for 1995 og de anførte skøn for 1994.

¹⁾ Kursværdi.

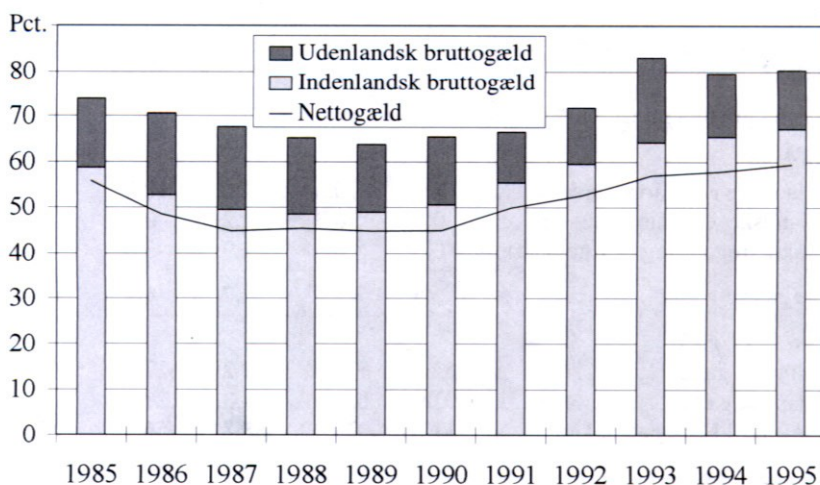
²⁾ Ultimo.

Nettogælden er her opgjort som statens samlede bruttogæld ultimo 1994 fratrullet statens indestående i Nationalbanken og den nominelle værdi af Den Sociale Pensionsfonds obligationsbeholdning.

Bruttogælden var ultimo 1994 på 748 mia.kr., hvoraf den indenlandske statsgæld udgjorde 618 mia.kr. og den udenlandske statsgæld 130 mia.kr. Det fremgår af tabel 3.1.1., at den udenlandske bruttogæld er nedbragt med over 34 mia.kr. i 1994, hvoraf afdrag udgjorde 31 mia.kr., og resten skyldtes valutakursregulering. Afdrag på statens udenlandske gæld finansieres ved træk på statens konto i Nationalbanken og påvirker derfor ikke nettogældens størrelse. Statens udenlandske låntagning anvendes udelukkende til opbygning af valutareserven, og afdragene på den udenlandske statsgæld skal ses på baggrund af, at valutaforholdene i 1994 var roligere end de to foregående år, og at valutareserven ved begyndelsen af året var så betydelig, at en vis nedgang var acceptabel.

Udviklingen i statens netto- og bruttogæld i pct. af BNP er vist i figur 3.1.1. Statsgælden i pct. af BNP har været stigende siden 1990.

Figur 3.1.1. Statens netto- og bruttogæld ultimo året. Pct. af BNP.



Note: Til og med 1993 er regnskabstal. 1994 og 1995 er skøn, jf. tabel 3.1.1.

3.2. Statens renteudgifter

Statens renteudgifter består af renter og fordelte emissionskurstab på den indenlandske og den udenlandske statsgæld.

For den indenlandske statsgæld består renteudgifterne af de løbende renteudgifter fratrullet indtægter i form af vedhængende renter, idet købere af statspapirer betaler forholdsmæssig rente siden sidste termin til staten mod til gengæld at få hele kuponrenten ved førstkommande termin. Købes statspapirer mindre end 30 dage før terminsdatoen, modtager køber ingen kupon på terminsdagen, men kompenseres i stedet for rentedagene til næste termin. Dette er sædvanlig afregningspraksis ved obligationshandel. Afregningsprincippet og det forhold, at kupondatoerne for de enkelte lån ligger på forskellige tidspunkter, medfører betydelige forskydninger af de bogførte renteudgifter på statsgælden i de enkelte år, afhængigt af hvilke statspapirer der udstedes. Udstedes der således et statspapir med en termin meget tidligt på året, vil størstedelen af de modtagne vedhængende renter blive bogført på statsregnskabet som en renteindtægt i et andet regnskabsår end det år, kuponrenterne af salget udgiftsføres, og låntagningen i det ny lån vil i dette tilfælde typisk medføre en nettorenteindtægt til staten i åbningsåret.

Emissionskurstab er forskellen mellem emissionskurs og den nominelle værdi af de udstedte statspapirer og bogføres som en renteudgift på statsbudgettet samtidig med, at afdragene på lånene forfalder (under betegnelsen fordelte emissionskurstab). Som regel er der tale om emissionskurstab, fordi statspapirerne udstedes til en kurs under pari. Gennem store dele af 1993 var der dog tale om emissionskursgevinster som følge af det bratte rentefald, der betød, at der i en stor del af året blev udstedt i serier, hvis kupon var højere end den effektive rente.

Tabel 3.2.1. Renteudgifter af statsgælden 1991-1995.

Mia.kr.	1991	1992	1993	1994	1995
<i>Indenlandsk gæld</i>					
Renter	39,3	37,2	43,8	45,3	45,9
Fordelte emissionskurstab	7,9	8,6	10,2	7,6	4,9
<i>Udenlandsk gæld</i>					
Renter	8,3	6,9	6,6	8,5	7,8
Fordelte emissionskurstab	0,5	0,5	1,4	0,6	0,6
<i>Statens løbende konto i</i>					
Danmarks Nationalbank	-1,1	-0,6	-4,1	-2,0	-1,5
Den Sociale Pensionsfond	-13,5	-14,3	-14,3	-19,6	-13,5
I alt	41,4	38,3	43,5	40,5	44,1

Note: Til og med 1993 er regnskabstal, 1994 er skøn, og 1995 er finansloven for 1995.

I tabel 3.2.1. er opgjort nettorenteudgifterne af statens gæld svarende til opgørelsen af statens nettogæld i tabel 3.1.1., dvs. statens renteudgifter fratrasket renteindtægterne på statens indestående i Nationalbanken og renteindtægter og kursgevinster på obligationsbeholdningen i Den Sociale Pensionsfond. De direkte renteudgifter på den indenlandske statsgæld har været stigende i de senere år, hvorimod der har været forholdsvis store variationer i de fordelte emissionskurstab og også i indtægterne fra Den Sociale Pensionsfonds obligationsbeholdning. Det forventede fald i statens renteudgifter på den udenlandske gæld i 1995 er en konsekvens af de store afdrag i 1994. I opgørelsen for Den Sociale Pensionsfond indgår både renteindtægter og realiserede kursgevinster, hvoraf hovedparten anvendes til køb af værdipapirer. Den Sociale Pensionsfond havde i 1994 ekstraordinært store realiserede kursgevinster på knap 5 mia.kr. som følge af konverteringsbølgen, hvilket er årsagen til, at de totale renteudgifter i tabel 3.2.1. viser et fald fra 1993 til 1994.

Periodisering af statens renteudgifter

Principperne for bogføring af statens renteudgifter på statsregnskabet betyder, at der på kort sigt er en relativt løs sammenhæng mellem udviklingen i statens renteudgifter og statsgælden, og at bevægelser i renten først med en vis tidsforsinkelse slår fuldt igennem på statens nylåntagning.

I tabel 3.2.2. er vist en alternativ opgørelse af statens renteudgifter og emissionskurstab, hvor der er foretaget en periodisering af renter og emissionskurstab for den indenlandske statsgæld.

Periodiseringen af emissionskurstabilene er sket lineært i forhold til udeståendet i de enkelte lån i løbet af året. En sådan periodisering betyder specielt store afvigelser i forhold til de bogførte fordelte emissionskurstab i de år, hvor der forfalder stående lån. Dette skyldes, at ved stående lån bogføres hele emissionskurstabet som fordelte emissionskurstab i det år, lånet afdrages (hvilket også gælder for skatkammerbeviser). For serielån sker derimod en løbende bogføring af fordelte emissionskurstab i samme takt, som lånet afdrages, og dermed en mere jævn fordeling på statsregnskabet af emissionskurstabilene.

Periodisering af renteudgifterne betyder ligeledes væsentlige ændringer i forhold til de på statsregnskabet bogførte renteudgifter. Ved periodiseringen af renteudgifterne i tabel 3.2.2. er der set bort fra vedhængende renter, og renterne af den nominelle låntagning er fordelt proportionalt i forhold til, hvornår på året udstedelsen er sket (set over hele lånets løbetid er der naturligvis tale om samme bogførte nettorenteudgift). Er der således udstedt et beløb den 1. december, er der bogført en periodiseret renteudgift på 1/12 af renten i det pågældende år.

Tabel 3.2.2. Periodiserede renteudgifter på den indenlandske statsgæld 1992-1994.

Mia.kr.	1992	1993	1994
<i>Renter</i>			
Ifølge statsregnskab	37,2	43,8	45,3
Periodiserede	40,7	42,8	43,7
Merudgift ifølge statsregnskabet	-3,5	1,0	1,6
<i>Emissionskurstab vedr. obligationer og gældsbeviser</i>			
Ifølge statsregnskab	4,0	4,8	3,5
Periodiserede	4,2	3,6	3,7
Merudgift ifølge statsregnskabet	-0,2	1,2	-0,2
<i>Emissionskurstab vedr. skatkammerbeviser</i>			
Ifølge statsregnskab	4,6	5,4	4,1
Periodiserede	5,8	4,9	3,2
Merudgift ifølge statsregnskabet	-1,2	0,5	0,9
Total merudgift ifølge statsregnskabet	-4,8	2,6	2,2

Note: 1994 er skøn.

Ved sammenligning af de bogførte renteudgifter på statsregnskabet og de periodiserede renteudgifter fremgår det, at såvel de periodiserede direkte renteudgifter som emissionskurstabene udviser en mere jævn udvikling end de tilsvarende udgifter ifølge statsregnskabet. De periodiserede emissionskurstab er opdelt i obligationer og gældsbeviser samt skatkammerbeviser. Skatkammerbeviser er nul kuponpapirer, hvor hele forrentningen sker i form af kursgevinst (kurstab for staten). For obligationer og gældsbeviser er forskellen forholdsvis lille i 1992 og 1994, mens den var større i 1993. Dette skyldes hovedsagelig, at der i 1993 forfaldt et stående lån, der blev udstedt med forholdsvis store kurstab. For skatkammerbeviser er der generelt tale om større forskelle, hvilket i høj grad afspejler de store udsving i de korte renter under valutauroen i 1992-93.

3.3. Opgørelse af den offentlige gæld

Den Europæiske Union indførte i Maastricht-traktaten, artikel 104C, nogle retningslinjer for de offentlige budgetter i de medlemslande, der deltager i Den Økonomiske og Monetære Unions 2. fase (påbegyndt den

1. januar 1994). Medlemslandene skal således tilstræbe at undgå uforholdsmæssigt store underskud på de offentlige budgetter. Den offentlige sektors budgetunderskud og bruttogæld, begge målt i pct. af BNP, bruges som kriterier i vurderingen af, om retningslinjerne overholdes. De tærskelværdier, der vurderes ud fra, er fastsat i en protokol til Maastricht-traktaten. For det offentlige budgetunderskud er tærskelværdien på 3 pct. af BNP, og for den offentlige sektors gæld er tærskelværdien på 60 pct. af BNP.

Medlemslandene skal to gange årligt til Kommissionen, den 1. marts og den 1. september, indrapportere data for det offentlige underskud og den offentlige gæld. Hvis det efter en nærmere undersøgelse vurderes, at underskuddet eller den offentlige sektors gæld er uforholdsmæssigt stort, kan Rådet for Den Europæiske Union¹⁾ henstille til medlemslandene om at rette op på situationen. Hvis henstillingen ikke følges, kan den offentliggøres.

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

Opgørelsen af den offentlige gæld med henblik på en meningsfyldt sammenligning mellem de enkelte medlemslande er dog langt fra problemløs, bl.a. fordi de enkelte medlemslande har valgt at opbygge deres offentlige sektor på forskellig vis, og siden færdiggørelsen af Traktaten har der fundet et omfattende arbejde sted, der har haft til formål at præcisere den på dette område kortfattede traktattekst. Præciseringerne er sket i form af en forordning, som er ledsaget af en række erklæringer. Formålet er at fremhæve særlige institutionelle forhold. I erklæringerne er det bl.a. anført, at den del af den offentlige gæld, der udgøres af finansiering af offentlige virksomheder, skal anføres særskilt.

Fra dansk side har der været lagt vægt på, at det skulle være muligt at fratrække visse let omsættelige finansielle aktiver i gældsopgørelsen. Dette drejer sig om statens indestående i Nationalbanken og Den Sociale Pensionsfonds beholdning af realkreditobligationer mv. (Den Sociale Pensionsfonds beholdning af statspapirer er fratrasket under udligningen af den offentlige sektors fordringer på sig selv, jf. ovenfor). Det er således indskrevet i erklæringerne, at disse punkter skal specificeres for Danmark ved præsentationen af den offentlige gæld.

¹⁾ Rådet for Den Europæiske Union er en samlet betegnelse for de forskellige ministerråd i Den Europæiske Union, og består af medlemslandenes ministre på forskellige sagsområder, fx Rådet for økonomi- og finansministre (ECOFIN).

Gældsopgørelsen fra den seneste rapportering til Kommissionen fandt sted ultimo august 1994, og gældstallene for perioden 1991-1993 fremgår af tabel 3.3.1. Den offentlige sektors konsoliderede bruttogæld ultimo 1994 blev skønnet til 733 mia.kr., svarende til 78 pct. af BNP. Den konsoliderede bruttogæld fratrasket korrektionsposter blev skønnet til 505 mia.kr. ultimo 1994, svarende til 54 pct. af BNP.

Tabel 3.3.1. Den offentlige sektors gæld 1991-1993.

Mia.kr.	1991	1992	1993
<i>Konsolideret bruttogæld</i>			
Den statslige sektor	531	585	698
De sociale kasser og fonde	0	0	0
Den kommunale sektor	40	40	53
I alt	572	626	751
Handelskreditter	-37	-38	-51
Den offentlige sektors konsoliderede bruttogæld	535	588	701
Pct. af BNP	65	69	80
<i>Korrektionsposter</i>			
Gæld i offentlige virksomheder	-58	-60	-64
Statens tilgodehavende i Nationalbanken	-12	-31	-89
DSP's beholdning af andre værdipapirer end statspapirer	-87	-89	-93
Korrektionsposter i alt	-157	-180	-246
Den offentlige sektors konsoliderede bruttogæld fratrasket korrektionsposter	378	408	455
Pct. af BNP	46	48	52

Note: Skøn fra Økonomiministeriet ultimo august 1994.

Kapitel 4.

30-årige statsobligationer

4.1. Indledning

Staten begyndte i april 1994 udstedelsen af 30-årige statsobligationer, 7 pct. stående lån 2024, med termin den 10. november. Ikke siden de 20-årige serielån, der blev udstedt i perioden frem til 1985, har staten solgt obligationer med en løbetid væsentligt over 10 år.

Åbningen af en serie 30-årige statsobligationer skal ses i lyset af ønsket om at forøge varigheden af den indenlandske statsgæld. Samtidig har det også spillet ind, at renteniveauet generelt var lavt sammenlignet med tidligere år.

I en række andre lande indgår lange stående lån som en vigtig del af statsgældsprogrammet. I USA har 30-årige statsobligationer i mange år været toneangivende på obligationsmarkedet. I Frankrig findes både 15-, 20- og 30-årige statsobligationer. Tyskland har 20- og 30-årige statsobligationer, Holland 15- og 30-årige statsobligationer, Belgien 15- og 20-årige statsobligationer, mens Sverige har 15-årige statsobligationer. Omsætningen i lange statsobligationer er i disse lande betydelig, om end dog signifikant lavere end omsætningen i fx 10-årige statsobligationer.

Ud over et skatkammerbevis- og et statsgældsbevisprogram består låneviften i det danske statsgældsprogram af 5- og 10-årige statsobligationer, som opbygges til såkaldte toneangivende obligationer, jf. kapitel 1. Denne udstedelsespolitik har været en vigtig brik i skabelsen af et vel-fungerende marked i de forskellige segmenter og har dermed bidraget til opnåelse af en vis likviditetspræmie i forbindelse med udstedelsen. Det kan ikke forventes, at opbygningen af en 30-årig statsobligationsserie vil ske i samme tempo som for de øvrige statspapirer i låneviften.

4.2. Salg på åbningsdagen

Meddelelsen om åbning af en ny 30-årig statsobligation den 6. april 1994 blev udsendt den 23. marts. Det blev i meddelelsen anført, at den nye serie skulle være et supplement til de øvrige papirer i låneviften.

Åbningen af 7 pct. stående lån 2024 skete efter den i januar 1994 indførte praksis for åbning af nye statslån. En nærmere beskrivelse af

proceduren er indeholdt i kapitel 8. Der var naturligt en del usikkerhed om efterspørgslen, idet der som nævnt var tale om et helt nyt produkt.

Den meget lange løbetid på det nye papir betød, at det lå uden for den eksisterende rentekurve for danske statsobligationer. Det var derfor ikke på baggrund af den danske rentestruktur muligt at vurdere, hvilken rente der burde ligge til grund for fastlæggelse af åbningskursen. Kursen måtte fastsættes ud fra spændet mellem 10- og 30-årige statsobligationer i andre lande. Oplysninger fra Tyskland tydede på, at spændet burde være ca. 60 basispoint, mens markederne i Frankrig og Holland viste et lidt mindre henholdsvis lidt større spænd end i Tyskland. På et papir med høj varighed og dermed stor rentefølsomhed har selv få basispoint imidlertid en stor effekt på prisen.

På åbningsdagen kl. 9.00 udsendtes en meddelelse via Fondsbørsen om, at der kl. 11.00 ville blive udbudt 1 mia.kr. i matchsystemet på Københavns Fondsbørs til en kurs fastsat af Nationalbanken umiddelbart inden åbningen, samt at der maksimalt ville blive solgt for 3 mia.kr. den første dag.

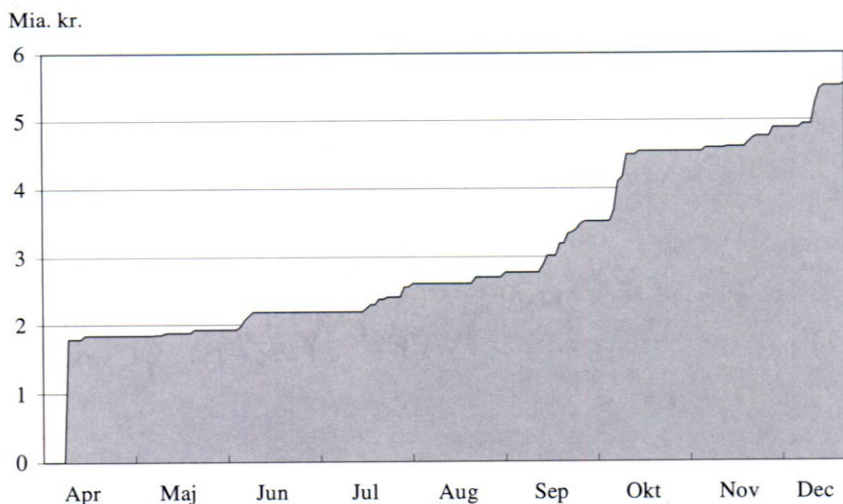
På baggrund af sonderinger i markedet samt de ovennævnte overvejelser om rentestrukturen i Tyskland, Frankrig og Holland valgtes et spænd til 8 pct. stående lån 2003 på 60 basispoint, svarende til en åbningskurs på det nye papir på 96,25.

Det initiale beløb på 1 mia.kr. blev solgt på mindre end ét minut. Dernæst blev der udbudt yderligere 500 mill.kr. til samme kurs. Disse var også afsat i løbet af kort tid. Derefter blev der udbudt 500 mill.kr. til kurs 96,35. Af disse blev de 280 mill.kr. solgt inden for få minutter. Samtidig hermed skete der en generel stigning i renteniveauet i både Tyskland og Danmark, hvilket betød, at den indlagte udbudspris på 7 pct. stående lån 2024 ikke mere var interessant for investorerne. Herefter blev salget på åbningsdagen indstillet.

4.3. Erfaringer med de 30-årige statsobligationer

Den samlede emission i 1994 i 7 pct. stående lån 2024 har kun været 5,5 mia.kr. (nominelt). En betragtelig del blev solgt på selve åbningsdagen (1,8 mia.kr.). I den efterfølgende periode med generelle rentestigninger, jf. kapitel 1, var afsætningsforholdene for statspapirer ikke gunstige. Der blev derfor holdt igen med salget af de 30-årige statsobligationer. Salget lå stort set stille frem til august. Siden har udstedelsen været forholdsvis regelmæssig, men beløbene har været forholdsvis små. Figur 4.3.1. viser, hvorledes udeståendet i 7 pct. stående lån 2024 er opbygget i løbet af 1994.

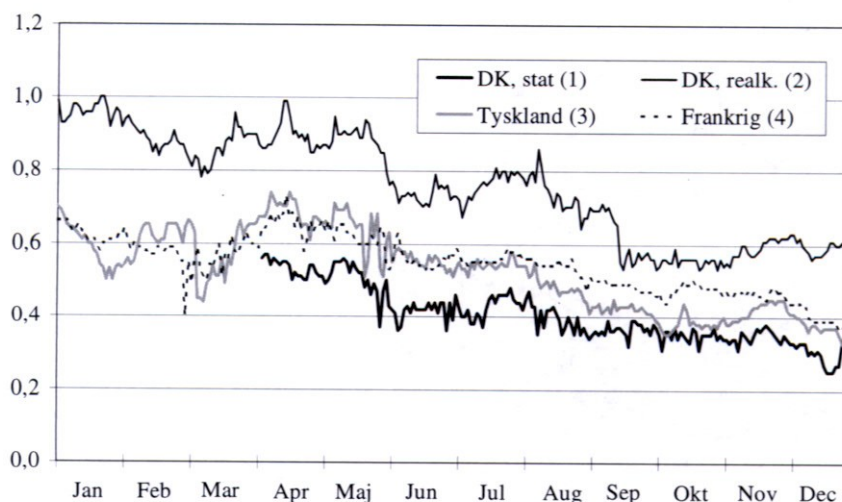
Figur 4.3.1. Udestående i 7 pct. stående lån 2024.



Tilbageholdenhed med udbuddet af de 30-årige statsobligationer har formentlig medvirket til, at rentespændet mellem 30- og 10-årige statsobligationer er blevet indsnævret. Dette understreges af, at spændet mellem 30- og 10-årige statsobligationer i Danmark siden åbningen af 7 pct. stående lån 2024 har været 10-20 basispoint lavere end det tilsvarende spænd i Frankrig og Tyskland, jf. figur 4.3.2. Siden forøgelsen af udstedelsesaktiviteten i oktober er denne forskel mindsket.

En anden årsag til indsnævring af spændet mellem 30- og 10-årige danske statsobligationer kan muligvis findes i, at der har været en vis afsmitning på de 30-årige statsobligationer fra lange realkreditobligationer. Rentespændet mellem 30-årige realkreditobligationer og 10-årige statsobligationer er indsnævret betydeligt siden foråret 1994, jf. figur 4.3.2. Det skyldes bl.a., at udbuddet af realkreditobligationer er faldet. En anden årsag er, at renteniveauet generelt er steget. Hermed falder sandsynligheden for konvertering, hvorved den såkaldte konverteringspræmie, der forklarer en stor del af renteforskellen mellem realkredit- og statsobligationer, mindskes.

Figur 4.3.2. Rentespænd mellem 30-årige stats- og realkreditobligationer og 10-årige statsobligationer. Procentpoint.



- 1) Rente på dansk 30-årig statsobligation minus rente på dansk 10-årig statsobligation.
- 2) Rente på dansk 30-årig realkreditobligation minus rente på dansk 10-årig statsobl.
- 3) Rente på tysk 30-årig statsobligation minus rente på tysk 10-årig statsobligation.
- 4) Rente på fransk 30-årig statsobligation minus rente på fransk 10-årig statsobligation.

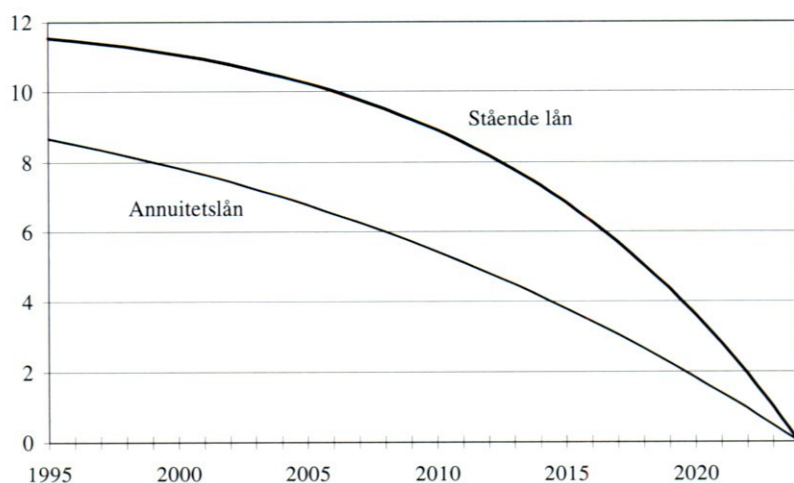
4.4. Karakteristika ved de 30-årige statsobligationer

Tanken om åbning af et papir med en løbetid på mere end 10 år blev allerede beskrevet i *Statens låntagning og gæld 1993*. I forbindelse med åbningen af 7 pct. stående lån 2024 var der kommentarer om, at salg af 30-årige statsobligationer kunne påvirke prisdannelsen på 30-årige realkreditobligationer med udløb i 2026 og derved lægge en dæmper på konverteringsprocessen.

En 30-årig statsobligation er imidlertid varighedsmæssigt meget forskellig fra en 30-årig realkreditobligation. Således var varigheden pr. 7. april 1994 på 7 pct. stående lån 2024 på 12,68 år, mens varigheden på den ved konverteringerne typisk anvendte 30-årige realkreditobligation (6 pct. 2026) var 10,14 år ifølge kurslisten fra Københavns Fondsbørs. Dette var varighedsmæssigt nærmere den 10-årige statsobligation i låneviften. Hertil kommer, at realkreditobligationer er konverterbare. Den optionsjusterede varighed, der tager højde for konverteringssandsynligheden, er således lavere end den varighed, der beregnes af Københavns Fondsbørs.

Forskellen i varighed beror på, at statsobligationer i låneviften er stående lån og derfor har den største del af betalingerne sidst i lånets løbetid. Realkreditobligationer, som typisk er annuitetslån, har samme ydelse (renter og udtrækninger) hvert år i lånets løbetid. I figur 4.4.1. er vist forløbet over tid for varigheden på 7 pct. stående lån 2024, under antagelse om en effektiv rente på 9 pct., sammenlignet med varigheden på et fiktivt annuitetslån med samme antal terminer, kupon, restløbetid og effektiv rente.

Figur 4.4.1. Varighed over tid for annuitets- og stående lån med udløb i 2024. År.

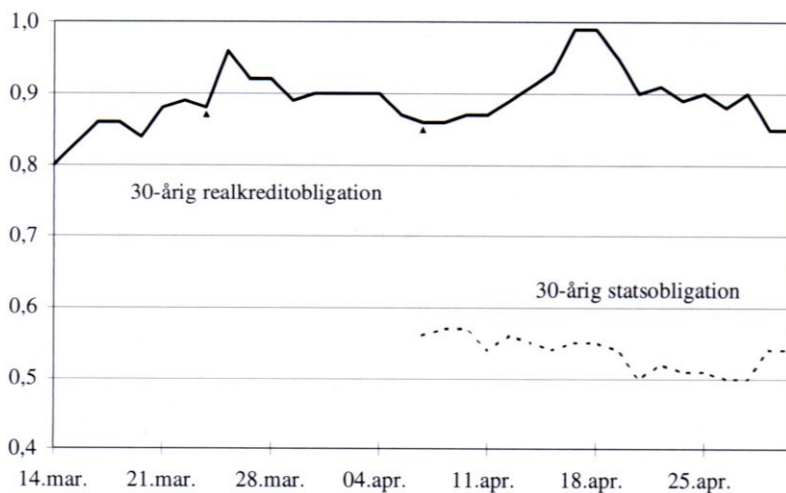


Af figur 4.4.1. fremgår det, at varigheden ikke stiger proportionalt med restløbetiden. Det skyldes, at nutidsværdien af sene betalinger på grund af diskontering er mindre end nutidsværdien af betalinger, der ligger tidligt i lånets løbetid. Det fremgår desuden, at stående lån har en betydeligt højere varighed end tilsvarende annuitetslån.

I figur 4.4.2. er vist merrenten for henholdsvis 6 pct. realkredit 2026 og 7 pct. stående lån 2024 i forhold til 8 pct. stående lån 2003. Af denne figur fremgår det, at meddelelsen helt umiddelbart havde en vis effekt på de 30-årige realkreditobligationer, hvilket afspejles i, at rentespændet mellem 6 pct. realkredit 2026 og 8 pct. stående lån 2003 steg efter offentliggørelsen. Af figuren ses desuden, at rentespændet forholdsvis hurtigt faldt tilbage til niveauet før meddelelsen, og at der ingen effekt var på åbningsdagen.

Man kan således konstatere, at åbningen af salget af de 30-årige statsobligationer næppe havde nogen nævneværdig indflydelse på prisdannelsen for 6 pct. realkredit 2026. Det samme gør sig gældende for den efterfølgende periode, hvor der blev holdt igen med udstedelse af 30-årige statsobligationer.

Figur 4.4.2. Renteforskel mellem 7 pct. stående lån 2024 henholdsvis 6 pct. realkredit 2026, og 10-årig statsobligation. Procentpoint.



Der er indsat markeringer dels ved datoen for annonceringen af åbningen af 7 pct. stående lån 2024 (23. marts), dels ved den dag emissionsaktiviteten påbegyndtes (6. april).

4.5. Sammenfatning

Udstedelsen af 30-årige statsobligationer har i 1994 været forholdsvis begrænset og noget mindre end planlagt. Efterfølgende kan man sige, at åbningen af en 30-årig statsobligation i april 1994 var udtryk for dårlig "timing". Omvendt er der i markedet forståelse for, at der er behov for en længere opbygningsperiode end for andre statsobligationer. Det er hensigten at fortsætte udstedelsen og forøge udeståendet i roligt tempo.

Kapitel 5.

Opkøb af indenlandske statspapirer før ordinær indfrielse

5.1. Indledning

Statens opkøb i 1994 af indenlandske statspapirer i kroner med udløb i 1995 beløb sig til nominelt 14,9 mia.kr. Opkøbet har fundet sted i forbindelse med det løbende salg af statspapirer og er således indgået som en fast del af gældsforvaltningen i 1994. I lyset af målsætningen om at forøge varigheden af den indenlandske statsgæld er opkøbet kompenseret med salg af lange statspapirer.

Staten opkøbte også statspapirer i 1992 og 1993. I disse år blev der opkøbt variabelt forrentede obligationer for i alt 22,0 mia.kr.

5.2. Opkøb af statspapirer med udløb i 1995

De ordinære afdrag på den indenlandske statsgæld udgjorde i 1994 knap 60 mia.kr., hvilket var i underkanten af et "normalt" årligt niveau. Da afdragene i 1995 forventedes at stige til omkring 115 mia.kr., blev det i december 1993 besluttet at fremrykke refinansieringen af en del af gælden med ordinært forfald i 1995. Dette skulle udmøntes ved opkøb af statspapirer med udløb i 1995.

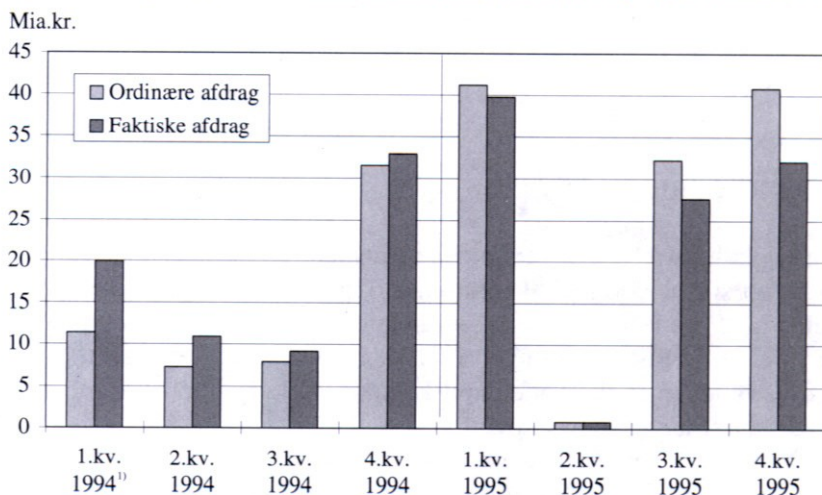
Under forudsætning af ordnede markedsforhold var det målsætningen at sigte mod et samlet opkøb i størrelsesordenen 20-40 mia.kr. i 1994. Fordelingen af opkøbet på de enkelte serier med udløb i 1995 blev ikke lagt fast på forhånd. Refinansieringen skulle ske samtidig med opkøbene, fortrinsvis i form af salg af 10-årige obligationer.

Opkøbene af variabelt forrentede lån i 1992 og 1993 blev gennemført med det hovedsigte at opnå en statsfinansiell gevinst.¹⁾ For opkøbet af

¹⁾ Det første opkøb af variabelt forrentede papirer fandt sted i form af en omvendt auktion den 9. marts 1992. Opkøbet er efter auktionen sket løbende i markedet og i et begrænset omfang. For en yderligere beskrivelse af den omvendte auktion henvises til kapitel 5 i *Statens låntagning og gæld 1991*.

1995-papirer var det derimod formålet at reducere refinansieringsbyrden i 1995.

Figur 5.2.1. Afdrag på den indenlandske statsgæld i 1994 og 1995. Nominel værdi.



¹⁾ Papirerne opkøbt i 1. kvartal 1994 blev formelt annulleret ultimo juni 1994.

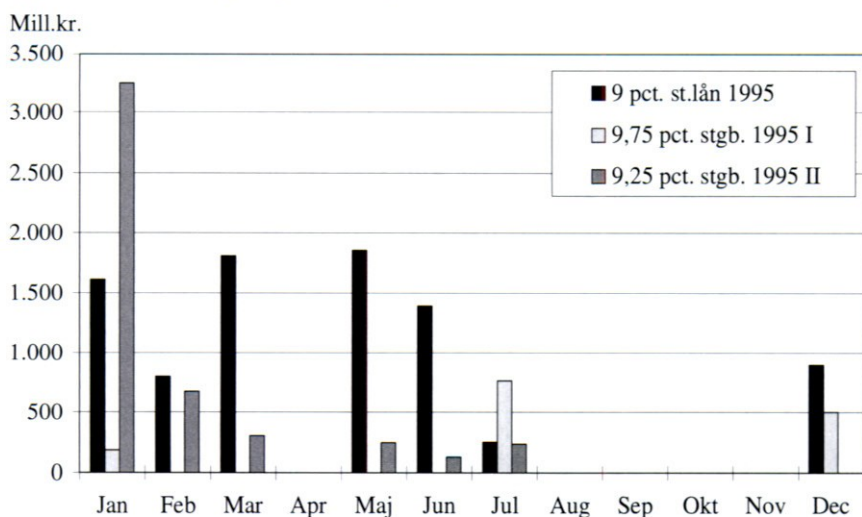
De ordinære afdrag i 1995, jf. figur 5.2.1., er primært fordelt på tre lån: 9 pct. stående lån 1995 og statsgældsbeviserne 9,75 pct. 1995 I og 9,25 pct. 1995 II.

Omfanget af opkøbet og fordelingen på papirerne har været meget varierende i 1994, jf. figur 5.2.2., hvor statens samlede nominelle opkøb pr. måned er fordelt på de tre statspapirer.

Hovedparten af opkøbene fandt sted i januar, marts og maj. Størstedelen af opkøbene, 8,6 mia.kr. eller 58 pct., vedrører 9 pct. stående lån 1995. Der er opkøbt for 4,8 mia.kr. af 9,25 pct. statsgældsbevis 1995 II, svarende til 32 pct. af det samlede køb. Endelig er der opkøbt for 1,4 mia.kr., knap 10 pct. af det samlede opkøb, af 9,75 pct. statsgældsbevis 1995 I. Fordelingen af opkøbet på de tre statspapirer er et udslag af papirernes indbyrdes kursforhold i opkøbsmånederne.

Forløbet af opkøbene skal ses i lyset af markedsforholdene. De ugunstige markeder i det meste af 1994 har betydet, at det i perioder har været forholdsvis vanskeligt at sælge statspapirer. Gennem en stor del af året var det således hensigtsmæssigt at undgå unødvendig bruttoudstedelse af obligationer. I disse perioder blev opkøbene standset.

Figur 5.2.2. Fordelingen af statens opkøb i 1994. Nominel værdi.



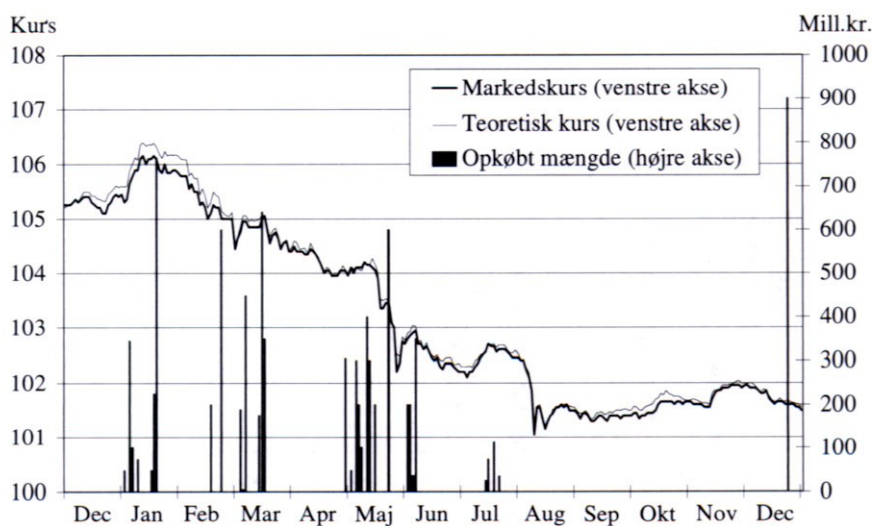
Samtlige opkøbte statspapirer i kroner er annulleret i 1994. Herved er statens samlede afdrag i 1995 som følge af opkøbene i 1994 blevet reduceret til 100,3 mia.kr. Afdragene fordeler sig nogenlunde ligeligt på 1., 3. og 4. kvartal, jf. figur 5.2.1.

5.3. Opkøbenes påvirkning af kursdannelsen

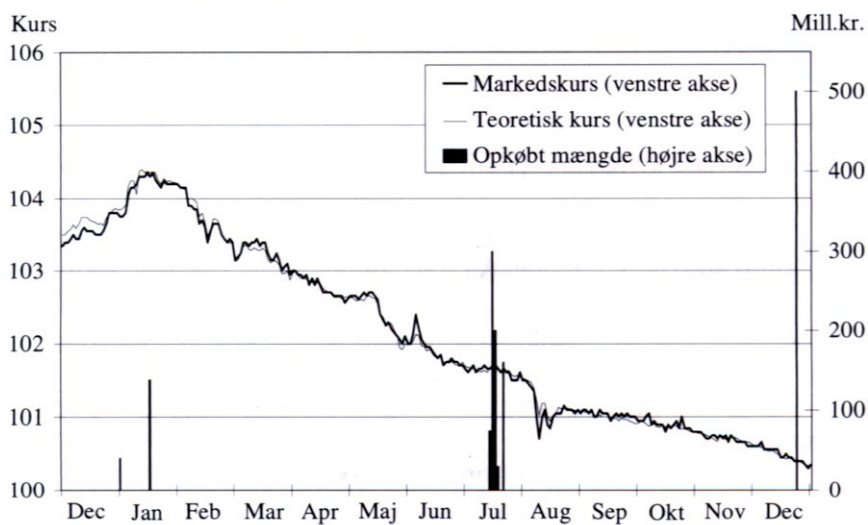
I figur 5.3.1., 5.3.2. og 5.3.3. illustreres udviklingen på daglig basis i de enkelte opkøbspapirers teoretiske kurs ifølge en nul kuponrentestruktur, markedskursen samt den opkøbte mængde.

Figurerne viser, at hovedparten af opkøbene er foretaget på tidspunkter, hvor markedskurserne har ligget under de teoretisk beregnede kurser. Dette er udtryk for, at papirerne i henhold til nul kuponrentestrukturen har været "undervurderet" på opkøbstidspunkterne. Som tidligere nævnt vedrører størstedelen af opkøbet 9 pct. stående lån 1995 og 9,25 pct. statsgældsbevis 1995 II, som begge har været svagt undervurderet gennem det meste af 1994. En generelt mindre gunstig kurs for statsgældsbevis 9,75 pct. 1995 I har betydet, at opkøb alene har fundet sted i januar, juli og december.

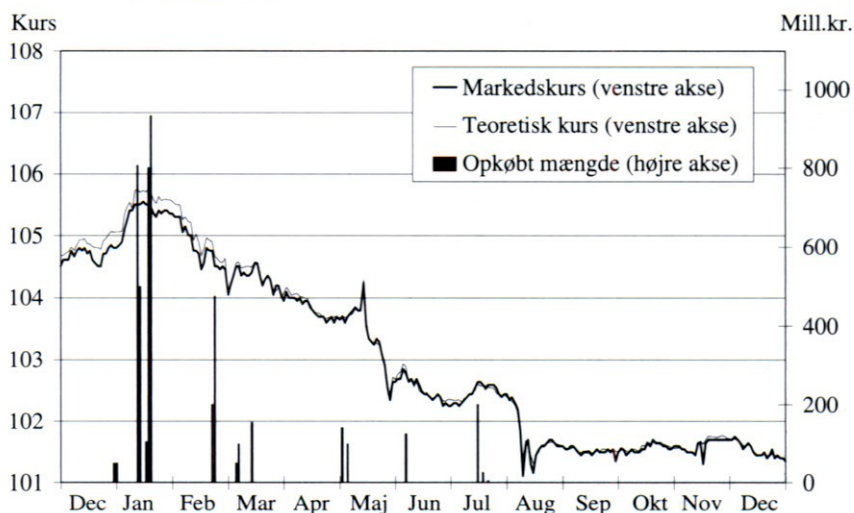
Figur 5.3.1. Kurser og opkøbte mængder for 9 pct. stående lån 1995.
Nominel værdi.



Figur 5.3.2. Kurser og opkøbte mængder for 9,75 pct. statsgældsbevis 1995 I.
Nominel værdi.



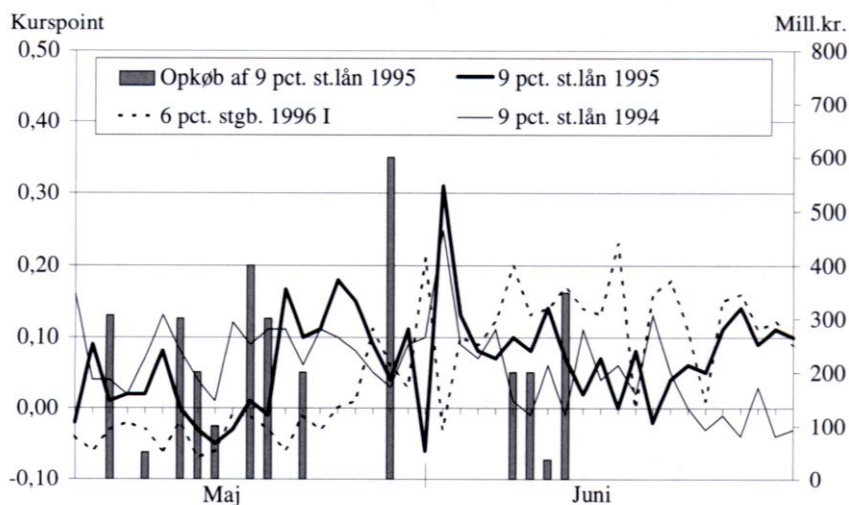
Figur 5.3.3. Kurser og opkøbte mængder for 9,25 pct. statsgældsbevis 1995 II.
Nominal værdi.



Opkøbet har været koncentreret i kortere perioder, og det er derfor blevet undersøgt, i hvilket omfang opkøbene har påvirket papirernes kursdannelse. Det er naturligvis vanskeligt at nå til en entydig vurdering af dette spørgsmål. I analysen betragtes bevægelser i nettonutidsværdien, dvs. undervurderingen i forhold til den teoretiske kurs, for opkøbspapirerne i de perioder, hvor opkøbet har været særlig stort. Dette sammenholdes med forløbet for andre statspapirer med nogenlunde samme restløbetid. Desuden er der inddraget ændringer i rentestrukturen i samme periode. På dette grundlag har det imidlertid ikke været muligt at konstatere nogen mærkbar indflydelse på papirernes kursdannelse som følge af opkøbene.

I figur 5.3.4. er som eksempel gengivet forløbet i nettonutidsværdien for 9 pct. stående lån 1995 i maj og juni, hvor et forholdsvis stort opkøb fandt sted. Alle tre kurver bevæger sig i samme niveau inden for et sædvanligt buds-/udbudsspread på 0,10 kurspoint og uden nogen tendens. Dette er en indikation på, at opkøbene ikke har påvirket nettonutidsværdien for 9 pct. stående lån 1995 i nogen nævneværdig grad sammenholdt med forløbet for to nærliggende papirer, henholdsvis 9 pct. stående lån 1994 med forfald 15. november 1994 og 6 pct. statsgældsbevis 1996 I med forfald 10. februar 1996, der ikke har været omfattet af opkøbsprogrammet.

Figur 5.3.4. Forløbet af nettonutidsværdien for 9 pct. st. lån 1995, 9 pct. st. lån 1994 og 6 pct. stgb. 1996 I samt opkøb til nominel værdi i maj og juni.



5.4. Konklusion

Statens opkøb og kompenserende salg af lange papirer i 1994 har reduceret den nødvendige udstedelse af statspapirer i 1995 med ca. 15 mia.kr. Opkøbet er dog kendetegnet ved at have fundet sted i et noget mindre omfang end planlagt. Det skyldes, at salgsvilkårene for lange statspapirer det meste af 1994 har været vanskelige.

Selv om de statslige opkøb har været koncentreret i kortere perioder, kan der ikke konstateres nogen mærkbar effekt på papirernes kursdannelse. Statens opkøb af statspapirer før ordinær indfrielse er således forløbet uden problemer.

Kapitel 6.

Strukturerede lån

6.1. Indledning

Udtrykket strukturerede lån er en samlebetegnelse for lån, hvor hovedstolen/kuponen afhænger af en formel (i nogle tilfælde gearet), hvori kan indgå for eksempel en swaprente, en valutakurs, et aktieindeks eller guldprisen. Desuden er der ofte tilknyttet elementer, som ellers forbindes med afledte instrumenter. Lignende strukturer kunne i princippet konstrueres af en investor ved for eksempel investering i en almindelig obligation og i forskellige afledte instrumenter. Lån med nul kupon, høj kupon (med høj udstedelseskurs) eller lav kupon (med lav udstedelseskurs) regnes normalt ikke for strukturerede lån.

Som nævnt i kapitel 2 benyttes statens udenlandske EMTN-program i vidt omfang til udstedelse af strukturerede obligationer, idet sådanne lån ofte er skræddersyede til enkelte investorer og derfor relativt små. Strukturerede udstedelser kan dog naturligvis også foretages uden for EMTN-programmet, med selvstændig dokumentation, og den danske stat har i tidens løb foretaget et antal af sådanne udstedelser (se fx *Statens låntagning og gæld 1986*, kapitel 5, og *Statens låntagning og gæld 1989*, kapitel 8). På grund af de praktiske lettelser, som EMTN-dokumentationen medfører, har staten i 1994 fået tilbudt langt flere attraktive lånetilbud af denne art. Beløbsstørrelserne har dog været beskedne. Staten indgår i alle tilfælde en swapaftale, gennem hvilken swapmodparten overtager statens betalingsforpligtelser på det strukturerede lån, og staten betaler fast eller Libor-baseret rente. Således er det kun det bagvedliggende arrangement som indeholder en struktur.

6.2. Statens strukturerede lån i 1994

Statens strukturerede udstedelser under EMTN-programmet kan i 1994 opdeles i tre typer: *corridor notes*, *geared notes* og *binary notes*. I tabel 6.2.1. er disse opsummeret.

Staten har i 1994 udstedt tre *corridor notes* (nr. 582, 585, 600). Disse var specielt i 1. halvår 1994 populære. For alle *corridor notes* gælder, at renten afhænger af, om en given parameter (fx en rentesats) holder sig

inden for et bestemt bånd. I box 6.5.1. er givet et eksempel på en corridor note, hvor investor ville have fået en CHF-rente, der var ca. 100 basispoint højere end markedsrenten, hvis USD-Libor havde holdt sig inden for det angivne bånd. Til gengæld får investor ingen rente, hvis USD-Libor bevæger sig uden for båndet. Maksimalt kunne investor tabe hele renten (og det har han næsten gjort).

Tabel 6.2.1. Strukturerede EMTN-udstedelser.

Låne-nr.	Udbuds-dato	Va-luta	Beløb mill.	Udløbs-år	Ledende bank/långiver	Effektiv rente i pct. p.a. efter swap	Udbetalt beløb i mill.kr.
<i>Corridor notes</i>							
582 ¹⁾	3.feb.	CHF	25	1995	Morgan Stanley	CHF-Libor-0,35	116
585 ¹⁾	18.feb.	USD	10	1995	Goldman Sachs	USD-Libor-0,35	67
600 ¹⁾	7.jun.	USD	30	1996	Goldman Sachs	USD-Libor-0,37	192
I alt corridor notes							376
<i>Geared notes</i>							
583	15.feb.	USD	5	1995 ²⁾	Morgan Stanley	USD-Libor-0,40	33
586 ¹⁾	22.feb.	JPY	10.000	1998	Banque Paribas	JPY-Libor-0,40	640
587 ¹⁾	10.mar.	USD	20	1997 ²⁾	Lehman Brothers	USD-Libor-0,40	133
589	16.mar.	ITL	21.000	1995 ²⁾	Banque Paribas	DEM-Libor-0,40	83
592	7.apr.	GBP	10	1995 ²⁾	Morgan Stanley	GBP-Libor-0,39	99
594	22.apr.	GBP	20	1995 ²⁾	UBS	DEM-Libor-0,375	196
596 ¹⁾	11.maj	DEM	15	1995	Salomon Brothers	DEM-Libor-0,40	59
I alt geared notes							1.243
<i>Binary notes</i>							
584 ¹⁾	15.feb.	DEM	15	1995	Goldman Sachs	DEM-Libor-0,35	59
590 ³⁾	18.mar.	DEM	10	1995 ⁵⁾	UBS	DEM-Libor-0,40	39
591	25.mar.	GBP	16	1996 ²⁾	Banque Paribas	DEM-Libor-0,40	156
601 ⁴⁾	7.jul.	AUD	25	1995 ²⁾	Daiwa Europe	USD-Libor-0,375	112
606	16.nov.	AUD	30	1995 ²⁾	Nikko Europe	USD-Libor-0,42	137
I alt binary notes							502
Total							2.120

¹⁾ Struktur på rentekupon.

²⁾ Struktur på tilbagebetalingsbeløb.

³⁾ Er tilbagekøbt pr. 16. maj 1994.

⁴⁾ Er tilbagebetalt pr. 21. oktober 1994.

⁵⁾ Udløbsdato er afhængig af variabel.

Staten har i 1994 udstedt syv *geared notes* (nr. 583, 586, 587, 589, 592, 594, 596). Alle blev udstedt i 1. halvår 1994. I box 6.5.2. er givet et eksempel på en *geared note*. Her er gearingen 5 gange (5,36 pct. minus 2-års-renten ved udløb). Jo lavere nævnte 2-års-rente er, jo mere vil investor tjene. Mange *geared notes* begrænser investors potentielle tab, ligesom eksponering over for flere forskellige parametre ofte indbygges i den samme struktur.

Staten har i 1994 udstedt fem *binary notes* (nr. 584, 590, 591, 601, 606). Udstedelserne var tidsmæssigt spredt over hele året. For *binary notes* gælder, at afkastet kan have et særdeles begrænset antal værdier - typisk kun to (deraf betegnelsen *binary notes*). Ofte er der tilknyttet call optioner og/eller put optioner. Det potentielle tab ved investering i *binary notes* er begrænset af den laveste værdi. *Binary notes* er én af de EMTN-klasser, som har mest iøjnefaldende optionskarakteristika. Det fremgår af det eksempel på en *binary note*, som er givet i box 6.5.3. Her svarer det strukturerede element til, at investor har en option, der giver ret til et beløb svarende til 39,25 pct., hvis ITL er stærkere end svarende til 1.000 pr. DEM ved udløb. Investor betaler for denne ret ved at give afkald på rente i alle andre tilfælde. Eksponering over for flere forskellige parametre er ofte indbygget i strukturen.

De strukturerede lån involverer som følge af gearing og optionslignende elementer låntager i en betydelig risiko. Den danske stat og langt de fleste andre låntagere ønsker at dække denne risiko, og det sker ved swaps, hvor det ene ben i swappen er forpligtelserne på det strukturerede lån og det andet ben typisk et almindeligt Libor-baseret lån.

Markedsandelen for strukturerede lån steg fra ca. 20 pct. (af det samlede EMTN-marked) i 1992 til ca. 30-40 pct. i 1993. Markedsandelen i 1994 har været ca. 60 pct.

6.3. Investorernes motiver

Investorerne kan have forskellige motiver til at investere i strukturerede obligationer. Investors motiver kan være en kombination af en eller flere af de nedenfor opsummerede, ligesom listen sandsynligvis ikke dækker alle tænkelige motiver:

- *Spekulativ investering*: Investor kan vurdere, at den optimale løsning for etablering af en ønsket spekulativ position er investering i en struktureret obligation. Et eksempel på et lån, som kan indebære en rentespekulation, er statens 1-årige lån fra maj 1994 på nominelt 15 mill.DEM (nr. 596, se også box 6.5.2.). Der er tale om en *geared* struktur.

- *Risikoafdækning:* Der er generelt fokuseret meget på de spekulative motiver fra investorside. Det er imidlertid oftest ikke til at vide, om en investor køber en struktureret obligation som led i spekulation eller for at afdække en risiko. En investor, som har fast forrentet gæld i DEM, og som derfor lider tab, hvis renten falder, kunne være interesseret i at købe ovennævnte udstedelse (lån nr. 596) for at skabe en gevinst, der modsvarer tabet, hvis renten virkelig falder. Gearingen indebærer, at han ikke behøver at investere så mange penge i risikoafdækningen.
- *Fleksibilitet:* Investor kan i nogle tilfælde konstruere sin investering bedre via markedet for strukturerede lån end via sædvanlige euroobligationer. Det endelige produkt kan således defineres, så det helt nøjagtigt opfylder investors krav til fx løbetid og betalingsdato. Hvad enten investor ønsker at risikoafdække andre positioner eller ønsker en specifik risikoprofil, gears eller inkluderes andre strukturer efter behov. En enkelt ulempe for investor bør nævnes: jo mere "struktureret" obligationen er, jo mere illikvid vil den være i det sekundære marked. Betydningen heraf modificeres af, at de fleste lån har kort løbetid. I øvrigt er den arrangerende bank og eventuelt långiver ofte villig til, om ønsket, at hjælpe investor ud af investeringen til en rimelig pris.
- *Effektivitetsgevinst:* Hvis man samler en række afledte instrumenter i en struktureret obligation, kan det tænkes, at investor sparer en del af bid/offer-spreadet ved ikke selv at skulle investere i afledte instrumenter. Ofte vil den arrangerende bank/swapmodpart have en swapportefølje, hvor swaprisikoen på den strukturerede obligation kan indpasses.
- *Skattemæssige forhold:* Ovennævnte fleksibilitet giver også investor mulighed for at optimere investeringen efter de i hans hjemland gældende skattemæssige forhold. For institutionelle tyske investorer er kursgevinsten således under visse forudsætninger skattefri ved en udstedelseskurs på 99 og indfrielseskurs på 100. Det kan i denne forbindelse nævnes, at staten i april 1994 udstedte et 1-årigt lån på 1 mia.JPY (nr. 593) med nominel rente 1,17 pct., udstedelseskurs 99 og tilbagebetalingskurs 100. Den arrangerende bank bekræftede i dette tilfælde, at investor var tysk og institutionel.
- *Begrænset adgang til markeder for afledte instrumenter:* På trods af de senere års generelle finansielle deregulering opretholder mange lande nationale restriktioner for visse investorers adgang til investering i visse finansielle instrumenter. Typisk er en række institutionelle investorers adgang til spekulation i eller risikoafdækning via afledte instrumenter begrænset, mens der er færre restriktioner på investering i obligationer, også sådanne som har afledte instrumenter indbygget i sig. Investorerne kan således via investering i strukturerede

obligationer indirekte opnå adgang til de ønskede afledte instrumenter.

- *Andre nationale regulative årsager:* Japanske livsforsikringsselskaber kan ikke udbetale dividende til policeejerne af kapitalgevinst, men udelukkende af løbende indkomst (for eksempel renteindtægter). Dette kan være baggrunden for japanske investorers interesse for udstedelser med høj kuponrente, relativt høj udstedelseskurs og relativt lav indfrielseskurs. Staten udstedte i maj 1994 en sådan struktur på nominelt 75 mill.USD (nr. 598), se box 6.5.4. Ydermere er denne udstedelse speciel som følge af, at både udstedelseskurs og indfrielseskurs er usædvanligt lave. Ifølge den arrangerende bank var investor japansk og institutionel. Som følge af den noget usædvanlige struktur afgav den arrangerende bank en erklæring, hvori det bekræftes, at lånearrangementet ikke strider mod japanske love og regler.

6.4. Låntagernes motiver

Låntagers interesse i det strukturerede EMTN-marked er muligheden for at opnå billigere finansiering end i fx det almindelige euroobligationsmarked. Til sammenligning kan nævnes, at statens to variabelt forrentede USD-udstedelser med udløb i henholdsvis 1996 og 1997 begge i 1994 handlede i det sekundære marked med en rente på ca. 10 basispoint under Libor. Renten på statens strukturerede EMTN-udstedelser med løbetid på 1-3 år har i 1994 normalt været ca. 30 basispoint billigere. Det skal dog tilføjes, at man undertiden også ved "normale" ustrukturerede udstedelser kan opnå bedre vilkår end Libor minus 10 basispoint.

6.5. Risici ved strukturerede udstedelser

Markedsrisiko er den risiko for tab, der kan opstå ved, at markedet bevæger sig i en for låntager uheldig retning. Man forsøger at reducere risikoen ved at sprede låntagningen på valuta og løbetid (varighed). For de strukturerede udstedelser er markedsrisikoen relativt set særlig stor. Staten dækker den derfor altid fuldstændig via en swap, gennem hvilken swapmodparten overtager statens betalingsforpligtelser på lånet, og staten betaler fast eller Libor-baseret rente.

Kreditrisikoen er risikoen for tab som følge af, at swapmodparten ikke kan overholde sine forpligtelser under swapaftalen. Den potentielle risiko over for swapmodparten beregnes forud for accept. En følsomhedsanalyse foretages ved at studere effekten af større udsving i de para-

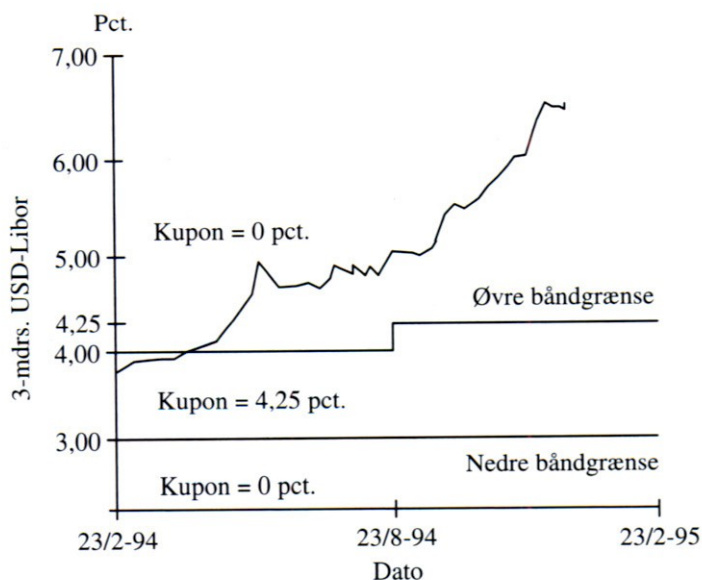
metre, som påvirker swappens værdi for staten. I box 6.5.1., 6.5.2. og 6.5.3. er tre af statens strukturerede EMTN-lån nærmere analyseret. De tre udvalgte udstedelser er repræsentative for alle 15 strukturerede udstedelser i 1994. Risikoen skal tages i betragtning ved vurdering af, om den effektive rente efter swap på transaktionen er god nok. Hvis risikoen skønnes at være for stor, vil transaktionen blive afvist. Hver enkelt transaktion kan herefter indplaceres i limitsystemet for styring af statens swaprisiko, jf. kapitel 7. I limitsystemet skelnes der for strukturerede låns vedkommende mellem to elementer, nemlig risiko i strukturen og løbetid. Et lån med "høj risiko" og længere løbetid end 2 år vil belaste en modparts limit forholdsvis kraftigt. Når investeringen i et struktureret lån udvikler sig i en for investor uheldig retning, vil værdien af swappen blive negativ for staten. Eftersom stort set alle strukturerede lån udstedt af staten i 1994 har været dårlige investeringer for investorerne, har de tilknyttede swaps også generelt udviklet sig til at have negativ værdi for staten. Da staten således generelt "skylder penge" til swapmodparterne på de strukturerede swaps, har swapmodpartsrisikoen på disse isoleret set udviklet sig i en for staten positiv retning. Umiddelbart kan det se ud, som om staten ville have været bedre stillet ved ikke at have swappet. Dette indebærer dog ikke, at det var forkert at dække risikoen ind ved swaps. Udviklingen kunne meget vel være gået den modsatte vej.

For at undgå at komme ud i noget, der kunne kaldes en moralsk risiko, og da det ikke altid er klart, hvad en konstruktion kan indebære i så henseende, spørger Nationalbanken, inden man på statens vegne accepterer et tilbud om et struktureret lån, arrangøren om investors type, nationalitet, investors kendte eller tænkelige motiver til investeringsønsket, samt kendte eller tænkelige omgørelser af love eller regler i investors hjemland. Ved tilbud, som ikke umiddelbart er helt klart acceptable og uproblematisk, kræves en skriftlig erklæring fra arrangøren, hvori arrangøren bekræfter, at lånearrangementet (evt. efter arrangørens bedste viden) ikke strider mod andre landes love eller regler. Tilbud, som er stærkt komplicerede, eller som giver anledning til mistanke om mulig omgørelse af love og regler, vil blive afvist alene på dette grundlag.

Lån nr. 582. Nominelt: 25 mill.CHF. Hjemtagelsesdato: 23.feb.1994. Løbetid: 1 år. Emissionskurs: 100. Indfrielseskurs: 100. Kupon: 4,25 pct. (Renten tilskrives dagligt med CHF 4,25 pct. p.a., hvis 3-mdrs. USD-Libor på rentetilskrivningsdagen er inden for et bånd på 3,00-4,00 pct. Dette bånd gælder i de første 6 mdr., derefter er båndet 3,00-4,25 pct. Er 3-mdrs. USD-Libor uden for disse "korridorer" på rentetilskrivningsdagen, tilskrives 0 pct. i rente).

Udstedelsen blev swappet til CHF-Libor -35 basispoint. Strukturen, og dermed den potentielle risiko over for swapmodparten i forbindelse med de kvartårige betalinger, vurderedes på tidspunktet for accept af transaktionen at være af lavrisikotypen. Kun selve kuponen indeholder en struktur, og investors maksimale udbytte er en kupon på 4,25 pct., hvilket var ca. 100 basispoint over den daværende markedsrente. Risikoen vurderedes at være meget lig risikoen på en plain-vanilla renteswap med en løbetid på 1 år. 3-mdrs. USD-Libor d. 23/2-94: 3,64 pct. og 3/1-95: 6,50 pct. Eftersom 3-mdrs. USD-Libor igennem det meste af obligationens levetid har været uden for båndet, har obligationen været en dårlig investering for obligationsejeren.

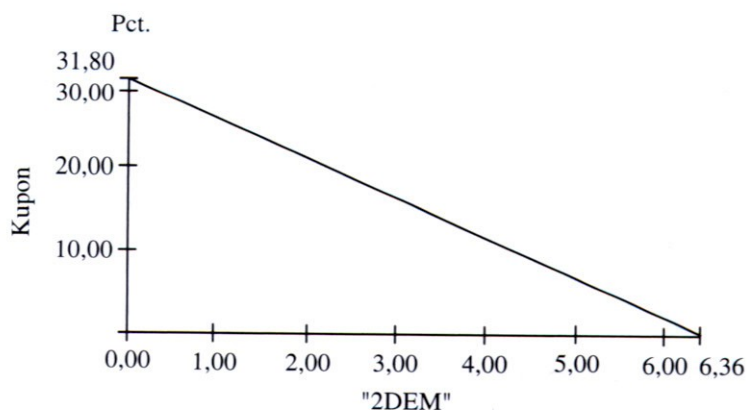
Figur 6.5.1. Forrentning af lån nr. 582.



Udstedelse nr. 596. Nominelt: 15 mill.DEM. Hjemtagelsesdato: 25.maj 1994. Løbetid: 1 år. Emissionskurs: 100. Indfrielseskurs: 100. Kupon: 5 pct.+5*(5,36 pct.-"2DEM"). Minimumkupon: 0 pct., hvor "2DEM" er den 2-årige DEM-swap-rente hentet fra Reuters d. 18/5-95.

Udstedelsen blev swappet til 6-mdrs. DEM-Libor -40 basispoint. Strukturen, og dermed den potentielle risiko over for swapmodparten i forbindelse med de halv-årige betalinger, vurderedes på tidspunktet for accept af transaktionen at være af højrisikotypen. Kun selve kuponen indeholder en struktur, og investors maksimale udbytte er en kupon på 31,80 pct. (ved "2DEM" = 0), hvilket var signifikant over den daværende markedsrente. Selv ved et mere realistisk fald i "2DEM" kunne investor opnå en særdeles høj forrentning. "2DEM" d. 25/5-94: 5,29 pct. og d. 31/12-94: 7,16 pct. Medmindre "2DEM" falder kraftigt inden for det næste halve år, vil obligationen vise sig at være en dårlig investering for obligationsejeren.

Figur 6.5.2. Forrentning af lån nr. 596.

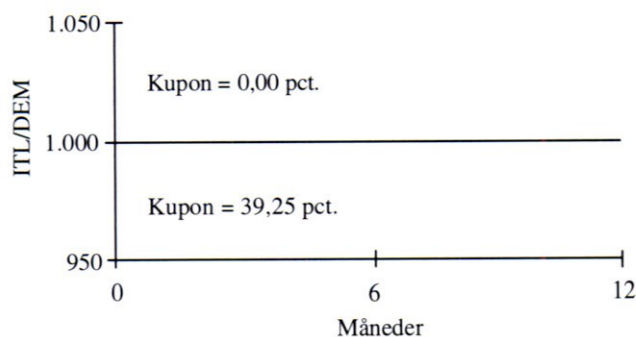


Box 6.5.3. Binary notes.

Lån nr. 584. Nominelt: 15 mill.DEM. Hjemtagelsesdato: 24.feb.1994. Løbetid: 1 år. Emissionskurs: 100. Indfrielseskurs: 80. Kupon: 39,25 pct. hvis ITL/DEM-kursen er mindre end eller lig med 1.000 ved udløb, eller 0 pct. hvis ITL/DEM-kursen er over 1.000 ved udløb.

Udstedelsen blev swappet til 6-mdrs. DEM-Libor -35 basispoint. Strukturen, og dermed den potentielle risiko over for swapmodparten i forbindelse med de halv-årlige betalinger, vurderedes på tidspunktet for accept af transaktionen at være af højrisikotypen. Kun selve kuponen indeholder en struktur, og investors maksimale udbytte er et afkast på 19,25 pct. (ved $ITL/DEM \leq 1.000$), hvilket var signifikant over den daværende markedsrente. ITL/DEM d. 24/2-94: 972,26 og d. 31/12-94: 1.049,05. Medmindre ITL styrkes kraftigt inden for de næste 2 måneder, vil obligationen vise sig at være en dårlig investering for obligationsejeren.

Figur 6.5.3. Forrentning af lån nr. 584.



Lån nr. 598. Nominelt: 75 mill.USD. Hjemtagelsesdato: 7. jun.1994. Løbetid: 5 år. Emissionskurs: 65. Indfrielseskurs: 50,15. Kupon: 6,80 pct.

Udstedelsen blev swappet til USD-Libor -40 basispoint. Strukturen, og dermed den potentielle risiko over for swapmodparten i forbindelse med de kvartårige betalinger, vurderedes på tidspunktet for accept af transaktionen at være meget lig risikoen på almindelige lån. Det specielle ved udstedelsen er den relativt høje kupon, der modsvares af, at indfrielseskursen er lavere end emissionskursen. Regnskabsmæssigt er virkningen for investor, at han får et kapitaltab, som dog modsvares af højere løbende indkomst. Den effektive rente er 6,44 pct. Til sammenligning kan nævnes, at den 7. jun.1994 var den effektive rente på den 5-årige amerikanske Treasury obligation 6,63 pct.

Kapitel 7.

Krediteksponering på statens swaps

7.1. Indledning

Swapmarkedet har gennem de senere år oplevet en ganske kraftig vækst. I takt hermed er der opstået en stadig større interesse for de forskellige risici, der kan være i forbindelse med brugen af swaps. Især har interessen rettet sig mod de såkaldte strukturerede produkter, jf. kapitel 6, hvor investorer i nogle tilfælde har oplevet betydelige *markedstab* på grund af rente- og valutakursudviklingen. Endvidere er der rettet fokus mod *krediteksponering* på swaps, dvs. risikoen for tab, fordi modparten kommer i økonomiske vanskeligheder. Dette har bl.a. ledt til, at Bank for International Settlements (BIS) har opstillet anbefalinger for, hvordan bankers krediteksponering på swaps (og andre afledte instrumenter) bør opgøres. Mange landes myndigheder følger nu disse anbefalinger, jf. således Finanstilsynets bekendtgørelse om kapitaldækningsregler for pengeinstitutter og visse kreditinstitutter. Dette kapitel handler om statens krediteksponering på swaps og opbygningen af et såkaldt limitsystem, dvs. et system der sikrer, at krediteksponeringen over for en modpart ikke overstiger en fastsat øvre grænse. Kapitlet omhandler kun krediteksponering og ikke andre former for risici som fx markedsrisici i forbindelse med statens swaps.

Staten har anvendt swapmarkedet siden 1983. Indtil for nylig har staten begrænset sin krediteksponering på swaps ved at fastsætte retningslinjer for, hvilke modparter der kunne accepteres. Hovedreglen har været ikke at acceptere modparter med en kreditvurdering under statens egen, p.t. på AA+/Aa1 fra henholdsvis S&P og Moody's. Endvidere har der før indgåelse af nye swaps med en given modpart været taget hensyn til omfanget af eksisterende swaps med samme modpart, med det formål at undgå en stor krediteksponering over for enkelte modparter. Den samlede krediteksponering er imidlertid ikke blevet overvåget løbende, og der har ikke været bestemte grænser for krediteksponeringen over for de enkelte modparter. I det nye limitsystem er der faste regler for krediteksponeringen over for swapmodparter. Da der samtidig i det nye system tages udgangspunkt i den laveste kreditvurdering givet af et af de tre anvendte vurderingsbureauer, er minimumskravet for potentielle swap-

modparter fastsat til AA-/Aa3 eller lidt lavere end statens aktuelle kreditvurdering.

Der er flere forhold, der bestemmer omfanget af statens anvendelse af swapmarkedet og krediteksponeringen på swaps. Generelt anvender staten swaps som led i den løbende administration af rente- og valuta-sammensætningen på gælden. Der skelnes mellem swaps i forbindelse med nylåntagning og isolerede swaps. Ved nylåntagning muliggør swaps den gunstigste udnyttelse af lånemarkederne. Et eksempel kan være en situation, hvor det er særdeles gunstigt at optage lån i USD-markedet i forhold til alle andre markeder. Der ønskes imidlertid ikke fast forrentet USD-gæld men måske variabelt forrentet DEM-gæld. I dette tilfælde kan swapmarkedet give mulighed for at udnytte de gunstige muligheder i USD-markedet til at opnå et billigt lån i DEM ved optagelse af et USD-lån, der swappes til DEM. Andre eksempler er de strukturerede udstedelser, hvor man ikke ønsker at løbe den markedsrisiko, som strukturen indebærer, og derfor afdækker den via en swap. De såkaldte isolerede swaps anvendes i forbindelse med styring af varighed og valutafordeling på den eksisterende gæld.

Staten havde 52 swapmodparter ved udgangen af 1994, og hovedstolene kunne i alt opgøres til 110,3 mia.kr., jf. tabel 7.1.1. Dette kan sammenlignes med, at statens udlandsgæld ved udgangen af 1994 var på 129,8 mia.kr. En del af modparterne havde en kreditvurdering under AA+, dvs. under det oprindelige kriterium for swapmodparter. Dette skyldes, at de pågældende swapmodparter er blevet nedgraderet efter, at de pågældende swaps er indgået. Især har der gennem de senere år været en markant nedgradering af bankerne, som udgør en stor del af statens swapmodparter. Der er dog ingen af modparterne, som giver anledning til bekymring, jf. afsnit 7.5. Det skal også nævnes, at der - så vidt vides - på intet tidspunkt er nogen, der har lidt tab på swapmodparter, der er gået ned; dog har der i enkelte tilfælde været tab i forbindelse med juridiske problemer, fx i forbindelse med den engelske kommune Ham-smith og Fulham. Enkelte institutioner er gået konkurs, men disses swapforpligtelser er blevet overtaget af andre enheder, hvorved tab er blevet undgået.

Der er flere fordele ved et fast limitsystem. For det første kan en nøjagtig styring af krediteksponeringen gøre det lettere end hidtil at sprede krediteksponeringen på modparter. Et limitsystem med forskellig limit-tildeling efter modpartens kreditvurdering giver også en hensigtsmæssig fordeling af limit. For det andet gælder, at gæld og valutareserver styres sammen i en nettoportefølje. For valutareserverne eksisterer der et limitsystem, hvorved krediteksponeringen indgår som en parameter i placeringsbeslutningen. Ved også at indføre et limitsystem for statens swaps kan man sikre, at den samlede eksponering over for den enkelte modpart ikke bliver for stor.

Nationalbanken iværksatte i sommeren 1994 et limitsystem til styring af krediteksponeringen på statens swaps. Systemet ligner Nationalbankens limitsystem for placering af valutareserven og giver - på samme måde som Nationalbankens limitsystem - i princippet mulighed for på daglig basis at opgøre krediteksponeringen på alle swaps med en given modpart og sammenholde denne med den limit, modparten har fået tildelt. Limitsystemet danner udgangspunkt for valg af modparter på nye swaps og anvendes til løbende at følge og styre udviklingen i statens krediteksponering.

Den umiddelbare krediteksponering over for en swapmodpart svarer ikke til swappens hovedstol, men kun til forskellen mellem værdien af swappens to ben, dvs. markedsværdien, og kun hvis der opstår en fordring på modparten. Da udviklingen i markedsværdien er meget volatil, må man ud over den faktiske markedsværdi også tage hensyn til den mulige fremtidige udvikling i markedsværdien. I afsnit 7.2. beskrives opgørelse af markedsværdi, mens den potentielle krediteksponering beskrives i afsnit 7.3. I afsnit 7.4. beskrives indretningen af statens limitsystem, og i afsnit 7.5. gives en oversigt over den faktiske krediteksponering over for modparter. En nærmere beskrivelse af statens anvendelse af swaps og den dermed forbundne krediteksponering over for modparter findes i *Statens låntagning og gæld 1990*, kapitel 10 og 11.

Tabel 7.1.1. Statens swaps.

Kreditvurdering	Antal modparter	Samlet hovedstol
		Mia.kr.
AAA	4	30,9
AA+	10	20,5
AA	12	19,2
AA-	5	11,5
A+	7	7,0
A	6	7,2
A-	2	3,2
BBB+	2	8,2
Andre ¹⁾	4	2,6
Total	52	110,3

Note: Der anvendes long-term rating fra S&P, Moody's og IBCA. S&P's og IBCA's kreditvurderingsskala er umiddelbart sammenlignelig. Moody's kreditvurdering er konverteret, så den kan sammenlignes med de to andre kreditvurderingsbureauer. Den givne kreditvurdering er den laveste long-term rating givet af et af de tre ratingbureauer. Beskrivelse af kreditvurderingssystemerne findes i ordlisten.

¹⁾ Herunder ikke-vurderede datterselskaber af kreditvurderede enheder.

7.2. Opgørelse af markedsværdien af swaps

Det økonomiske indhold i en swap er, at to modparter indgår en aftale om - over en periode - at bytte betalinger. Der findes forskellige typer af swaps, hvor valutaswaps og renteswaps er de mest almindelige. En valutaswap består i bytte af betalinger i forskellig valuta, og i en renteswap byttes forskelligt forrentede betalinger i samme valuta - oftest fast rente mod variabel rente. Endvidere findes der et utal af forskellige kombinationer af betalingsstrømme, der kan byttes, jf. senere omtale af strukturerede swaps.

Mekanikken i en swap kan bedst anskueliggøres, hvis swappen opfattes som to gensidige udlån. En valutaswap beskrives som et udlån (aktivbenet) i en valuta og samtidig et lån (passivbenet) i en anden valuta med en modværdi svarende til udlånets hovedstol. En renteswap, hvor der modtages fast rente og betales variabel rente, kan beskrives som et fast forrentet udlån (aktivbenet) lydende på swappens hovedstol og et lån (passivbenet) på samme hovedstol forrentet med variabel rente. I teorien kunne staten således indgå en aftale om et lån og et udlån i stedet for at indgå en swap, hvilket dog af flere årsager ville være uhensigtsmæssigt. De to ben i en swap har normalt samme værdi på tidspunktet for transaktionens indgåelse. Hvis dette ikke er tilfældet, må der udveksles hovedstole eller foretages en forskelsbetaling på starttidspunktet.

Selv om det økonomiske indhold af en swap ligner gensidige udlån, er det vigtigt at fastslå, at der i juridisk henseende er tale om én kontrakt med gensidige forpligtelser. Hvis den ene part ikke kan opfylde sine forpligtelser, vil også den anden parts forpligtelser bortfalde. Dette betyder, at krediteksponeringen er betydelig mindre ved swaps end ved udlån. Ved anvendelse af swaps svarer krediteksponeringen til markedsværdien, dvs. forskellen mellem nutidsværdien af aktivbenet og nutidsværdien af passivbenet.

De fleste af statens swaps er indgået, og alle nye swaps indgås, under en standardaftale - den såkaldte "ISDA Master Agreement" af 1992, hvilket også har betydning ved vurderingen af krediteksponeringen på swaps. Normalt indgås en masteraftale (rammeaftale) med hver modpart, og denne angiver de almindelige kontraktretlige vilkår, fx bestemmelser om eventuel misligholdelse osv. for alle swaps indgået mellem parterne. Kontraktudarbejdelsen vedrørende nye swapaftaler under samme masteraftale er begrænset til korte bekræftelser, der indeholder konkrete forhold som fx renter, valutaer og hovedstol på den nye swap. At der er nøje specificering af kontraktlige vilkår i forskellige situationer, giver en større sikkerhed frem for fx almindelige terminskontrakter. Masteraftalen indeholder også regler for netting af modsatrettede betalinger i samme valuta og med samme forfaldsdato.

Masteren og alle swaps skal opfattes som et samlet aftalekompleks. Dette er en vigtig faktor ved opgørelsen af krediteksponeringen af flere swaps med samme modpart, idet der i nogle tilfælde kan ske netting af swaps under en given kontrakt i en konkurssituation, således at der i swapaftaler med positiv krediteksponering kan ske fradrag for swap-aftaler med negativ krediteksponering. Hvorvidt der kan ske netting, afhænger af konkursreglerne i swapmodpartens hjemland. I USA og Frankrig er det ved lov eksplicit angivet, at netting af swaps er tilladt. I andre lande må man forlade sig på en juridisk vurdering af konsekvenserne af de almindelige konkursregler. I swaplimitsystemet har man lagt til grund, at netting foruden i USA og Frankrig er tilladt i England og Japan. Det er vurderingen, at netting af swaps i en konkurssituation snart vil blive lovreguleret i flere lande.

Som nævnt er en positiv markedsværdi af en swap et udtryk for statens aktuelle krediteksponering over for swapmodparten og svarer til det tab, staten vil lide, hvis swapmodparten bliver insolvent og ikke længere kan opfylde sine forpligtelser under swappen, dvs. at swappen falder bort. Såfremt der ønskes uændret rente- eller valutarisiko på gælden, kan dette gøres på to måder. Den bortfaldne swap kan erstattes med en ny, helt identisk swap med samme rente, hovedstol og restløbetid. I dette tilfælde må staten - da en sådan swap har en positiv markedsværdi - foretage en engangsbetaling til den nye swapmodpart svarende til markedsværdien. Engangsbetalingen til den nye swapmodpart er en kompensati-on for, at denne indgår i en swap, der fra starten har en markedsværdi til gunst for staten. Hvis staten som alternativ vælger at indgå en ny swap til markedrenten, dvs. med en markedsværdi på nul, vil denne ikke være så gunstig som den oprindelige. Forskellen mellem de to swaps målt i nutidsværdi svarer til markedsværdien.

Beregning af den samlede markedsværdi af flere swaps over for en modpart afhænger af, om der kan ske netting eller ej. Hvis der kan nettes, kan swaps med en positiv markedsværdi modregnes med swaps med negativ markedsværdi. Hvis netting ikke er tilladt, er det kun de swaps, der har positiv markedsværdi, der tæller med ved opgørelsen af krediteksponeringen. Swaps med negativ markedsværdi sættes således til nul ved sammentællingen af den samlede markedsværdi.

7.3. Potentiel krediteksponering

Krediteksponering på swaps er på flere måder speciel. Dette afsnit indledes med nogle principielle betragtninger om, hvordan potentiel krediteksponering kan opgøres. I det følgende afsnit omtales den praktiske udformning af limitsystemet for statens swaps.

Box 7.2.1. Eksempel på beregning af markedsværdi.

Et eksempel kan være en ny *renteswap* med en hovedstol på 100 mill.USD, hvor staten modtager fast rente på 6 pct. og betaler variabel rente på USD-Libor. Renteswappen kan opfattes som et køb af en USD-obligation på 100 mill.USD til kurs 100 med fast rente på 6 pct. finansieret med et lån på 100 mill.USD til USD-Libor. Antages det, at et fald i renten fra 6 pct. til 5,8 pct. medfører en børskursgevinst på 0,7 mill.USD, stiger kursværdien af aktivbenet til 100,7 mill.USD. Det gælder, at jo større varighed, jo større børskursgevinst. Rentefaldet påvirker imidlertid ikke værdien af det variabelt forrentede passivben, som er uændret 100. Værdien af swappen i DKK kan ud fra en antagelse om, at valutakursen USD/DKK = 627, opgøres som kursværdien eller nutidsværdien af aktivbenet i DKK minus nutidsværdien af passivbenet i DKK, dvs. $(100,7 \text{ USD} - 100 \text{ USD}) \cdot 6,27 \text{ USD/DKK} = 4,39 \text{ mill.kr.}$

Markedsværdiopgørelsen af en *valutaswap* kan illustreres med et eksempel, hvor aktivbenet, jf. eksemplet ovenfor, er et lån på 100 mill.USD til 6 pct., men hvor passivbenet er på 160 mill.DEM forrentet med DEM-Libor. Det antages, at USD/DKK = 627 og DEM/DKK = 392.

Markedsværdi ved indgåelse af valutaswaps.

	Hovedstol i valuta	Markedsværdi i valuta	Markedsværdi i DKK
Aktivben	100 USD	100 USD	627
Passivben	160 DEM	160 DEM	627
I alt markedsværdi ...			0

USD-renten falder nu, jf. eksemplet ovenfor, fra 6 pct. til 5,8 pct., hvilket giver en markedsværdi på 100,7 USD, og USD/DKK stiger til 700.

Ny markedsværdi.

	Hovedstol i valuta	Markedsværdi i valuta	Markedsværdi i DKK
Aktivben	100 USD	100,7 USD	705
Passivben	160 DEM	160 DEM	627
I alt markedsværdi ...			78

Stigningen i USD og rentefaldet betyder, at swappen har fået en værdi på 78 mill.kr. for staten, og at staten derfor ville gå glip af en børs- og valutakursgevinst på i alt 78 mill.kr., hvis swapmodparten gik konkurs.

Markedsværdien over for swapmodparter er oftest nul ved swappens indgåelse, men kan udvise betydelige udsving gennem swappens løbetid. Hvis markedsværdien er negativ, er det swapmodparten, der har en krediteksponering over for staten. Selv om en swap har en negativ markedsværdi, kan den godt på et senere tidspunkt i løbetiden få en positiv markedsværdi. Samtidig kan en swap, der allerede har en positiv markedsværdi, hurtigt få en endnu større markedsværdi. Ved bestemmelse af krediteksponeringen på en swap er det derfor almindelig markedspraksis, at der - ud over den aktuelle markedsværdi - også tages højde for den mulige fremtidige stigning i markedsværdien eller den såkaldte potentielle krediteksponering. Den potentielle krediteksponering udtrykker således sandsynligheden for, at swappens markedsværdi på et senere tidspunkt vil udvikle sig til gunst for staten eller - i tilfælde af at swappen allerede har en positiv markedsværdi - yderligere til gunst for staten. Den samlede krediteksponering på et givet tidspunkt på en swap kan således opgøres som den aktuelle markedsværdi plus den potentielle krediteksponering på dette tidspunkt.

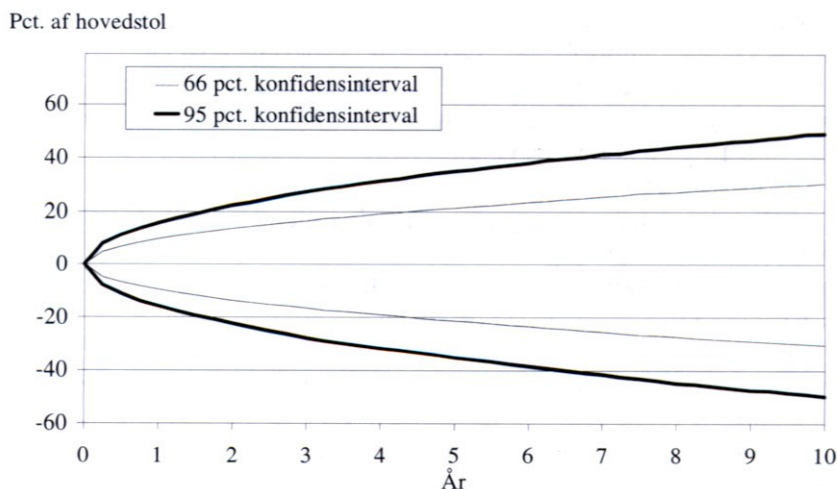
Det er ikke muligt at opstille et præcist mål for den potentielle krediteksponering, men på baggrund af forskellige antagelser om den historiske udvikling i rente og valutakurser, kan man få en ide om, hvordan markedsværdien kan forventes at udvikle sig i swappens løbetid. Et vigtigt led i bestemmelsen af den forventede udvikling i markedsværdien er de historiske udsving i renter og valutakurser. Til beskrivelse af udsving anvendes oftest det statistiske udtryk standardafvigelse (eller spredning). Sammenhængen mellem standardafvigelse og den potentielle krediteksponering er, at jo større standardafvigelse desto større er den potentielle krediteksponering. Det bemærkes, at standardafvigelsen ikke siger noget om, hvorvidt markedsværdien bliver større eller mindre end nul, blot at afvigelsen forventes at være af en vis størrelse.

Den forventede udvikling i markedsværdien for swaps er forskellig, alt efter hvilken swap der er tale om. I figur 7.3.1. er givet et eksempel på den forventede fremtidige udvikling i markedsværdien (angivet i pct. af hovedstolen) for en 10-årig valutaswap fra USD til DEM, beregnet ud fra den historiske standardafvigelse for USD/DEM-valutakursen.

Ved swappens indgåelse er markedsværdien nul. Herefter kan markedsværdien udvikle sig i positiv eller negativ retning, hvor det kun er positive værdier, der giver en krediteksponering for staten. Den forventede fremtidige udvikling er bestemt ved en statistisk metode (Latin Hypercube simulering), som gennemløber alle tænkelige udfald. I figuren er de mest usandsynlige udfald sorteret fra. I 95 pct. af tilfældene vil markedsværdien være inden for de to fremhævede ben. I 66 pct. af tilfældene vil markedsværdien være inden for de to andre ben. Eksempelvis forventes markedsværdien i år 1 med 95 pct. sandsynlighed maksimalt at være knap +/- 20 pct. af hovedstolen. Usikkerheden på den for-

ventede markedsværdi vil blive større, efterhånden som tiden går. Ved udløb forventes markedsværdien maksimalt at være +/- ca. 50 pct. af hovedstolen. Hvis det antages, at den potentielle krediteksponering opgøres som den maksimalt forventede markedsværdi baseret på 95 pct. konfidensinterval, vil denne dermed være ca. 50 pct. for en 10-årig USD/DEM-swap. Af figuren fremgår endvidere, at den potentielle krediteksponering på fx en ny 5-årig swap (eller en swap med 5 års restløbetid) kan opgøres til ca. 35 pct.

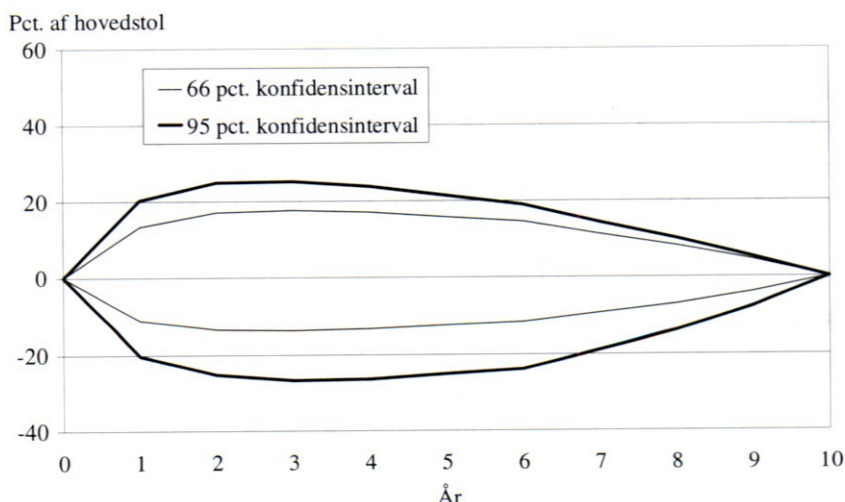
Figur 7.3.1. Potentiel krediteksponering på en 10-årig valutaswap.



I figur 7.3.2. er angivet et eksempel på udviklingsmønstret for en 10-årig USD-renteswap. Forventede markedsværdier inden for de to fremhævede ben er bestemt ud fra 95 pct. konfidensinterval, mens de to andre ben er bestemt ved 66 pct. konfidensinterval. Effekten på markedsværdien af en renteændring afhænger af varigheden på dette tidspunkt. Ligesom for valutakursudviklingen stiger standardafvigelsen for renteudviklingen med tiden. Dette modvirkes dog af, at varigheden går mod nul, når swappen nærmer sig udløb. Derfor har kurven for den potentielle krediteksponering for en renteswap den buede form i figur 7.3.2. I eksemplet kan den potentielle krediteksponering på renteswappen ud fra et 95 pct. konfidensinterval opgøres til ca. 25 pct. af hovedstolen målt som den maksimalt forventelige eksponering igennem swappens løbetid.

Den potentielle krediteksponering kendes i princippet også fra andre instrumenter. Købes fx en obligation, vil den umiddelbare krediteksponering over for obligationens udsteder være lig med kursværdien af obligationen. Ved en fremtidig kursstigning på obligationen som følge af markedsudviklingen vil krediteksponeringen stige. Den potentielle krediteksponering på en obligation er lig med den potentielle krediteksponering på det fast forrentede ben af en renteswap med samme hovedstol og rentekupon som obligationen. På obligationen er den potentielle krediteksponering dog normalt en begrænset størrelse i forhold til markedsværdien af obligationen.

Figur 7.3.2. Potentiel krediteksponering på en 10-årig renteswap.



Hvis porteføljen udvides til at omfatte flere swaps med samme modpart, bliver opgørelsen af den samlede potentielle krediteksponering mere kompliceret. Den samlede potentielle krediteksponering på en portefølje afhænger i princippet dels af samvariationen mellem valutaerne, dels af om netting er tilladt. Hvis to valutaer ikke varierer fuldstændigt i takt, vil den potentielle krediteksponering over for en modpart med swaps i flere valutaer blive mindre end summen af den potentielle krediteksponering hver for sig. Det skyldes, at der er en vis sandsynlighed for, at tab i en valuta modvirkes af gevinst i en anden valuta. Det er således muligt at reducere risikoen ved at sprede swaps på flere valutaer.

Samvariation udtrykkes i statistiske termer ved den såkaldte korrelationskoefficient, der ligger mellem 1 og -1, hvor 1 angiver perfekt samvariation, og 0 angiver ingen samvariation. Endelig angiver -1, at der er

perfekt modsat variation, således at tab i en valuta modvirkes fuldstændigt af gevinst i en anden valuta. Jo mindre korrelationskoefficient, jo større reduktion af den potentielle krediteksponering opnås ved at sprede porteføljen i flere valutaer.

Når man skal beregne den potentielle krediteksponering for en portefølje af flere swaps over for en given modpart, må man også tage hensyn til, om der kan tillades netting af swaps med positiv og negativ markedsværdi ved swapmodpartens konkurs.

Beregning af potentiel krediteksponering på flere swaps kan illustreres ved et eksempel. Det antages, at swapporteføljen består af en valutaswap fra USD til DEM. Herefter indgås en swap fra USD til CHF. Der er en lille positiv korrelation mellem kursen på DEM og CHF, hvilket betyder, at den samlede standardafvigelse er lidt mindre end summen af de to standardafvigelser. Denne beregning gælder, uanset om netting tillades.

Hvis der er tale om negativ korrelation, hvor tab i en valuta tenderer mod at modvirke gevinst i en anden, bliver det af betydning, om der ved beregning af den potentielle krediteksponering tillades netting af fordringer og tilgodehavender over for swapmodparten.

Effekten af netting kan illustreres ved et simpelt eksempel på en portefølje, der består af en USD/DEM-swap, og som nu bliver suppleret af en modsatrettet swap fra DEM til USD på samme beløb, dvs. som helt klart modvirker den første swap og derved eliminerer den potentielle krediteksponering. Hvis der tillades netting, vil den potentielle krediteksponering være nul.

Hvis der ikke kan tillades netting, vil en fremtidig positiv markedsværdi ikke kunne nettes med en fremtidig negativ markedsværdi. Hvis der således indgås en ny swap med den pågældende modpart med negativ korrelation over for den allerede eksisterende swapportefølje, vil den potentielle krediteksponering på den nye swap i princippet skulle sættes til nul. Selv om der er tale om negativ korrelation, kan den nye swap således ikke reducere den potentielle krediteksponering på den eksisterende swapportefølje.

Ud over korrelationen mellem valutaer må man ideelt set også tage hensyn til korrelationen mellem rentebewægelser i forskellige markeder og korrelationen i rente- og valutabewægelser. For den sidste vil det fx ofte gælde, at der er negativ korrelation mellem ændringerne i markedsværdien som følge af bewægelser i rente og valutakurs.

Det kan således være meget kompliceret, hvis man skal opgøre den potentielle krediteksponering på en teoretisk korrekt måde. Derfor er det normalt blandt deltagerne i swapmarkedet, at der anvendes forskellige genveje ved opgørelse af den potentielle krediteksponering.

7.4. Limitsystemet

Statens swaplimitsystem er bygget op omkring tankerne om krediteksponering på swaps i afsnit 7.3., idet der dog af praktiske årsager er sket nogle forenklinger med hensyn til opgørelsen af potentiel krediteksponering.

Den del af krediteksponeringen, der udgøres af markedsværdien, kan opgøres forholdsvis enkelt. Som baggrund for limitsystemet ligger en database med alle statens udestående swaps. På baggrund af denne database og daglige opdateringer af renter og valutakurser er det muligt at opgøre markedsværdien på alle statens swaps på daglig basis. I swaplimitsystemet er markedsværdiopgørelsen ikke helt nøjagtig, hvilket bl.a. skyldes, at der af tekniske årsager anvendes almindelige obligationsrenter (dvs. ikke swaprente) til opgørelse af markedsværdier.

Opgørelsen af potentiel krediteksponering i statens limitsystem baseres på et system fra BIS, der giver visse summariske retningslinjer for, hvordan potentiel krediteksponering kan opgøres. I BIS' anbefalinger fra 1988 vedrørende opgørelse af kapitalkrav for kreditrisiko på swaps angives 4 forskellige vægte, idet der kun sondres mellem renteswaps og valutawaps og løbetider over og under 1 år, hvor en valutawap har en betydelig større vægt end en renteswap. Vægtene multipliceres med swapens hovedstol, hvorved den potentielle krediteksponering fremkommer. Alle swaps inden for en given kategori får samme vægt uanset korrelation med andre swaps med modparten. Vægtene er beregnet ud fra gennemsnitlige porteføljetragtninger. Der er taget hensyn til korrelation mellem renter og valutakurser, hvorfor vægtene er lidt mindre end de vægte, man generelt kan opstille for enkeltstående swaps, jf. afsnit 7.3. Statens swaplimitsystem bygger på dette system, idet der dog er sket en yderligere detaljering af vægtene på løbetider, bl.a. inspireret af vægtsystemet for markedsrisiko i EU's kapitaldirektiv.

I vægtsystemet, tabel 7.4.1., gives ét sæt rentevægte, som skønsmæssigt udtrykker den potentielle krediteksponering på renteswaps i alle valutaer. For valutavægtene sondres mellem valutawaps, der kun involverer EMS-valutaer, og andre swaps ud fra en betragtning om, at volatiliteten for den første gruppe er markant mindre end for den anden gruppe. Krediteksponeringen kan opgøres som følger (H = Hovedstol):

$$\text{Krediteksponering} = \text{Markedsværdi} + \text{Rentevægt} \cdot H + \text{Valutavægt} \cdot H$$

Af definitionen på potentiel krediteksponering følger, at denne altid giver et positivt bidrag til den samlede krediteksponering, mens markedsværdien enten kan være positiv eller negativ. Krediteksponeringen vil ændres sammen med ændringer i markedsværdien, samtidig med at ren-

te- og valutavægten bliver mindre, efterhånden som restløbetiden på swappen bliver kortere.

Tabel 7.4.1. Rente- og valutavægte i pct. af hovedstolen.

Restløbetid	Rentevægt	Valutavægt	
		EMS	Ikke-EMS ¹⁾
0-1 måned	0,00	0,00	0,0
1-3 måneder	0,20	0,20	0,4
3-6 måneder	0,40	0,40	0,8
6-12 måneder	0,70	0,70	1,4
1-2 år	1,25	1,25	2,5
2-3 år	1,75	1,75	3,5
3-4 år	2,25	2,25	5,0
4-5 år	2,75	2,75	5,5
5-7 år	3,25	3,25	6,5
7-10 år	3,75	3,75	7,5
10-15 år	4,50	4,50	9,0
15- år	5,25	5,25	10,5

¹⁾ Valutaswaps, hvor mindst én valuta ikke tilhører EMS.

Den potentielle krediteksponering på en swap opgøres som den potentielle krediteksponering på swappens ene ben plus den potentielle krediteksponering på det andet ben. På en ny 5-årig renteswap, hvor der modtages 5-årig fast rente mod 6-mdrs. Libor, kan den potentielle krediteksponering opgøres til 0,4 pct. af hovedstolen på det variabelt forrentede ben og 2,75 pct. af hovedstolen på det fast forrentede ben. På en ny 5-årig valutaswap fra variabel rente i USD til variabel rente i DEM kan den potentielle krediteksponering opgøres til 5,5 pct.+0,4 pct. af DEM-hovedstolen og 5,5 pct.+0,4 pct. af USD-hovedstolen. Beløbene omregnes til DKK. Dermed er den samlede vægt på en valutaswap, der inkluderer ikke-EMS-valutaer, 11,8 pct. dvs. ca. 4 gange så stor som på en almindelig renteswap. Det samme forhold er 1:2, hvis sammenligningen går mellem en rente- og valutaswap, der kun omfatter EMS-valutaer.

Et særligt problem frembyder de specielle swaps - ofte med en høj gearing og dermed stor potentiel krediteksponering - som staten indgår i forbindelse med udstedelse af strukturerede lån, jf. kapitel 6. Det er ikke let at indpasse disse strukturer i systemet. Dels kan det være vanskeligt at opgøre markedsværdien præcist, dels er det vanskeligt at opstille et konkret mål for den potentielle krediteksponering. Denne usikkerhed taler for, at der anvendes større vægte end på almindelige swaps. Det er

valgt at sondre mellem højrisikostrukturer, dvs. hvor markedsværdien er meget følsom over for rente- eller valutakursændringer, og lavrisikostrukturer, samt løbetider over og under 2 år. Højrisikostrukturer med løbetid under 2 år tildeles en vægt på 25 pct., over 2 års løbetid er vægten 50 pct. Lavrisikostrukturer med løbetid under 2 år har en vægt på 5 pct., og over 2 år er vægten 10 pct.

På en 5-årig swap, hvor der modtages en betalingsrække svarende til en højrisikostruktur på en hovedstol på 100 USD og betales 5-årig fast rente på 160 DEM, kan krediteksponeringen ved indgåelsen beregnes som følger ved swappens start (USD/DKK=6,27 og DEM/DKK=3,92):

$$\begin{array}{rclcl}
 \text{Krediteksponering} & = & \text{Markedsværdi} & + & \text{Rentebidrag} & + & \text{Valutabidrag} \\
 & & 0 & & 50\% \cdot 100 \text{ USD} & & 5,5\% \cdot 100 \text{ USD} \\
 & & 0 & + & 2,75\% \cdot 160 \text{ DEM} & + & 5,5\% \cdot 160 \text{ DEM} \\
 & & & & \text{-----} & & \text{-----} \\
 & & 0 & + & 330,75 \text{ DKK} & + & 68,98 \text{ DKK} & = & 399,73
 \end{array}$$

Ideen i limitsystemet er, at krediteksponeringen over for en modpart på ethvert tidspunkt skal holdes inden for en på forhånd defineret grænse (limit).

Kreditvurderinger fra kreditvurderingsbureauerne har en vigtig plads i swaplimitsystemet, idet det er en forudsætning for at indgå swap med en enhed, at modparten har en kreditvurdering fra mindst et af de tre kreditvurderingsbureauer Moody's, S&P og IBCA, (kreditvurderingssystemerne beskrives i ordlisten bag i bogen). Fastsættelsen af limit sker - ligesom i Nationalbankens limitsystem - på baggrund af modpartens egenkapital og kreditvurdering. Hver limit beregnes ud fra en kreditvurderingsbaseret vægt multipliceret med egenkapitalen. Da engagementerne ofte har en lang løbetid, bestemmes vægtene ud fra long-term ratings fra de tre kreditvurderingsbureauer. Der anvendes den laveste kreditvurdering fra kreditvurderingsbureauerne. Hvis et af bureauerne ikke har givet en kreditvurdering, anvendes en kreditvurdering, der er et trin lavere end den laveste af de andre.

Der er en overgrænse på limit over for en modpart inden for hver kategori. Den maksimale limit for de højest vurderede banker er på 1 mia.kr., som gives til en bank med AAA kreditvurdering fra alle 3 bureauer. Herefter følger 900 mill.kr. for kategori AA+, 800 mill.kr. for kategori AA, mens endelig AA- kan gå op til 700 mill.kr. Staten accepterer ikke en krediteksponering over for modparter med en kreditvurdering lavere end AA-. Dette betyder først og fremmest, at der ikke indgås nye swaps med modparter med en kreditvurdering under AA-.

Det er muligt at indbygge aftaler om mark-to-market (dvs. løbende opgørelse af markedsværdien og afregning af forskellen) eller sikkerhedsstillelse i swapkontrakter for at begrænse krediteksponeringen. Ved

sådanne aftaler skal der - hvis markedsværdien overstiger en vis tærskel i statens favør - ske enten en kontant udbetaling af markedsværdien til staten eller stilles sikkerhed for beløbet fra modparten. Staten har endnu ikke indgået sådanne aftaler, men det overvejes. Dette vil kunne begrænse krediteksponeringen ganske betydeligt. Der er endnu ikke formuleret præcise retningslinjer for, hvordan sådanne aftaler kan indpasses i limitsystemet.

I nogle tilfælde er der gjort nogle undtagelser fra reglen om, at limit også bestemmes ud fra størrelsen af egenkapitalen. Visse investeringsbanker, der ikke selv har tilstrækkelig høj kreditvurdering, har oprettet specielle enheder med høj kreditvurdering på AAA, som har til formål at lave swaps. Disse selskaber er højt vurderede på trods af et lille kapitalgrundlag, fordi der er etableret en særlig ordning med moderselskabet, som sikrer, at den nødvendige egenkapital er til stede. Et eksempel er Salomon Brothers' specialenhed SWAPCO. Disse swapenheder har alle en limit på 900 mill.kr. Der henvises i øvrigt til beskrivelse af disse i ordlisten under *kreditvurderingsbetegnelser*.

For en ordens skyld skal det nævnes, at der også findes andre typer kreditrisici på swaps, som i princippet ikke har noget at gøre med udviklingen i swappens markedsværdi, og som ikke dækkes af statens swaplimitsystem. En kilde til ekstra risiko er forskydninger i rentebetalingerne. Generelt gælder det fx, at betalinger vedrørende fast rente på en renteswap falder årligt, mens de variable rentebetalinger falder halvårligt. Denne risiko kan især være stor på nulkuponlån, hvis staten betaler variabel rente, mens staten først skal modtage nulkuponrenten ved swappens udløb. Det bemærkes, at markedsværdien på trods af dette udmærket kan være nul. Der er ingen faste regler for håndtering af denne type kreditrisiko i limitsystemet. Hvis krediteksponeringen fx ved en nulkuponswap er meget stor, vil sikkerhedsstillelse eller måske mark-to-market arrangementer komme på tale for at reducere statens krediteksponering.

Selv om betalingen på de to ben falder på samme dag, kan der være en vis transaktionsrisiko, idet der ikke er sikkerhed for, at modparten betaler samtidig. Denne risiko er især stor ved valutaswaps, hvor der udveksles hovedstole. Dette er et generelt problem for hele valutamarkedet og betyder, at der ved udveksling er en kreditrisiko i en kort periode på to dage fra den dag, der afgives bindende betalingsinstruks om at overføre statens del af forpligtelsen, indtil der modtages bekræftelse på, at modparten også har opfyldt sin del af forpligtelsen. Det er hensigten, at dette problem vil blive behandlet i forbindelse med en nærmere gennemgang af kreditrisici i forbindelse med afvikling af Nationalbankens valutahandler.

7.5. Oversigt over statens krediteksponering

Hovedparten af swapmodparterne har en kreditvurdering over minimumskravet AA-. Der er for ingen af disse modparter tale om overskridelse af deres respektive limit. Den gennemsnitlige krediteksponering over for alle modparter fordelt på de forskellige kreditvurderingskategorier fremgår af tabel 7.5.1. Som det også fremgår af tabellen, er der en del overtrædelser af limit, idet der er en del engagementer med banker med en kreditvurdering under AA-. Der er tale om swaps med banker indgået før den generelle nedjustering af bankernes kreditvurdering, dvs. mens bankerne stadig havde en kreditvurdering på mindst AA-.

Der kan gøres forskellige overvejelser om, hvilke skridt der skal tages over for disse overskridelser. I princippet tilsiger limitsystemet, at der ikke må være engagementer med banker, som ikke opfylder kravet til en limit. Der er dog flere forhold, der taler for, at der udvises tålmodighed over for limitoverskridelserne i en overgangsperiode, indtil limitsystemet er helt på plads. I absolutte tal er krediteksponeringen over for en del af disse modparter således kun beskeden, og de pågældende swaps har en kort restløbetid på typisk omkring et år. Ingen af disse banker viser tegn på at være i vanskeligheder. Der er desuden tale om store, verdensomspændende banker, hvor sandsynligheden for, at disse får lov til at gå konkurs uden myndighedernes indgriben, vurderes som yderst lille.

Tabel 7.5.1. Statens swapkrediteksponering. Mill.kr.

Modparter kreditvurdering	Potentiel kredit- eksponering (1)		Markedsværdi (2)		Samlet kredit- eksponering (3)=(1)+(2)		Limit pr. modpart
	Gns.	Sum	Gns.	Sum	Gns.	Sum	
AAA	317	1.270	-44	-177	273	1.093	1.000
AA+	122	1.226	-27	-275	95	951	900
AA	61	735	-11	-131	50	604	800
AA-	159	795	-9	-44	150	751	700
A+	98	687	27	188	125	875	0
A	43	262	278	1.668	322	1.931	0
A-	8	16	256	512	264	527	0
BBB+	557	1.114	0	0	557	1.115	0
Andre	14	56	-1	-5	13	52	0

Note: Jf. tabel 7.1.1.

Dette skal sammenholdes med, at det er vanskeligere at reducere et swapengagement end fx at realisere beholdninger af en likvid obligation. I modsætning til obligationen er swappen ikke et omsætteligt instrument. Dette betyder dog ikke, at swapengagementet ikke kan reduceres. En swapmodpart vil således normalt være villig til at ophæve engagementet, men han kan kræve en pris for dette, som er så høj, at en ophævelse bliver uinteressant.

Der er ingen faste regler for opgørelse af markedsværdien på swaps, der ønskes ophævet, og det er muligt, at swapmodparten i beregningen af markedsværdien implicit vil kræve en betaling for at ophæve swappen før forfald. De fleste swapmodparter har ikke indvendinger mod at ophæve swaps, men det har vist sig, at de japanske banker på grund af specielle regnskabsregler for tab/gevinst på swaps er tøvende over for dette og derfor undertiden vil kræve en ekstrabetaling.

Det vil være forbundet med en omkostning at nedbringe krediteksponering over for en modpart, der har oplevet et fald i kreditvurdering. Kreditværdighed har en pris i swapmarkedet, ligesom det fx i obligationsmarkedet er dyrere for en lavt kreditvurderet låntager at optage lån end for en højt kreditvurderet låntager.

Mens de fleste overskridelser er af en begrænset størrelse og har en kort restløbetid, er der dog enkelte engagementer, som skiller sig ud med en forholdsvis stor krediteksponering. Det gælder især de japanske banker. Den meget store krediteksponering over for japanske banker skyldes de senere års appreciering af JPY. Mange af disse swaps over for de japanske banker er tilknyttet statens JPY-obligationsudstedelser, hvor låneprovenuets er de pågældende swaps til USD eller DEM. Disse swaps består i et aktivben i JPY og et passivben i USD, og da JPY siden er steget med 50-100 pct., får de pågældende swaps en betydelig værdi for staten.

Der er flere muligheder for at nedbringe krediteksponeringen over for modparterne. De mest almindelige er overdragelse (assignment) og ophævelse (terminering). Ved assignment udtræder den gamle swapmodpart helt af swappen, og alle rettigheder og forpligtelser overføres til en ny swapmodpart. Dermed får staten en ny og bedre modpart i swappen. Assignment er en smidig løsning, bl.a. da der ingen ændringer sker i varighed. Ophævelse indebærer, at staten modtager en engangsbetaling fra swapmodparten svarende til markedsværdien af swappen. Da swappen helt ophæves, sker der endvidere en ændring af varigheden af statens gæld. En ulempe ved ophævelse er, at der er behov for præcis beregning af markedsværdi, hvilket især ved de såkaldte strukturerede transaktioner, jf. kapitel 6, kan være vanskeligt.

En anden metode er *mark-to-market* metoden eller sikkerhedsstillelse, jf. tidligere. Ud over de tre løsninger kan der i særlige tilfælde, hvis disse løsninger ikke er mulige, overvejes andre metoder. Dette kunne

være, at en tredjepart stiller en garanti over for staten. Dette vil normalt indebære store omkostninger for staten. Til sidst kan nævnes muligheden for, at staten udsteder en såkaldt kreditobligation, som købes af swapmodparten (eller en anden bank). Hovedstolen på denne lyder på statens kreditrisiko over for swapmodparten. I lånekontrakten er der en klausul om, at tilbagebetalingskursen på obligationen er nul, hvis swapmodparten ikke kan honorere sine forpligtelser under swappen. Dermed er statens krediteksponering umiddelbart elimineret. Den rente, staten må betale på obligationen, er normalt lidt over den rente, staten normalt betaler for låntagning, hvilket udtrykker præmien for at reducere kreditrisikoen.

Arbejdet med at nedbringe statens krediteksponering er påbegyndt. Således er en meget stor krediteksponering over for en japansk bank blevet nedbragt ved terminering. Staten modtog ved den lejlighed en engangsbetaling, som bl.a. ved kontakt med andre swapbanker blev vurderet som svarende til markedsniveauet. Endvidere er nogle overskridelser løst, ved at swaps er blevet overført (assigned) fra banken til dens højt ratede datterselskab - et af de såkaldte special swap vehicles - uden betaling.

Langt de fleste overskridelser løser sig selv ved, at de pågældende swaps udløber i 1995. Derudover vil de store kreditengagementer med især japanske banker blive søgt nedbragt.

Kapitel 8.

Statspapirsalget på Københavns Fondsbørs

8.1. Indledning

Danske indenlandske statspapirer er noteret på Københavns Fondsbørs. Der er i Danmark tradition for, at såvel statsobligationer som realkreditobligationer og andre obligationer handles via børsen. Dette er ved sammenligning med udenlandske obligationsmarkeder temmelig usædvanligt, idet obligationer i udlandet typisk handles uden om børserne,¹⁾ mens børserne oftest bruges til aktiehandel. Dette er fx tilfældet i Sverige, Storbritannien, Frankrig og USA. Den danske tradition med børshandel og -notering af obligationer har dybe historiske rødder og er i dag grundigt indarbejdet i det danske obligationsmarked.

Ved udstedelsen af statspapirer sælger Nationalbanken som agent for staten papirerne på Københavns Fondsbørs. I dette kapitel beskrives den praktiske tilrettelæggelse af statspapirsalget. Det er kun Nationalbankens rolle som agent for staten i forbindelse med udstedelsen af statspapirer, der omtales. Nationalbankens øvrige handel på obligationsmarkedet, fx i forbindelse med pengepolitikken, forvaltningen af Nationalbankens obligationsbeholdning eller plejen af de fonde, som Nationalbanken administrerer (herunder Den Sociale Pensionsfond), omtales ikke.

Statsobligationerne og statsgældsbeviserne udstedes ved løbende salg i markedet (tapsalg).²⁾ I princippet sælges der via tapsalget statspapirer hver dag (hvis markedsforholdene er til det), hvorfor statspapirsalget svarer til den løbende udstedelse af fx realkreditobligationer.

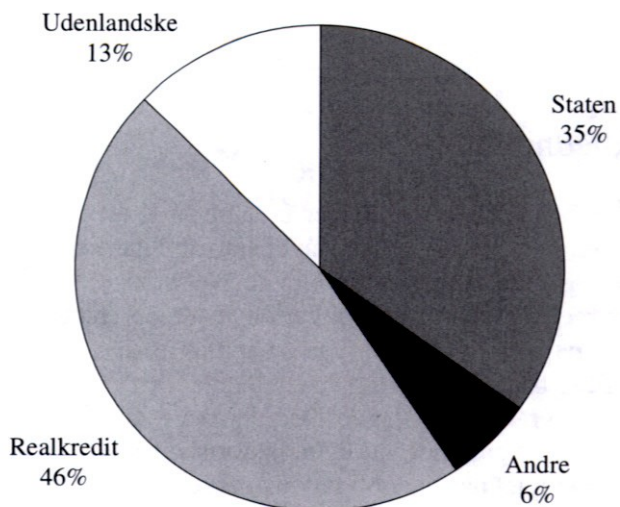
På Københavns Fondsbørs var der ultimo 1994 noteret obligationer for i alt 1.816 mia.kr. til nominel værdi (1.702 mia.kr. til kursværdi). Af disse var 35 pct. danske statspapirer, jf. figur 8.1.1. Statspapirerne er langt de mest omsatte obligationer på Københavns Fondsbørs. I 1994 har statspapirerne, jf. figur 8.1.2., stået for 66 pct. af den totale obligationsomsætning på Københavns Fondsbørs, til trods for at konverterings-

¹⁾ På såkaldte "over-the-counter"-markeder.

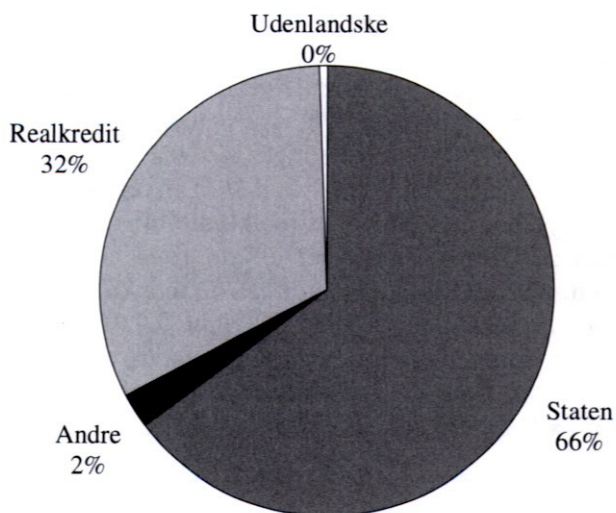
²⁾ Skatkammerbeviser sælges dog på månedlige auktioner, jf. afsnit 1.6. samt kapitel 6 i *Statens låntagning og gæld 1993*.

processen i 1994 har medført relativt stor omsætning af realkreditobligationer.

Figur 8.1.1. Noterede obligationer på Københavns Fondsbørs fordelt efter udstedere. Ultimo 1994. Nominel værdi.



Figur 8.1.2. Omsætningen af obligationer på Københavns Fondsbørs i 1994. Fordelt efter udstedere.



8.2. Den overordnede tilrettelæggelse af salget

Ved tilrettelæggelsen af statspapirsalget er det primære hensyn, at der i løbet af et år skal sælges statspapirer svarende til statens finansieringsbehov, jf. kapitel 1. Dette mål er aftalt mellem regeringen og Nationalbanken og indgår med stor vægt i tilrettelæggelsen af salget. Dernæst er det væsentligt, at det daglige salg tilrettelægges, så der sikres fortsat gunstige vilkår for det fremtidige statspapirsalg, hvilket er essentielt i disse år, hvor staten har et ganske stort finansieringsbehov. Inden for rammen af disse to grundlæggende hensyn tilrettelægges statspapirsalget, så der opnås de bedst mulige priser.

De grundlæggende statsgældspolitiske hensyn gør, at Nationalbankens handel på nogle punkter afviger fra andre børshandlers. Dels betyder kravet om, at statspapirsalget svarer til finansieringsbehovet, at Nationalbanken - såfremt det er nødvendigt for at dække finansieringsbehovet - sælger statspapirer (til markedskurs) uanset renteniveauet og markedsforholdene i øvrigt. Dels er statspapirsalget - bl.a. gennem valg af handelssystem på Københavns Fondsbørs - tilrettelagt på en sådan måde, at samtlige børshandlere i Fondsbørsens handelssystemer kan se, når Nationalbanken udbyder statspapirer, og til hvilke priser der udbydes.

Det tilstræbes, at markedsdeltagerne får et godt kendskab til de generelle linjer, fx hovedtrækkene i det påtænkte salg. Samtidig tilstræbes det, at den lagte linje i det væsentlige følges, dvs. at der så vidt muligt opnås kontinuitet. Der er desuden i de senere år gennemført en række forbedringer i den information, som Nationalbanken tilfører obligationsmarkedet, jf. kapitel 1. Den øgede information har medført reduceret usikkerhed blandt børshandlerne og investorerne om statspapirsalget, hvilket generelt har medført bedre afsætningsmuligheder. Samtidig er det Nationalbankens erfaring, at den reducerede usikkerhed leder til bedre priser på statspapirerne.

Samtidig med at markedsdeltagerne informeres om de generelle linjer, lægges der stor vægt på, at de præcise vilkår i salget - planlagte beløb, kurser og tidspunkter etc. - behandles rent forretningsmæssigt.

Statspapirerne sælges via handelssystemerne på Københavns Fondsbørs, hvor Nationalbanken generelt har samme vilkår som de øvrige børshandlere. Det vil sige, at Nationalbanken ved statspapirudstedelse sælger statspapirer til samme markedspriser og på samme vilkår som andre børshandlere, der vil handle statspapirer.

8.3. De handlende på Københavns Fondsbørs

Kun professionelle værdipapirhandlere samt Danmarks Nationalbank kan handle værdipapirer direkte på Københavns Fondsbørs. Virksomheder eller personer, som ønsker at investere i danske statspapirer, kan ikke købe dem direkte på Københavns Fondsbørs, men må i stedet henvende sig til et pengeinstitut eller en børsmægler.¹⁾

En børshandler er en fondshandler, som er handelsberettiget på Københavns Fondsbørs. Fondshandlere kan blive handelsberettigede ved at blive godkendt af Finanstilsynet og efterfølgende betale en tilslutningsafgift til Københavns Fondsbørs. En fondshandler er en finansiell virksomhed, der er tilsluttet Værdipapircentralen på en måde, der giver adgang til at deltage direkte i betalingsafviklingen for værdipapirhandler. Det skal her nævnes, at Nationalbanken i lovmæssig forstand ikke er en børshandler. Af praktiske grunde omtales Nationalbanken dog som en børshandler i dette kapitel.

Ultimo 1994 havde i alt 96 pengeinstitutter, børsmæglere og realkreditinstitutter status som fondshandlere. Af disse var i alt 26 virksomheder handelsberettigede på Københavns Fondsbørs. Det var 15 pengeinstitutter, 10 børsmæglersekskaber samt Danmarks Nationalbank.

Når fondshandlere handler værdipapirer med kunder eller med andre fondshandlere, skal handlerne indberettes til Københavns Fondsbørs. Det gælder også, selv om handlerne ikke er foregået via Københavns Fondsbørs' systemer.

Det er imidlertid kun handler, hvori der indgår danske fondshandlere, som skal indberettes til Københavns Fondsbørs. Investorer kan godt købe danske statsobligationer af en dansk fondshandler og uden indberetning til Københavns Fondsbørs sælge papirerne videre til andre, der ikke er fondshandlere. Dette er fx tilfældet med den betydelige handel, der foregår via internationale investeringsbanker, som oftest er placeret i London. Størstedelen af handelen involverer dog danske fondshandlere og indberettes derfor til Københavns Fondsbørs.

8.4. Handelssystemer på Københavns Fondsbørs

Københavns Fondsbørs har i dag tre elektroniske handelssystemer: match-, accept- og elektrobrokersystemet. Ud over de egentlige handelssystemer findes det såkaldte interessesystem, som er et handelsunderstøttende system. Yderligere har Københavns Fondsbørs et indberetningssystem, hvortil handler indgås uden om de tre handelssystemer -

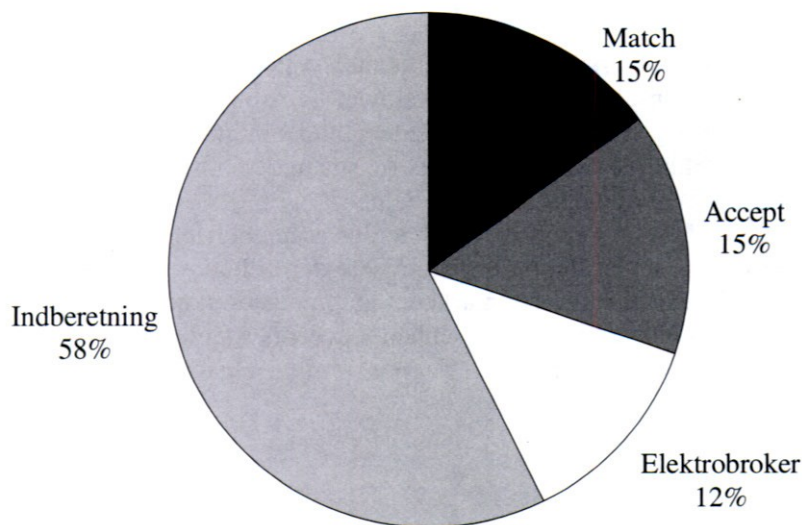
¹⁾ Private kan, jf. kapitel 1, også købe statspapirer på postordre i Hypotekbanken.

dvs. typisk pr. telefon - skal indberettes. De handelsberettigede er tilsluttet systemerne fra deres egne kontorer. Handelssystemerne er åbne fra kl. 9.00 til kl. 15.30, mens interessesystemet er åbent fra kl. 8.00 til kl. 18.00.

I tillæg til ovennævnte systemer, der er forbeholdt de handelsberettigede, har Københavns Fondsbørs et informationssystem, som enhver kan abonnere på. I dette system udsendes priser og mængder fra match-, accept- og indberetningssystemet.

I oktober og november 1994¹⁾ foregik 42 pct. af obligationsomsætningen mellem børshandlere i handelssystemerne, mens 58 pct. blev handlet pr. telefon og efterfølgende indberettet, jf. figur 8.4.1.

Figur 8.4.1. Obligationsomsætning mellem børshandlere i oktober og november 1994 fordelt efter Københavns Fondsbørs' systemer.



Matchsystemet

Matchsystemet er et automatisk handelssystem, som for hvert værdipapir kontinuerligt sammenligner bud (tilbud om køb af værdipapirer) og udbud (tilbud om salg af værdipapirer), som børshandlere har lagt ind i systemet.

¹⁾ Elektrobrokersystemet blev først taget i brug ultimo september 1994, hvorfor der ikke er tidligere statistik over brugen af systemerne.

Når der for et værdipapir findes en udbudspris, som svarer til eller er lavere end en budpris, etablerer matchsystemet automatisk en handel. Matchsystemet sikrer, at den, som lægger et bud/udbud ind i systemet, altid handler til den mest fordelagtige pris, som allerede ligger i systemet. Er der flere bud med samme pris, deles mængden lige mellem byderne. Når systemet har etableret en handel, udsendes der automatisk information om handlet mængde og pris til samtlige børshandlere.

Børshandlerne kan for de enkelte værdipapirer udelukkende se prisen på bedste bud/udbud samt tilbudsgiverens identitet. Børshandlerne kan altså ikke se tilbuddenes dybde, dvs. den mængde, der ligger bag de givne bud/udbud. Det er muligt at købe en mindre del af den udbudte mængde. Den mindste omsætningsenhed i matchsystemet er 5 mill.kr., hvorfor matchsystemet især bruges til større handler.

Acceptsystemet

Acceptsystemet er et halvautomatisk handelssystem. Systemet kan sammenlignes med en elektronisk opslagstavle, hvor børshandlerne kan slå tilbud om køb og salg op. De opslåede tilbud omfatter såvel pris som mængde, og samtlige tilbud med pris og mængde samt børshandlerens identitet kan ses af alle deltagere i systemet.

Handler etableres, ved at en børshandler accepterer et indlagt tilbud. Alle handler i acceptsystemet omfatter hele den tilbudte mængde. Efter handlens indgåelse informeres markedet automatisk om handlet mængde og pris. Den mindste omsætningsenhed i acceptsystemet er 10.000 kr. Dermed er acceptsystemet mere velegnet til mindre handler, end matchsystemet er.

Elektrobrokersystemet

Københavns Fondsbørs har fra september 1994 et tredje handelssystem, elektrobrokersystemet. Dette system svarer til acceptsystemet, men børshandlerne kan i elektrobrokersystemet ikke se tilbudsgivernes identitet. Dette system er forbeholdt markedet makere, som stiller tovejspriser i de omhandlede papirer.

Telefonhandel og indberetningssystemet

Ud over handel via de elektroniske systemer kan der handles mundtligt pr. telefon - på det såkaldte "telefonmarked". Når fondshandlere indgår

en aftale om obligationshandel via telefon, skal begge parter senest 90 sekunder efter handlens indgåelse indberette handlen til Københavns Fondsbørs' indberetningssystem. Umiddelbart herefter gøres informationen tilgængelig for markedet.

Interessesystemet

Som supplement til handelssystemerne og indberetningssystemet findes interessesystemet, der skal understøtte telefonmarkedet. I interessesystemet kan børshandlerne signalere interesse for at handle værdipapirer ved at indlægge kurs og identitet samt eventuelt en kommentar. Der kan ikke i interessesystemet handles direkte mellem deltagerne; handler skal efterfølgende afsluttes i telefonmarkedet og indberettes til Københavns Fondsbørs. De afgivne meldinger i systemet er bindende. Market makerne bruger interessesystemet til at stille priser i statens 10-årige benchmarkobligation, som ultimo 1994 er 7 pct. stående lån 2004.

Market making i statspapirer

For at sikre likviditeten¹⁾ i nogle af de mest omsatte obligationer har en gruppe børshandlere oprettet såkaldte market making-ordninger, som helt overvejende omfatter statspapirer. Formålet med ordningerne er, at de deltagende market makere (som alle er børshandlere) gensidigt har forpligtet sig til at stille såvel købs- som salgspriser for en bestemt mængde (10-50 mill.kr.) af de omfattede obligationer til enhver tid. Der er fastsat en maksimal forskel mellem den stillede købs- og salgspris.

Hvis en børshandler fx er market maker for 25 mill.kr. i statens 8 pct. stående lån 2006, skal denne børshandler ved henvendelse fra en anden market maker altid stille såvel købspris for 25 mill.kr. af obligationen som salgspris for 25 mill.kr. Der må maksimalt være en forskel på 0,10 kurspoint mellem købs- og salgspris. Den henvendende market maker kan frit acceptere tilbuddet eller lade være, men hvis han lader være, er han til gengæld forpligtet til selv at stille købs- og salgspriser.

Der er etableret en "frivillig market maker" (FMM) ordning samt en "quote on request" (QOR) ordning. Det er frivilligt for børshandlerne at deltage og i givet fald, hvilket beløb de vil deltage for.

FMM-ordningen er etableret af Københavns Fondsbørs. Ordningen omfatter kun statens 10-årige benchmarkobligation 7 pct. stående lån 2004. De deltagende market makere stiller kontinuerligt priser til hinan-

¹⁾ En obligation er likvid, når en investor kan sælge eller købe et væsentligt beløb af obligationsserien til den gældende markedskurs.

den i Københavns Fondsbørs' interessesystem, jf. ovenfor, og stiller op for mellem 10 og 25 mill.kr.

QOR-ordningen er etableret af Børsmæglerforeningen. I QOR-ordningen er market makerne forpligtet til telefonisk at stille priser, når de bliver ringet op af en anden market maker. De deltagende market make-re stiller op for mellem 10 og 50 mill.kr. QOR-ordningen omfatter i alt 15 statspapirer.

Der er i alt 18 market makere, som har etableret market making i 16 statspapirer. I hvert statspapir er der gennemsnitligt 13 market makere, som samlet stiller op for 366 mill.kr. i papiret. Hver market maker stiller gennemsnitligt op i 11 statspapirer og har i alt forpligtet sig for 327 mill.kr.

Market maker-ordningen gør de omfattede værdipapirer mere likvide og dermed mere attraktive for investorer. Det skyldes, at en market maker som regel vil være villig til at købe værdipapirerne fra investor til markedskurs, idet market making-ordningen sikrer, at der altid vil være en markedskurs, hvortil market makerne kan handle med hinanden.

8.5. Nationalbankens anvendelse af handelssystemerne

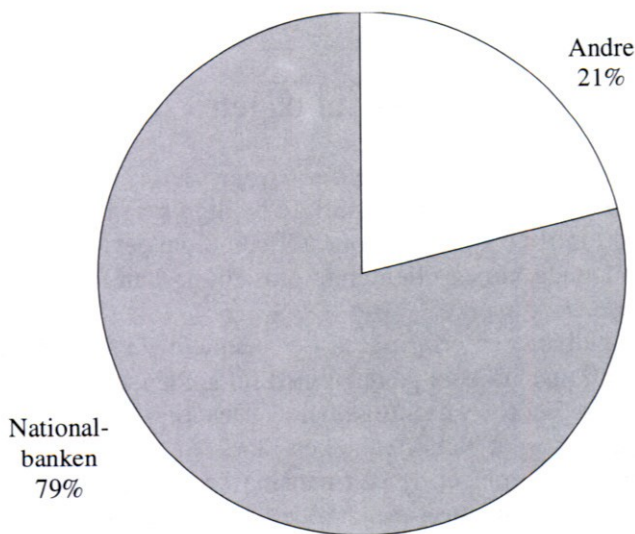
Nationalbanken foretager den overvejende del af statspapisalget i matchsystemet. Det skyldes, at matchsystemet på én gang er velegnet til salg af store mængder obligationer, sikrer alle børshandlere lige adgang til at købe statspapirer (for det beløb, de ønsker) og samtidig sikrer øjeblikkelig udbredelse af markedsinformation om statspapisalget.

Statspapisalget vil derfor i praksis ske, ved at Nationalbanken - efter at have vurderet, at markedspriserne er acceptable, og at der er købsinteresse i markedet - udbyder et beløb til salg i matchsystemet. Det vil typisk dreje sig om 100-200 mill.kr. Derefter aftager børshandlere i systemet større eller mindre portioner af det udbudte beløb. Som regel afsættes papirerne til flere forskellige købere. Hvis markedsniveauet ikke har ændret sig, og der fortsat er et salgsbehov, udbydes der endnu et beløb. Hvis markedsniveauet er steget, eller Nationalbanken vurderer det som formålstjenligt, kan kurserne blive hævet marginalt på det nye udbud. Denne proces fortsætter, indtil der ikke længere er interesserede købere, eller indtil Nationalbanken ikke ønsker at sælge mere.

I praksis er det hovedsagelig Nationalbanken, som bruger matchsystemet, idet de fleste børshandlere foretrækker andre handelssystemer samt (især) telefonhandler med efterfølgende indberetning. Nationalbanken har således stået for ca. 80 pct. af omsætningen mellem børshandlere i matchsystemet i 7 pct. stående lån 2004 i perioden juli 1993 til september 1994, jf. figur 8.5.1. Det skal bemærkes, at udstedelsen af 7 pct.

stående lån 2004 i samme periode kun har stået for ca. 5 pct. af den samlede omsætning mellem børshandlere.

Figur 8.5.1. Nationalbankens andel af samtlige handler i matchsystemet i perioden juli 1993 - september 1994 i 7 pct. stående lån 2004.



Acceptsystemet bruges sjældent til statspapiersalget. Det skyldes primært, at dette system ikke er velegnet til handel for større beløb. Der kan bl.a. kun handles hele det tilbudte beløb på én gang. Acceptsystemet benyttes derfor typisk kun, hvis der i systemet ligger et tilbud om køb af statspapirer for et beløb, der ikke er deleligt med omsætningsenheden i matchsystemet. Et sådant tilbud kan Nationalbanken i givet fald acceptere, hvis Nationalbanken samtidig sælger i matchsystemet eller har planer om at påbegynde salg i matchsystemet umiddelbart efter. Det 30-årige statslån, 7 pct. stående lån 2024, er dog i 1994 i et vist omfang solgt via acceptsystemet, idet den solgte mængde har været forholdsvis lille.

Nationalbanken deltager ikke i elektrobrokersystemet, der er forbeholdt marked makerne. Nationalbanken har dog fået status som observatør i systemet for at kunne følge med i bud og udbud.

Når børshandlere henvender sig til Nationalbanken for at handle telefonisk, vil de som hovedregel blive henvist til matchsystemet. Statspapiersalg i telefonmarkedet (med efterfølgende indberetning) forekommer

dog i visse situationer. Der kan fx blive handlet telefonisk i situationer med tekniske problemer i matchsystemet.

Interesssystemet benyttes ikke i forbindelse med statspapisalget.

Nationalbanken leverer herudover statspapirer til Hypotekbanken som led i Hypotekbankens postordresalg til private, jf. kapitel 1, og til de fonde mv., især Den Sociale Pensionsfond, som Nationalbanken administrerer.

8.6. Statspapisalget i løbet af dagen

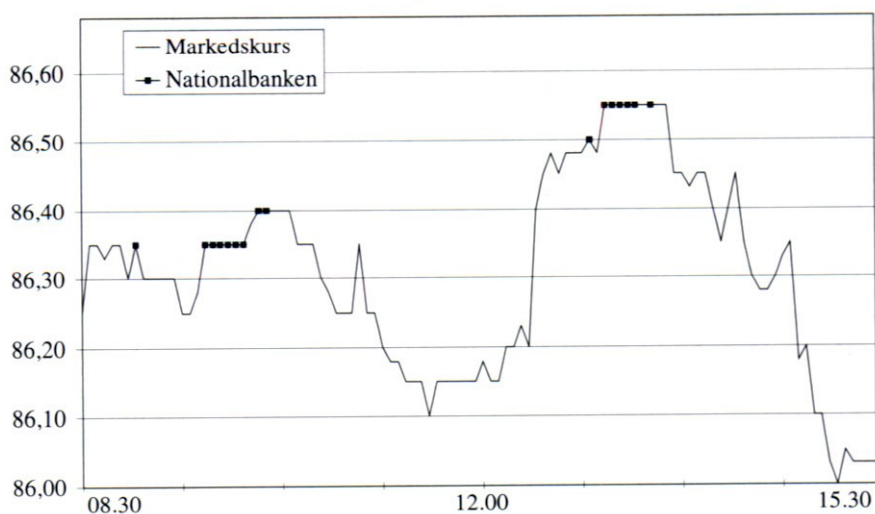
Når Nationalbanken sælger statspapirer, drejer det sig som regel om ganske store mængder. Det gennemsnitlige daglige salg i 1994 udgjorde således godt 500 mill.kr. For alle store udbydere gælder, at et stort salg på dage med faldende kurser eller ringe omsætning kan lægge et stærkt nedadgående pres på kurserne.

Det er Nationalbankens erfaring, at der sjældent vil være reel købsinteresse i obligationsmarkedet på dage med faldende kurser, hvorfor det ikke er muligt at sælge for væsentlige beløb. Desuden er det ikke muligt at ignorere risikoen for, at Nationalbanken i kraft af såvel det meget store salg som sin centrale placering på finansmarkederne i særlig grad kan skabe eller forstærke tendenser i markedet. Derfor vil Nationalbanken typisk undlade at sælge statspapirer på dage med ringe omsætning og faldende priser, men det er dog sket ved enkelte lejligheder, hvor det blev vurderet, at det var nødvendigt at få gang i salget.

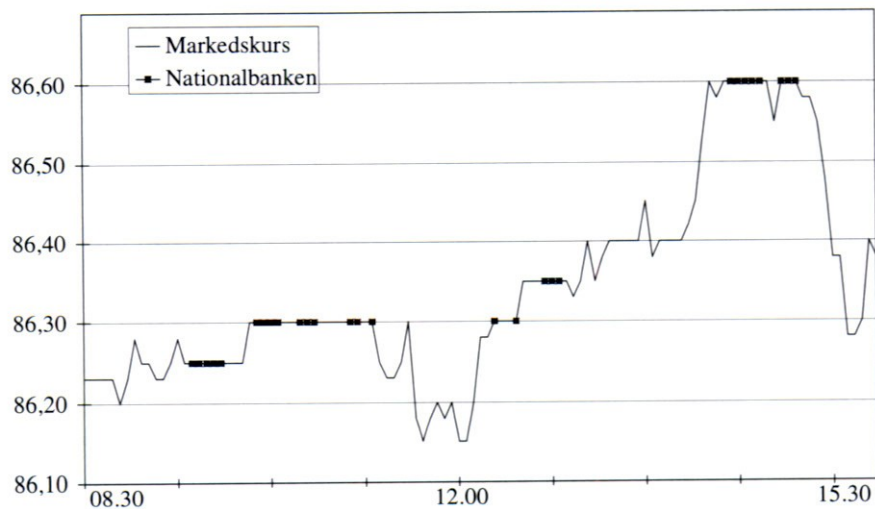
For at undgå at skabe eller fremme negative tendenser i obligationsmarkedet vil Nationalbanken som hovedregel ikke underbyde sig selv i markedet i løbet af en enkelt dag. Det vil eksempelvis sige, at hvis Nationalbanken en dag har solgt en bestemt obligation til kurs 99,50, vil dette papir resten af dagen normalt ikke blive udbudt til en kurs under 99,50. Udbud til en lavere kurs vil dog ikke fuldstændigt kunne udelukkes, hvis der sker et generelt niveauskift nedad i markedet (fx som følge af faldende udenlandske obligationsmarkeder), så der reelt er tale om en helt ny markedssituation.

Fremgangsmåden er illustreret i figur 8.6.1. og 8.6.2., der for nogle udvalgte dage viser kursen på Nationalbankens salg af 7 pct. stående lån 2004 sammenholdt med markedskursen. Der ses i begge figurer, at Nationalbanken i løbet af de to dage har solgt til successivt højere kurser trods udsvingene i markedskursen.

Figur 8.6.1. Nationalbankens salg af 7 pct. stående lån 2004 den 16. sept. 1994 sammenholdt med udviklingen i markedskursen.



Figur 8.6.2. Nationalbankens salg af 7 pct. stående lån 2004 den 23. sept. 1994 sammenholdt med udviklingen i markedskursen.

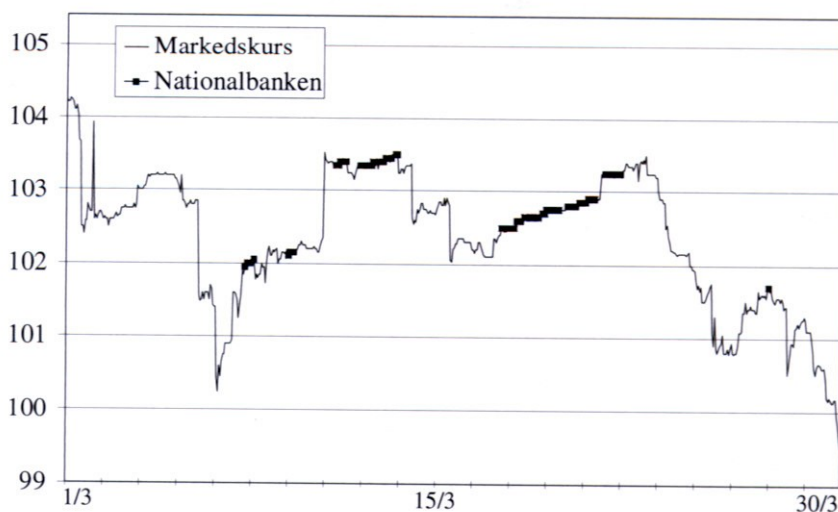


8.7. Statspapirsalget over en længere periode

Ligesom Nationalbanken som hovedregel ikke vil underbyde sig selv inden for en enkelt dag, vil Nationalbanken oftest heller ikke underbyde sig selv inden for en periode på nogle dage. Hvis der er solgt på et bestemt kursniveau en given dag, vil der ikke blive solgt til lavere kurser de førstkomende dage herefter, medmindre der sker niveauskift nedad i markedskurserne. Det er dog klart, at sandsynligheden for et generelt markedsskift, og dermed for at Nationalbanken genoptager salget på det nye, lavere kursniveau, stiger med den betragtede periodes længde.

Figur 8.7.1., der for marts 1994 viser Nationalbankens salg af 7 pct. stående lån 2004 sammenholdt med den generelle udvikling i markedskursen, illustrerer ovenstående betragtninger. Nationalbanken sælger hovedsagelig i perioder med opadgående kurser. Når tendensen vender til faldende kurser, genoptages statspapirsalget først, når markedet har nået et nyt leje og derefter udvikler sig positivt.

Figur 8.7.1. Nationalbankens salg af 7 pct. stående lån 2004 sammenholdt med markedskursen i marts 1994.



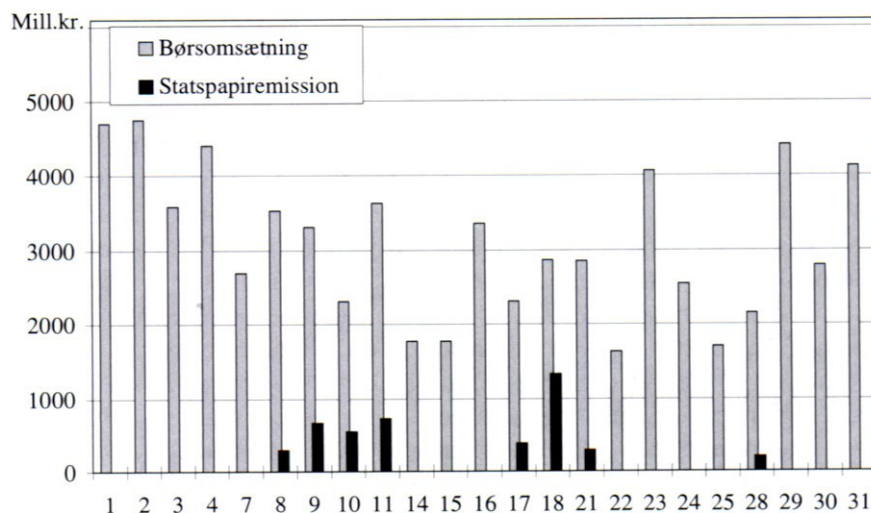
Samlet kan man altså sige, at statspapirsalget ved beherskede kurssving følger markedspriserne opad. Derimod ventes der som regel lidt, inden markedsniveauet følges nedad. Herved får obligationsmarkedet mulig-

hed for at finde et nyt leje, og det undgås, at statspapirsalget unødigt forstærker nedadgående tendenser i obligationskurserne.

Figur 8.7.1. illustrerer også, at der ofte er dage med stigende markedskurser, hvor der ikke sælges statspapirer i markedet. Det kan enten skyldes, at målet for det ønskede salg i den pågældende periode er nået, eller - som typisk i den første del af måneden i figur 8.7.1. - at der trods stigende kurser har været en meget ringe efterspørgsel og omsætning i den aktuelle obligationsserie på Københavns Fondsbørs. På sådanne dage kan forsøg på salg af statspapirer presse kurserne nedad uden nogen væsentlig afsætning, hvorfor statspapirsalg på sådanne dage generelt undlades.

Der er i figur 8.7.2. vist Københavns Fondsbørs' omsætning af 7 pct. stående lån 2004 samt Nationalbankens salg af dette papir. Figuren viser, at Nationalbankens salg som regel udgør en relativt lille andel af omsætningen i det viste papir. Der er dog også en enkelt dag med et meget stort statspapirsalg, hvor dette udgør knap halvdelen af omsætningen.

Figur 8.7.2. Omsætning mellem børshandlere samt emission af 7 pct. stående lån 2004. Fordelt efter enkeltdage i marts 1994. Nominel værdi.



8.8. Fremgangsmåde ved åbning af nye statspapirer

Indtil 1993 har Nationalbankens adfærd på åbningsdagen for nye lån traditionelt svaret til adfærden på enhver anden handelsdag. Dette er imid-

lertid ændret i 1994, idet det gennem de seneste år har vist sig, at der ofte er en særligt stor interesse på åbningsdagen. Den store interesse på åbningsdagen er set fra udstederside meget positiv, idet der herved hurtigere kan etableres en likvid serie. Dette letter salget i den følgende tid.

Den tidligere 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 gennemsnitlig måde.

Ved åbningen af 6,00 pct. statsgældsbevis 1996 I den 1. juli 1993 blev Nationalbankens udbudsmetode derfor justeret. Det blev besluttet at fastsætte en skarpere første udbudskurs end sædvanligt, men til gengæld fastholde denne kurs for en større mængde. Det var dog ikke alle markedsdeltagere, der var forberedt på denne ændring, hvilket i sammenhæng med tekniske problemer i salget medførte nogen usikkerhed.

Disse erfaringer fra 1993 har medført, at Nationalbanken ved åbningen af nye statspapirer i 1994 har søgt på forhånd at sikre gennemsnitligheden på åbningsdagen ved at indføre nogle faste rammer for fremgangsmåden ved åbningen.

Ca. en uge før åbningsdagen meddeles det til markedsdeltagerne, at der vil blive åbnet et nyt statspapir. Der oplyses om lånets karakteristika (kuponrente samt terminsdato), åbningsdag og tidspunkt (typisk kl. 11.00), samt at nærmere oplysninger om fremgangsmåden ved åbningen følger på selve åbningsdagen kl. 9.00. På åbningsdagen kl. 9.00 meddeles, hvor meget der initialt vil blive udbudt i matchsystemet på åbnings-tidspunktet, samt hvor meget der maksimalt vil blive solgt på hele åbningsdagen. De konkrete beløbsstørrelser har varieret fra papir til papir, der er blevet åbnet i 1994. Ved de seneste åbninger er det også meddelt, hvor længe det første tilbud vil blive liggende i matchsystemet, inden Nationalbanken kan vælge at slette (resten af) udbuddet fra systemet. Salgskursen offentliggøres ikke, før børshandlerne (på selve åbningstidspunktet) kan se den på Nationalbankens udbud i matchsystemet.

Hensigten med at udmelde disse beløb og tidsrum er at skabe klare spilleregler på åbningsdagen. Herved forbedres markedsdeltagerenes grundlag for at byde i handelssystemerne. Ved at meddele, hvilket beløb der initialt udbydes i matchsystemet, informeres markedsdeltagerne om, hvor meget de sikkert kan regne med at kunne byde på til åbningskursen. På de efterfølgende udbudte beløb kan Nationalbanken - som altid - hæve kursen, hvis det skønnes hensigtsmæssigt ud fra markedsvilkårene. De initiale beløb har hidtil været ganske store (1-4 mia.kr.), hvorfor investorerne har haft mulighed for at købe store beløb til samme kurs.

Ved de seneste åbninger er det blevet meddelt, at det initiale beløb kan fjernes fra matchsystemet efter en halv time. Det skyldes, at Natio-

nalbanken ikke vil være forpligtet til at sælge et bestemt beløb til en bestemt kurs for en hel dag ad gangen, idet en sådan forpligtelse svarer til at udstede en call option. I en situation, hvor markedet umiddelbart efter åbningen af et nyt papir falder, kan det ske, at kun en del af det initiale beløb afsættes. Hvis markedsniveauet senere på dagen stiger kraftigt over åbningskursen, ønsker Nationalbanken ikke fortsat at være forpligtet til at sælge til åbningskursen. Hensigten med at tidsbegrænse det initiale tilbud er at sikre Nationalbanken mulighed for eventuelt at udnytte senere kurstigninger. Tidsbegrænsningen betyder således ikke, at udbudskursen vil blive sænket, når den halve time er gået.

Ved på forhånd at fastsætte et salgsmaksimum har Nationalbanken sikret, at der i situationer med voldsom efterspørgsel stoppes for salget, uden at det er nødvendigt at hæve kursen til et niveau, der kunne vanskeliggøre salget de følgende dage. Det fastsatte maksimum meddeles til markedsdeltagerne, fordi det giver dem bedre mulighed for at udarbejde bud. Det udmeldte salgsmaksimum kan således ikke fortolkes som et ønsket mål for salget på åbningsdagen. Maksimumsbeløbene har i 1994 udgjort mellem 3 og 7 mia.kr.

Børshandlerne har været tilfredse med, at Nationalbanken har lagt åbningen af nye statspapirer i mere faste rammer.

8.9. Salget på enkeltdage over et helt år

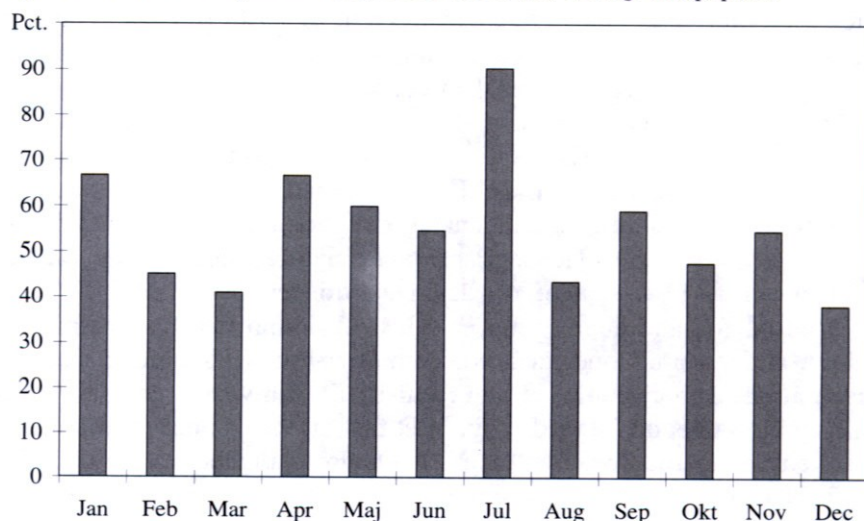
I praksis vil der som nævnt ikke finde salg sted hver eneste dag. Det kan bl.a. skyldes, at markedspriserne ikke findes fordelagtige, eller skyldes overvejelser om timingen i forhold til markedets kursbevægelser, jf. ovenfor.

Figur 8.9.1. viser andelen af handelsdagene¹⁾ i 1994, hvor der er solgt statspapirer. Figuren viser, at der typisk sælges statspapirer på halvdelen af handelsdagene. Der var i 1994 gennemsnitligt 21,1 handelsdage pr. måned, og der fandt gennemsnitligt statspapirsalg sted 11,7 dage månedligt.

I de enkelte måneder i 1994 blev der solgt statspapirer på mellem 38 pct. og 90 pct. af Københavns Fondsbørs' handelsdage. I praksis vil der på en given dag kun i yderst sjældne tilfælde blive solgt i samtlige papirer i låneviften. Det skyldes bl.a., at de enkelte statspapirer i låneviften har vidt forskellige karakteristika (restløbetid, kupon m.m.), hvilket medfører, at markedsvilkårene på en given dag som regel vil være ganske forskellige for de enkelte papirer i låneviften.

¹⁾ Det vil sige dage, hvor der kan handles på Københavns Fondsbørs.

Figur 8.9.1. Andelen af handelsdage i 1994, hvor der er solgt statspapirer.



Variationen i antal månedlige salgsdage vil derfor være noget større, hvis man ser på enkeltpapirer. I 1994 er der gennemsnitligt blevet solgt i hvert papir i låneviften 6,5 dage månedligt. Antallet af månedlige salgsdage har for flere papirer svinget mellem 1 og 13.

Variationerne i antallet af månedlige salgsdage for enkeltpapirer er i figur 8.9.2. illustreret med et kort papir og et langt papir. I figuren vises, i hvilken andel af månedens handelsdage der er solgt dels et gældsbevis, dels en 10-årig obligation. Figuren viser nogen samvariation i andelen af salgsdage for papirerne, men illustrerer samtidig, at der findes eksempler på måneder, hvor der er solgt jævnlgt i det ene papir og stort set ikke i det andet papir.

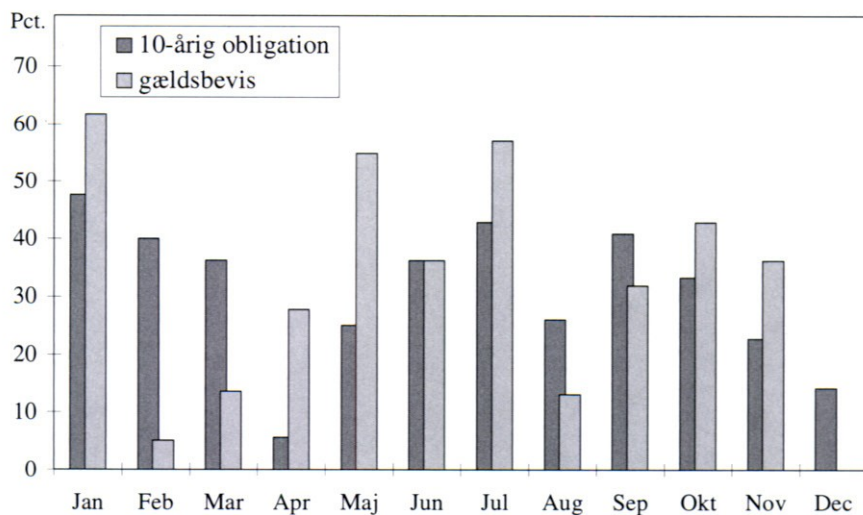
8.10. Statspapirsalgets fordeling på fondshandlere

For at sikre gode priser ved salget af statspapirer er det vigtigt, at papirerne sælges til en bred kreds af fondshandlere. I figur 8.10.1. er der vist den kumulerede andel af det samlede salg af 7 pct. stående lån 2004 fordelt på antal fondshandlere for perioden marts til november 1994.¹⁾ Figuren viser, at tre fondshandlere har købt 45 pct. af afsætningen, at seks fondshandlere har købt 73 pct. af afsætningen, samt at 10 fondshandlere har købt 90 pct. af afsætningen. I betragtning af at der i alt kun har delta-

¹⁾ Denne periode er valgt, idet det af tekniske grunde ikke er muligt at fremskaffe tal fra før marts 1994, og salget af 7 pct. stående lån 2004 stoppede primo december 1994.

get 22 fondshandlere, hvoraf en del er ganske små, må der siges at være en acceptabel spredning af salget.

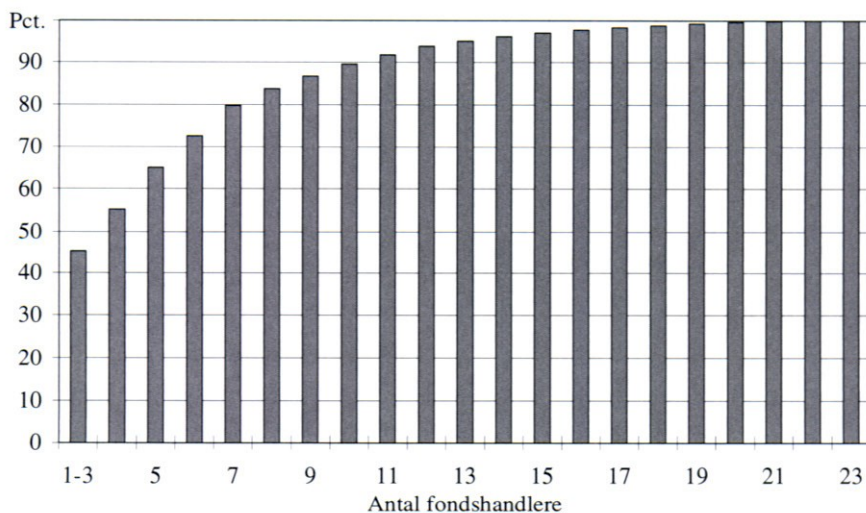
Figur 8.9.2. Andel af handelsdage i 1994, hvor der er solgt i en 10-årig obligation¹⁾ og et gældsbevis.²⁾



1) Januar-november: 7 pct. stående lån 2004, december: 8 pct. stående lån 2006.

2) Januar-juni: statsgældsbevis 1996 II, juli-december: statsgældsbevis 1997 I.

Figur 8.10.1. Salget af 7 pct. stående lån 2004 fra marts til november 1994 fordelt efter købere. Kumuleret andel.



8.11. Afslutning

Dette kapitel har angivet nogle hovedtræk i tilrettelæggelsen af salget af statspapirer. Kapitlet er udarbejdet for at give et overblik over de generelle overvejelser bag tilrettelæggelsen af statspapiersalget samt et indblik i nogle af de praktiske aspekter. Dermed sigtes ikke mod at give en fuldstændigt udtømmende beskrivelse, hvilket i øvrigt umuliggøres af, at tilrettelæggelsen af salget løbende undergår små omlægninger og forbedringer.

Kapitel 9.

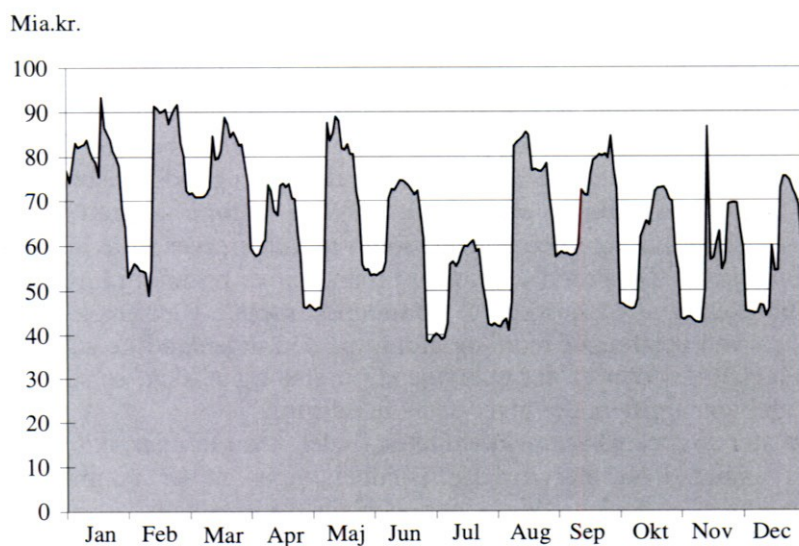
Statens betalinger

9.1. Statens løbende konto

Staten har sine likvide beholdninger anbragt i Nationalbanken på statens løbende konto. Statens betalinger foretages således via denne konto.

Finansministeriet udstedte i 1991 et cirkulære om, at de statslige ind- og udbetalinger (bortset fra helt ubetydelige) skal bringes i udbud i henhold til den givne vejledning. Nationalbanken varetager visse større betalinger, mens pengeinstitutterne varetager den væsentligste del af betalingsformidlingen mellem staten og den private sektor. De betalinger, der hidtil har været i udbud, formidles af tre pengeinstitutter. Hovedparten af disse betalinger er udbetalinger.

Figur 9.1.1. Indestående på statens løbende konto i 1994.



I de senere år er der sket en automatisering af arbejdsgangen med de statslige udbetalinger. Flere af de statslige institutioner indtaster selv egne betalinger i Nationalbankens edb-system med forfaldsdag, beløb, modtagers kontonumre, hvorefter beløbene på forfaldsdagen afregnes automatisk via sumclearing i Nationalbanken.

Der er normalt ganske store tidsforskydninger mellem statens løbende indbetalinger, løbende udbetalinger og indbetalinger fra lånoptagelser til dækning af statens finansieringsbehov. Det betyder, dels at saldoen på statens konto varierer med store beløb, jf. figur 9.1.1., dels at statens betalinger giver sig udslag i pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken.

9.2. Påvirkningen af den private sektors likviditet

Selv om der kan være betydelige afvigelser på daglig basis, er det vigtigt for tilrettelæggelsen af statspapirsalget at have en månedsfordeling af statens betalinger, således at der ikke opstår for store afvigelser mellem det indenlandske finansieringsbehov og den faktiske finansiering, jf. beskrivelsen heraf i kapitel 1.

Ifølge Maastricht-traktaten er det ikke tilladt Nationalbanken at yde staten overtræk på den løbende konto ved dagens slutning, hvilket stiller krav om pålidelige prognoser for statens betalinger med henblik på at iværksætte foranstaltninger, således at saldoen forbliver positiv.

De kortsigtede bevægelser medfører, at statsfinanserne påvirker pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken og dermed anvendelsen af de pengepolitiske instrumenter.

På denne baggrund udarbejder Nationalbanken prognoser over fordelingen af de statslige betalinger på dage for at afdække behovet for pengeinstitutternes anvendelse af genkøbsforretninger og indskudsbeviser.

Likviditetsudviklingen er også i den private sektor i høj grad påvirket af de statslige ind- og udbetalinger, som i perioder giver store udsving i pengemarkedet. De store fluktuationer forekommer primært i forbindelse med udbetaling af bloktilskud til kommuner, sociale ydelser og pensioner samt ved betaling af rente og afdrag på den indenlandske statsgæld. På indbetalingssiden er det overvejende moms og A-skat, selskabsskat samt realrenteafgiften, der giver de store udsving.

De største træk på sektorlikviditeten finder sted i februar, maj, august og november, hvor merværdiafgiftsindbetalingen falder sammen med indbetalingen af A-skat. I disse perioder gør Nationalbanken brug af de pengepolitiske instrumenter for at udjævne denne likviditetspåvirkning. Dette sker primært ved på de pågældende dage med stram likviditet at åbne for tilbagekøb af indskudsbeviser.

9.3. Månedsfordelingssystemet

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

Ud over formålene i afsnit 9.1. og 9.2. danner månedsfordelingerne bl.a. grundlag for en overvågning af den underliggende udvikling i statsfinanserne. Endelig bruges fordelingerne af pengeinstitutterne som grundlag for egne likviditetsprognoser.

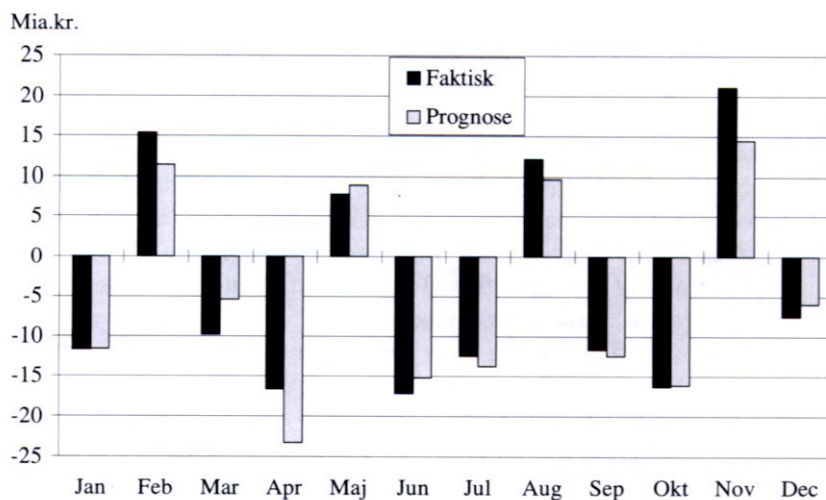
Ved at benytte finansloven som udgangspunkt er der gjort en forudsætning om, at den nettokassesaldo, der indgår på finansloven, holder for året som helhed. Ændringerne i skønnene for finansåret vil efterfølgende indgå i månedsfordelingerne. De sæsonfordelinger, der anvendes i systemet, bygger på erfaringer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

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

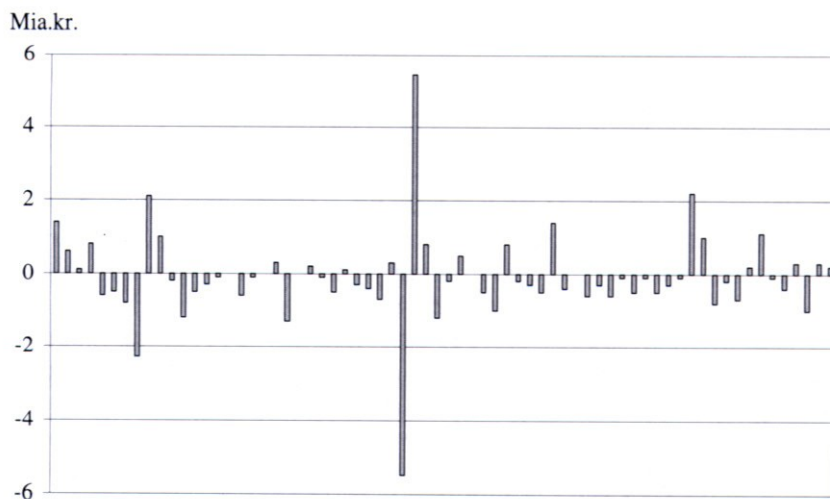
Nationalbankens erfaringer med prognoser, som omfatter månedsfordelingen og dagsfordelingen, er gode. I figur 9.3.1. sammenholdes prognosen for statens nettokasseunderskud i 1994 med den faktiske udvikling. Den faktiske udvikling i perioden januar-maj sammenlignes med månedsfordelingen fra december-skønnet, som er baseret på finansloven. Den faktiske udvikling i juni-august sammenlignes dernæst med den første reviderede månedsfordeling, som udsendes ultimo maj, baseret på Budgetoversigt 1. I september og oktober sammenlignes den faktiske udvikling med det reviderede skøn, som udsendes ultimo august på baggrund af Budgetoversigt 2. Endelig sammenlignes den faktiske udvikling på statsfinanserne i november og december med månedsfordelingen, som udsendes ultimo oktober baseret på Budgetoversigt 3.

Det ses af figuren, at der var en god overensstemmelse mellem faktisk og forventet udvikling i langt de fleste måneder. I de måneder, hvor der er større afvigelser, kan forholdet skyldes betalingsforskydninger, idet tidspunktet for visse betalinger, fx udbetaling af overskydende skat, ikke er fastlagt præcis på forhånd. Endvidere er der i enhver prognose en almindelig usikkerhed.

Figur 9.3.1. Statens nettokassesaldo i 1994.



Figur 9.3.2. Forskel mellem forventet og faktisk udvikling i bruttokassesaldo, 3. kvartal 1994.



I figur 9.3.2. sammenholdes Nationalbankens dagsfordeling af statens indenlandske bruttokassesaldo med den faktiske udvikling. Også her er der god overensstemmelse mellem prognosen og faktisk udvikling. I perioderne op til indbetaling af moms og A-skat er der konstateret mindre

afvigelser på grund af et ændret betalingsmønster. Dette nye betalingsmønster vil være indarbejdet i prognoserne fremover.

Den senest udsendte månedsfordeling fra december 1994, som er udarbejdet på baggrund af finansloven for 1995, er optrykt som bilag 9.1. Der henvises i øvrigt til *Statens låntagning og gæld 1991*, hvor månedsfordelingssystemet er beskrevet mere indgående.

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

9.4. Betalingstidspunkter

I det seneste år er der sket nogle få ændringer i betalingstidspunkterne på de statslige ind- og udbetalinger, som 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 1995 nedsættes kredittiden med fem dage, således at betalingsdatoen bliver den 20. i måneden efter salgsmåneden. Fra 1. januar 1996 rykkes betalingsdatoen frem til den 15. i måneden efter salgsdatoen, således at betalingstidspunktet falder sammen med angivelsestidspunktet. Dermed vil betalings- og angivelsesfristerne for energiafgifterne være i overensstemmelse med de øvrige punktafgifter.

Endelig bortfalder posten "eksporterhverv, ugentlig afregning", idet eksportvirksomheder fra 1995 ikke længere kan være ugeregistrerede, men må blive månedsregistrerede.

På udbetalingssiden bortfalder posten "refusion efter bistandslovens § 136", som bliver erstattet med aktiveringsordninger under kommunerne. Endvidere er orlovsydelsen indgået som en ny post sammen med iværksætter- og uddannelsesydselen. Orlovsudbetalingen finder primært sted ultimo måneden og udbetales til personer, som er på orlov i forbindelse med uddannelse, sabbat eller børnepasning.

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 1995

Tabel 1. Oversigt.

Mill.kr.	Jan.95	Feb.95	Mar.95	Apr.95
Indbetalinger	25.847	52.330	17.838	11.793
Udbetalinger	33.623	36.961	29.089	34.159
Nettokassesaldo	-7.776	15.369	-11.252	-22.367
<i>Afdrag på indenlandsk gæld:</i>				
Afdrag på statsobligationer	9.623	2.678	0	780
Indløsning af statsgældsbeviser	0	27.907	0	0
<i>Afdrag på udenlandsk gæld:</i>				
Afdrag på udenlandsk statsgæld	3.475	946	10.671	319
Opkøb af værdipapirer vedr. uden- landsk gæld	0	0	0	0
Bruttokassesaldo	-20.874	-16.162	-21.923	-23.466
Afdrag på udenlandsk statsgæld	3.475	946	10.671	319
Opkøb af værdipapirer vedr. uden- landsk gæld	0	0	0	0
Bruttokassesaldo ekskl. udl. afdrag	-17.399	-15.216	-11.252	-23.147

Maj 95	Jun.95	Jul.95	Aug.95	Sep.95	Okt.95	Nov.95	Dec.95	1995
47.797	13.311	22.342	49.049	15.909	15.532	65.940	31.827	369.514
33.095	29.127	34.575	33.479	27.820	33.236	47.945	38.642	411.752
14.702	-15.816	-12.233	15.571	-11.911	-17.704	17.995	-6.815	-42.238
0	5	1.174	0	106	961	32.140	0	47.467
0	0	0	26.283	0	0	0	0	54.190
2.645	-17	402	2.003	557	21	3.191	8	24.221
0	0	0	0	0	0	0	0	0
12.057	-15.805	-13.809	-12.716	-12.574	-18.686	-17.336	-6.823	-168.116
2.645	-17	402	2.003	557	21	3.191	8	24.221
0	0	0	0	0	0	0	0	0
14.702	-15.822	-13.407	-10.713	-12.017	-18.665	-14.145	-6.815	-143.895

Tabel 2. Indbetalinger.

Mill.kr.	Jan.95	Feb.95	Mar.95	Apr.95
Skatter:				
A-skat	23.511	16.557	16.408	17.333
B-skat	1.166	1.166	1.166	1.166
Overskydende skat inkl. § 55-beløb	-280	-417	-723	-2.509
Restskat	666	648	550	495
Frivillige indbetalinger	208	2.131	12	73
Særlig indkomstskat	60	43	28	21
Udbytte- og royaltyskat	163	31	7	98
Selskabsskat inkl. skat af fonde mv.	57	57	4.207	57
Kulbrinteskat	0	0	364	0
Realrenteafgift ekskl. DSP	0	0	0	0
Stempel- og aktieafgift	292	292	292	292
Andre skatter inkl. arve- og gaveafgift	377	377	377	377
Afregning til kommuner af indkomstskat	-12.008	-12.008	-12.008	-12.008
Arbejdsmarkedsfonde:				
Fonden for dagpenge	1.913	1.913	1.913	1.913
Aktiveringsfonden	1.089	1.089	1.089	1.089
Sygedagpengefonden	1.053	1.053	1.053	1.053
Merværdiafgift:				
Byerhverv	-1.500	34.698	500	-1.500
Eksporterhverv, månedlig afregning	-2.750	-5.550	-5.650	-5.650
Eksporterhverv, ugentlig afregning	-2.500	0	0	0
Landbrug	0	0	750	0
Import	2.225	1.700	1.575	1.575
Andre afgifter:				
Olie, gas og kul	502	502	502	502
El	466	102	401	606
Benzin	596	596	596	596
Vægtafgift og ansvarsforsikring	431	417	568	409
Registreringsafgift	1.432	1.294	1.058	817
Spiritus, vin og øl	413	456	274	301
Tobak	580	694	442	602
Andre told- og forbrugsafgifter	302	302	302	302
Miljøafgifter	332	78	108	336
Elevbidrag fra kommuner	0	0	0	0
Koncessions- og olierørsafgift	25	25	25	25
Miljøafgifter på energi	279	279	279	279
Lønsumsafgift	569	28	28	569
EU:				
Told- og landbrugsafgift	200	157	196	192
Refusion fra EU's landbrugsfond	3.283	1.400	637	637
Overførsler til staten:				
Rente fra Nationalbanken	0	0	369	0
Overskud fra Nationalbanken	0	0	0	0
Overskud fra Hypotekbanken	0	0	0	0
DSP's renteindtægter	2.550	2.075	0	1.600
Rigshospitalets betalingsordning	144	144	144	144
Ekstraordinære indbetalinger	0	0	0	0
Indbetalinger i alt	25.847	52.330	17.838	11.793

Maj 95	Jun.95	Jul.95	Aug.95	Sep.95	Okt.95	Nov.95	Dec.95	1995
18.283	18.108	17.983	16.807	17.007	17.884	17.609	18.009	215.500
1.166	168	1.166	1.166	1.166	1.166	1.166	168	12.000
-3.203	-4.043	-2.313	-1.432	-295	-343	-489	-353	-16.400
405	370	465	462	1.098	1.220	1.186	436	8.000
178	1.067	2.845	-5	13	5	7	67	6.600
9	7	14	13	271	303	312	20	1.100
323	331	1	-47	16	22	-245	-100	600
57	57	57	57	57	-568	14.044	-1.137	17.000
0	0	0	0	0	0	436	0	800
0	0	0	0	0	0	0	17.400	17.400
292	292	292	292	292	292	292	292	3.500
377	377	377	377	377	377	377	377	4.525
-12.008	-12.008	-12.008	-12.008	-12.009	-12.009	-12.009	-12.009	-144.100
1.913	1.913	1.913	1.913	1.913	1.913	1.913	2.204	23.248
1.089	1.089	1.089	1.089	1.089	1.089	1.089	1.475	13.454
1.053	1.053	1.053	1.053	1.053	1.053	1.053	1.478	13.061
36.050	500	-1.500	36.050	500	-1.500	36.175	499	138.975
-5.650	-5.700	-5.800	-5.800	-5.800	-5.800	-6.050	-6.050	-66.250
0	0	0	0	0	0	0	0	-2.500
0	1.250	0	0	1.250	0	0	750	4.000
1.575	1.575	1.575	1.575	1.575	1.700	1.750	1.750	20.150
502	502	502	502	502	502	502	502	6.020
157	581	553	36	358	470	113	606	4.450
596	596	596	596	596	596	596	596	7.150
494	438	452	420	446	475	406	409	5.365
1.296	1.087	1.648	1.790	1.541	1.391	1.319	1.325	16.000
363	352	410	386	353	316	312	339	4.275
532	551	611	694	490	499	624	531	6.850
302	302	302	302	302	302	302	302	3.625
53	66	416	51	62	381	38	78	2.000
0	0	1.829	0	0	0	0	0	1.829
25	682	25	25	25	25	25	25	960
279	279	279	279	279	279	279	279	3.350
28	28	569	28	28	569	28	28	2.500
172	291	190	180	203	191	174	278	2.425
637	637	637	637	637	638	638	638	11.056
0	369	0	0	369	0	0	369	1.477
0	0	0	0	0	0	0	0	0
0	0	444	0	0	0	0	0	444
308	0	2.925	217	0	1.950	1.825	100	13.550
144	144	144	144	144	144	144	144	1.725
0	0	2.600	1.200	0	0	0	0	3.800
47.797	13.311	22.342	49.049	15.909	15.532	65.940	31.827	369.514

Tabel 3. Udbetalinger.

Mill.kr.	Jan.95	Feb.95	Mar.95	Apr.95
Udland:				
Bistand til ulande	707	707	707	707
Tilskud til Grønland	199	199	199	199
EU's landbrugsfond	632	632	632	631
Afregning til EU af told mv.	163	136	180	144
Moms- og BNI-bidrag til EU	725	725	725	725
Kommuner:				
Generelle tilskud	2.249	2.249	2.249	2.249
Udligning af udgifter til merværdiafgift ...	777	777	777	777
Refusion af sociale ydelser	6.876	6.876	6.876	7.012
Aktiveringsordninger	200	200	200	200
Dagpenge, sygdom og fødsel	741	741	741	741
Boligtilskud:				
Boligyldelse og boligsikring	1.378	0	0	1.378
Rentesikring	0	0	187	0
Rente- og afdragsbidrag samt ydelsesstøtte	0	0	0	0
Tilskud til forbedringsarbejder	51	51	51	51
Børn:				
Børnetilskud	461	0	0	461
Børnefamilieydelse	1.980	83	0	1.980
Andet:				
Arbejdsløshedsdagpenge	2.510	2.546	2.531	2.617
Efterløn	1.130	1.052	1.229	1.148
Iværksætter-, uddannelses- og orlovsydelse	366	366	366	366
Statens uddannelsesstøtte	552	552	552	552
Driftstilskud til skoler	326	326	326	326
Løn, pension mv.:				
Lønninger	2.040	2.040	2.040	2.040
Skat af løn	1.332	1.332	1.332	1.332
Pensioner	547	547	547	547
Skat af pensioner	282	282	282	282
Anlægsudgifter	502	502	502	502
Renter mv.:				
Rente af indenlandsk statsgæld	-41	7.260	393	678
Rente af udenlandsk statsgæld	196	673	1.114	723
DSP's nettoobligationskøb	2.390	1.755	0	1.440
Residual	4.354	4.354	4.354	4.354
Udbetalinger i alt	33.623	36.961	29.089	34.159

Maj 95	Jun.95	Jul.95	Aug.95	Sep.95	Okt.95	Nov.95	Dec.95	1995
707	707	707	707	707	707	707	707	8.479
199	199	199	199	199	199	199	199	2.393
631	631	631	631	631	631	3.253	1.387	10.955
180	262	165	165	164	172	184	265	2.180
725	725	725	725	725	725	725	725	8.700
2.249	2.249	2.249	2.249	2.249	2.249	2.249	2.249	26.984
777	777	777	777	777	777	777	777	9.324
7.012	7.012	7.156	7.156	7.156	7.286	7.286	7.287	84.991
200	200	200	200	200	200	200	200	2.397
741	741	741	741	741	741	741	741	8.893
0	0	1.378	0	0	1.378	0	0	5.513
0	187	0	0	187	0	0	187	746
0	1.619	0	0	0	0	0	1.619	3.238
51	51	51	51	51	51	51	51	615
0	0	461	0	0	461	0	0	1.842
83	0	1.980	83	0	1.980	83	0	8.250
2.505	2.404	2.277	2.198	2.410	2.593	2.372	2.537	29.500
1.075	1.115	1.101	1.184	1.241	1.159	1.106	1.290	13.830
366	366	366	366	366	366	366	366	4.390
552	552	552	552	552	552	552	552	6.623
326	326	326	326	326	326	326	326	3.908
2.060	2.060	2.060	2.060	2.060	2.060	2.060	2.060	24.638
1.345	1.345	1.345	1.345	1.345	1.345	1.345	1.345	16.086
547	547	547	547	547	547	547	547	6.562
282	282	282	282	282	282	282	282	3.381
502	502	502	502	502	502	502	502	6.025
5.121	-543	404	4.629	-580	917	20.037	7.664	45.939
508	471	275	1.452	733	677	546	424	7.792
0	-12	2.765	0	-103	0	-2.903	0	5.332
4.354	4.354	4.354	4.354	4.354	4.354	4.354	4.354	52.245
33.095	29.127	34.575	33.479	27.820	33.236	47.945	38.642	411.752

Bilag 9.2.

Betalingsdatoer for statslige betalinger

Betalinger	Konto på finansloven	Betalingsdato
INDBETALINGER (Sektorvirkning generelt to bankdage senere)		
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	løbende, men primært 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.
Kulbrinteskat	§ 38.13.11.10.61	d. 20. i mar. og 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	stempelafgift løbende
	§ 38.16.03.10.61	aktieafgift 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	AL-forsikring dog altid d. 10.
	§ 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
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. 20.
El	§ 38.22.01.20.61	d. 20.
Benzin	§ 38.22.05.10.61	d. 20.
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	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.
Arbejdsmarkedsbidrag mv.:		
Lønsumsafgift	§ 38.41.02.10.61	d. 15. i jan., apr., jul. og okt.
EU:		
Told- og landbrugsafgift	§ 38.51.01 § 38.51.03	d. 20.

Betalinger	Konto på finansloven	Betalingsdato
EU (fortsat)		
Refusion fra EU's 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.
DSP's renteindtægter	§ 37.51.01.50.67	løbende ved terminer
Rigshosp. betalingsordning	§ 16.51.01.10.21	løbende
Ekstraordinære indbetalinger		løbende
UDBETALINGER (Sektorvirkning samme dag)		
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
EU's landbrugsfond	§ 24.42.11	
	§ 24.42.13	
	§ 24.42.14	
	§ 24.42.15	
	§ 24.42.17	løbende
Afregning til EU af told mv.	§ 38.51.05.10.51	
	§ 38.51.05.20.51	d. 20.
Moms- og BNI-bidrag til EU	§ 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	næstsidste bankdag

Betalinger	Konto på finansloven	Betalingsdato
Kommuner (fortsat)		
Refusion af sociale ydelser	§ 15.41-45	
	§ 15.49	
	§ 15.81-85	næstsidste bankdag
Aktiveringsordninger	§ 15.31-35	næstsidste bankdag
Dagpenge, sygdom og fødsel	§ 15.51.02	
	§ 15.52.01	bankdagen før d. 16.
Boligtilskud:		
Boligydelse og boligsikring	§ 14.21.01	
	§ 14.25.01	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- og afdragsbidrag samt 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.
Tilskud til forbedrings- arbejder	§ 14.36.01.10.72	løbende
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-, uddannelses- og orlovsydelse	§ 17.46.11	
	§ 17.46.21	løbende
	§ 17.47.08-10	sidste bankdag
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	
	§ 20.52.04	d. 20.
Løn, pension mv.:		
Lønninger	Standard kt. 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 1984 til 1994.

Mill.kr.	1984	1985	1986
A. Lån			
I. Indenlandske lån i DKK ¹⁾			
1. obligationer, fast forrentede	288.959	302.749	282.451
obligationer, variabelt forrentede	3.400	27.125	39.935
2. præmieobligationer	1.200	1.200	1.200
3. bunden opsparing	-	1.404	1.497
4. statsgældsbeviser	37.800	28.760	27.500
5. skatkammerbeviser	-	-	-
6. beholdning af egne obligationer	-50	-41	-30
I alt indenlandske lån i DKK	331.309	361.197	352.553
II. Indenlandske lån i XEU			
1. obligationer, fast forrentede	-	-	-
2. beholdning af egne obligationer	-	-	-
I alt indenlandsk nettogæld	331.309	361.197	352.553
III. Udenlandske lån			
1. i USD	53.634	42.056	55.313
2. i CHF	7.154	10.513	12.160
3. i DEM	14.995	15.778	21.131
4. i XEU	600	2.588	5.874
5. i JPY	13.110	11.775	9.874
6. i andre valutaer samt flermøntede	9.041	10.220	15.561
7. beholdning af egne obligationer ²⁾	-328	-545	-2.463
I alt udenlandsk nettogæld	98.206	92.385	117.450
I alt inden- og udenlandske lån	429.515	453.582	470.003
Inden- og udenlandske lån i pct. af BNP	76,0	73,7	70,5
B. Indestående i Danmarks Nationalbank	-14.336	-20.752	-51.448
C. Den Sociale Pensionsfond			
1. statspapirer	-21.451	-24.133	-25.543
2. andre værdipapirer	-61.061	-65.278	-69.491
I alt Den Sociale Pensionsfond, nominelt	-82.512	-89.411	-95.034
Samlet statsgæld, netto (A-B-C)	332.667	343.419	323.521
Samlet statsgæld, netto, i pct. af BNP	58,8	55,8	48,5

Note: + = passiver, - = aktiver.

¹⁾ Ekskl. papirer i statens beholdning under locationswap-ordningen, jf. bilagstabel 9.

²⁾ Bogført til anskaffelsesværdi, jf. statsregnskabet. Fra og med 1993 er der foretaget valutakursregulering.

1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
243.212	215.492	221.592	229.221	252.481	316.690	357.346	409.565
56.935	82.785	88.410	85.010	85.010	57.147	41.241	30.345
1.200	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200
1.464	1.425	1.375	864	392	-	-	-
43.675	54.085	64.550	68.850	74.050	71.150	94.200	111.705
-	-	-	21.350	49.250	55.485	58.339	56.238
-21	-18	-11	-5	-1	0	-	-
346.465	354.969	377.116	406.490	462.382	501.672	552.326	609.053
-	-	-	-	-	9.827	9.824	9.698
-	-	-	-	-	-	-	-970
346.465	354.969	377.116	406.490	462.382	511.499	562.150	617.781
44.637	32.983	27.624	15.556	17.103	37.802	50.889	24.912
16.572	20.452	17.919	21.033	15.785	13.952	20.914	18.393
26.799	29.374	30.034	36.700	28.464	23.758	47.223	42.772
10.191	14.480	16.970	18.103	18.025	14.942	9.364	5.576
13.781	12.718	10.156	3.597	1.866	3.159	5.612	10.419
15.657	14.326	13.328	24.112	11.096	11.019	31.610	29.494
-1.516	-1.569	-1.574	-1.126	-1.374	-1.151	-1.338	-1.784
126.121	122.764	114.457	117.975	90.965	103.482	164.274	129.782
472.586	477.733	491.573	524.465	553.347	614.981	726.424	747.563
67,5	65,3	64,1	65,6	66,8	72,2	83,2	79,8
-57.960	-39.855	-35.254	-45.206	-11.649	-30.927	-88.781	-56.910
-27.667	-27.009	-30.212	-36.193	-38.872	-43.611	-45.270	-50.143
-73.091	-79.215	-81.164	-82.254	-86.836	-88.583	-93.105	-96.689
-100.758	-106.224	-111.376	-118.447	-125.708	-132.194	-138.375	-146.832
313.868	331.654	344.943	360.812	415.990	451.860	499.268	543.821
44,8	45,3	45,0	45,2	50,2	53,1	57,2	57,7

Bilagstabel 2.

Indenlandske statslån optaget i 1994.¹⁾

Nr. 218, 9 pct. stående lån 1998

Udstedt beløb i 1994, mill.kr.	100
Rentetermin	15.nov.
Fondskode	0991554
Udstedelse påbegyndt	2.jan.1989
Lånet afdrages i sin helhed	15.nov.1998

Nr. 257, 7 pct. stående lån 2004

Udstedt beløb i 1994, mill.kr.	42.300
Rentetermin	15.dec.
Fondskode	0991783
Udstedelse påbegyndt	25.maj 1993
Lånet afdrages i sin helhed	15.dec.2004

Nr. 258, Skatkammerbevis 1994 II

Udstedt beløb i 1994, mill.kr.	2.820
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 1994, mill.kr.	3.528
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 1994, mill.kr.	11.695
Rentetermin	-
Fondskode	0980471
Udstedelse påbegyndt	1.okt.1993
Lånet afdrages i sin helhed	1.jul.1994

Nr. 261, Skatkammerbevis 1994 IV

Udstedt beløb i 1994, mill.kr.	29.810
Rentetermin	-
Fondskode	0980498
Udstedelse påbegyndt	3.jan.1994
Lånet afdrages i sin helhed	1.jul.1994

Nr. 262, 5,25 pct. statsgældsbevis 1996 II

Udstedt beløb i 1994, mill.kr.	18.170
Rentetermin	10.aug.
Fondskode	0991805
Udstedelse påbegyndt	3.jan.1994
Lånet afdrages i sin helhed	10.aug.1996

Nr. 263, Skatkammerbevis 1995 I

Udstedt beløb i 1994, mill.kr.	24.496
Rentetermin	-
Fondskode	0980501
Udstedelse påbegyndt	5.apr.1994
Lånet afdrages i sin helhed	2.jan.1995

Nr. 264, 7 pct. stående lån 2024

Udstedt beløb i 1994, mill.kr.	5.537
Rentetermin	10.nov.
Fondskode	0991813
Udstedelse påbegyndt	6.apr.1994
Lånet afdrages i sin helhed	10.nov.2024

Nr. 265, 6 pct. stående lån 1999

Udstedt beløb i 1994, mill.kr.	41.241
Rentetermin	10.dec.
Fondskode	0991821
Udstedelse påbegyndt	14.apr.1994
Lånet afdrages i sin helhed	10.dec.1999

Nr. 266, Skatkammerbevis 1995 II

Udstedt beløb i 1994, mill.kr.	22.352
Rentetermin	-
Fondskode	0980536
Udstedelse påbegyndt	1.jul.1994
Lånet afdrages i sin helhed	3.apr.1995

Nr. 267, 6,25 statsgældsbevis 1997 I

Udstedt beløb i 1994, mill.kr.	18.317
Rentetermin	10.feb.
Fondskode	0991856
Udstedelse påbegyndt	1.jul.1994
Lånet afdrages i sin helhed	10.feb.1997

Nr. 268, Skatkammerbevis 1995 III

Udstedt beløb i 1994, mill.kr.	9.390
Rentetermin	-
Fondskode	0980544
Udstedelse påbegyndt	3.okt.1994
Lånet afdrages i sin helhed	3.jul.1995

Nr. 269, 8 pct. stående lån 2006

Udstedt beløb i 1994, mill.kr.	2.595
Rentetermin	15.mar.
Fondskode	0991864
Udstedelse påbegyndt	5.dec.1994
Lånet afdrages i sin helhed	15.mar.2006

¹⁾ Ekskl. papirer i statens beholdning under locationswap-ordningen, jf. bilagstabel 9.

Bilagstabel 3.

Udenlandske statslån optaget i 1994.¹⁾

Nr. 582, Lån med tilknyttet swap

Lån:

Udbudsdato	3.feb.1994
Hjemtagelsesdato	23.feb.1994
Udløbsdato	23.feb.1995
Låntype	Udstedelse nr. 1 under statens EMTN-program
Ledende bank	Bank Morgan Stanley AG, Frankfurt
Nominelt lånebeløb	CHF 25.000.000
Nominel rente	4,25 pct. p.a. (Renten tilskrives dagligt med CHF 4,25 pct. p.a., hvis 3-mdrs. USD-Libor på rentetilskrivningsdagen er inden for et bånd på 3,00-4,00 pct. Dette bånd gælder i de første 6 mdr., derefter er båndet 3,00-4,25 pct. Falder 3-mdrs. USD-Libor uden for disse "korridorer" på rentetilskrivningsdagen, tilskrives 0 pct. i rente).
Emissionskurs	100 pct.
Kommissioner	Ingen
Andre omkostninger	Ingen
Tilbagebetalingskurs	100 pct.

Swap:

Startdato	23.feb.1994
Indhold	Alle forpligtelser i henhold til lånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet, stående lån med samme løbetid.
Swapmodpart	AIG Financial Securities (U.K.) Limited, London
Hovedstol	CHF 25.000.000
Nominel rente	3-mdrs. CHF-Libor -0,35 pct. kvartårlig mod lånets renteforpligtelse.
Effektiv rente	0,35 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 3-mdrs. CHF-Libor.
Lånebeløb i DKK	23.feb.1994: CHF 25.000.000 à DKK 463,65 = DKK 115.912.500.

¹⁾ Sædvanligvis vil der i lånebetingelserne indgå en bestemmelse om, at staten skal holde obligationsejerne skadesløse for en eventuel fremtidig kuponskat. Til gengæld kan staten opsiges lånet til førtidig indfrielse, hvis pålæggelsen af skatten har været uden for den danske stats kontrol. Denne mulighed for førtidig 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. 583, Lån med tilknyttet swap

Lån:

Udbudsdato	15.feb.1994
Hjemtagelsesdato	8.mar.1994
Udløbsdato	8.mar.1995
Lånetype	Udstedelse nr. 5 under statens EMTN-program
Ledende bank	Morgan Stanley & Co. International Limited, London
Nominelt lånebeløb	USD 5.000.000
Nominel rente	6 pct. p.a.
Emissionskurs	99 pct.
Kommissioner	Ingen
Andre omkostninger	Ingen
Tilbagebetalingskurs	100 pct. + 20 x (3,44 pct. minus 5-års JPY-swaprente pr. 5.mar.1995). Minimum tilbagebetalingsbeløb er 0.

Swap:

Startdato	8.mar.1994
Indhold	Alle forpligtelser i henhold til lånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet, stående lån med samme løbetid. Staten har ved swappens start modtaget et engangsbeløb på USD 50.000 fra swapmodparten, udgørende forskellen mellem det nominelle lånebeløb og låneprovenuet.
Swapmodpart	Morgan Stanley Derivative Products, New York (MSDP)
Hovedstol	USD 5.000.000
Nominel rente	6-mdrs. USD-Libor -0,40 pct. halvårlig mod lånets renteforpligtelse.
Effektiv rente	0,40 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6-mdrs. USD-Libor.
Lånebeløb i DKK	8.mar.1994: USD 5.000.000 à DKK 669,70 = DKK 33.485.000.

Nr. 584, Lån med tilknyttet swap

Lån:

Udbudsdato	15.feb.1994
Hjemtagelsesdato	24.feb.1994
Udløbsdato	24.feb.1995
Lånetype	Udstedelse nr. 2 under statens EMTN-program
Ledende bank	Goldman Sachs & Co. oHG, Frankfurt
Nominelt lånebeløb	DEM 15.000.000
Nominel rente	39,25 pct. p.a., hvis ITL/DEM-kursen er mindre end eller lig med 1000 ved udløb, eller 0 pct. p.a., hvis ITL/DEM-kursen er over 1000 ved udløb.
Emissionskurs	100 pct.
Kommissioner	Ingen
Andre omkostninger	Ingen
Tilbagebetalingskurs	80 pct. af hovedstolen.

Nr. 584 fortsatSwap:

Startdato	24.feb.1994
Indhold	Alle forpligtelser i henhold til lånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet, stående lån med samme løbetid. Staten skal ved swappens udløb betale et engangsbeløb på DEM 3.000.000 til swapmodparten, udgørende forskellen mellem det nominelle lånebeløb og lånets indfrielsesbeløb.
Swapmodpart	Goldman Sachs Capital Markets, L.P., London
Hovedstol	DEM 15.000.000
Nominel rente	6-mdrs. DEM-Libor -0,35 pct. halvårlig mod lånets renteforpligtelse.
Effektiv rente	0,35 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6-mdrs. DEM-Libor.
Lånebeløb i DKK	24.feb.1994: DEM 15.000.000 à DKK 390,54 = DKK 58.581.000.

Nr. 585, Lån med tilknyttet swapLån:

Udbudsdato	18.feb.1994
Hjemtagelsesdato	1.mar.1994
Udløbsdato	1.mar.1995
Lånetype	Udstedelse nr. 3 under statens EMTN-program
Ledende bank	Goldman Sachs International Limited, London
Nominelt lånebeløb	USD 10.000.000
Nominel rente	(6-mdrs. USD-Libor +1,0 pct.) x R, hvor R er antallet af dage i perioden, hvor 3-mdrs. USD-Libor er inden for et givet interval divideret med antallet af dage i den pågældende periode. Det nævnte interval er 3,00 pct.-4,125 pct. for de første 6 mdr. og derefter 3,375 pct.-4,75 pct.
Emissionskurs	100 pct.
Kommissioner	Ingen
Andre omkostninger	Ingen
Tilbagebetalingskurs	100 pct.

Swap:

Startdato	1.mar.1994
Indhold	Alle forpligtelser i henhold til lånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet, stående lån med samme løbetid.
Swapmodpart	Goldman Sachs Capital Markets, L.P., London
Hovedstol	USD 10.000.000
Nominel rente	6-mdrs. USD-Libor -0,35 pct. halvårlig mod lånets renteforpligtelse.
Effektiv rente	0,35 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6-mdrs. USD-Libor.
Lånebeløb i DKK	1.mar.1994: USD 10.000.000 à DKK 673,20 = DKK 67.320.000.

Nr. 586, Lån med tilknyttet swapLån:

Udbudsdato	22.feb.1994
Hjemtagelsesdato	7.mar.1994
Udløbsdato	9.nov.1998
Lånetype	Udstedelse nr. 4 under statens EMTN-program
Ledende bank	Banque Paribas, London
Nominelt lånebeløb	JPY 10.000.000.000
Nominel rente	7.mar.1994-7.maj 1994 = 10-års JPY-swaprente -1,10 pct. 7.maj 1994-7.nov.1994 = 10-års JPY-swaprente -1,10 pct. Herefter: 10-års JPY-swaprente -1,10 pct. + $20 \times \min(S + 0,2 \text{ pct.}, 0 \text{ pct.})$, hvor "S" er spredet mellem den 10-årige JPY-swaprente og den teoretiske effektive rente på den 10-årige japanske statsobligation(JGB)-future. Minimum kuponrente = 0 pct.
Emissionskurs	100,40 pct.
Kommissioner	JPY 100.000.000
Andre omkostninger	Ingen
Tilbagebetalingskurs	100 pct.

Swap:

Startdato	7.mar.1994
Indhold	Alle forpligtelser i henhold til lånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet, stående lån med samme løbetid. Staten modtager ved swappens udløb et engangsbeløb på JPY 60.000.000 fra swapmodparten, udgørende forskellen mellem det nominelle lånebeløb og obligationslånets indfrielsesbeløb.
Swapmodpart	Banque Paribas, Paris, garanteret af Paribas Dérivés Garantis
Hovedstol	JPY 9.940.000.000
Nominel rente	6-mdrs. JPY-Libor -0,40 pct. halvårlig mod lånets renteforpligtelse.
Effektiv rente	0,40 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6-mdrs. JPY-Libor.
Lånebeløb i DKK	7.mar.1994: JPY 9.940.000.000 à DKK 6,4352 = DKK 639.658.880.

Nr. 587, Lån med tilknyttet swapLån:

Udbudsdato	10.mar.1994
Hjemtagelsesdato	25.mar.1994
Udløbsdato	25.mar.1997
Lånetype	Udstedelse nr. 7 under statens EMTN-program
Ledende bank	Lehman Brothers International (Europe), London
Nominelt lånebeløb	USD 20.000.000
Nominel rente	Variabel (6-mdrs. USD-Libor + $2 \times S$ -5,65 pct. (hvor S = 5-års USD-swaprente minus 5-års JPY-swaprente). Minimum kuponrente = 0 pct.)
Emissionskurs	100 pct.
Kommissioner	Ingen

Nr. 587 fortsat

Andre omkostninger	Ingen
Tilbagebetalingskurs	USD 20.000.000 + (46.500 x guldprisen pr. ounce ved udløb) minus 2.160.000.000/ JPY/USD-kursen ved udløb. Minimum tilbagebeta- lingskurs = 0 pct.
<u>Swap:</u>	
Startdato	25.mar.1994
Indhold	Alle forpligtelser i henhold til lånet ombyttes med forpligtelser sva- rende til et variabelt forrentet, stående lån med samme løbetid.
Swapmodpart	Société Générale, New York
Hovedstol	USD 20.000.000
Nominel rente	6-mdrs. USD-Libor -0,40 pct. halvårlig mod lånets renteforpligtelse.
Effektiv rente	0,40 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6-mdrs. USD- Libor.
Lånebeløb i DKK	25.mar.1994: USD 20.000.000 à DKK 663,25 = DKK 132.650.000.

Nr. 588, Lån med tilknyttet swapLån:

Udbudsdato	15.mar.1994
Hjemtagelsesdato	24.mar.1994
Udløbsdato	24.mar.1997
Lånetype	Udstedelse nr. 8 under statens EMTN-program
Ledende bank	Swiss Bank Corporation, London
Nominelt lånebeløb	JPY 2.000.000.000
Nominel rente	Variabel (3-mdrs. JPY-Libor +0,50 pct.)
Emissionskurs	102,80 pct.
Kommissioner	Ingen
Andre omkostninger	Ingen
Tilbagebetalingskurs	100 pct.

Swap:

Startdato	24.mar.1994
Indhold	Alle forpligtelser i henhold til lånet ombyttes med forpligtelser sva- rende til et variabelt forrentet, stående lån med samme løbetid. Staten betalte ved swappens start et engangsbeløb på JPY 56.000.000 til swapmodparten, svarende til lånets overkurs.
Swapmodpart	Swiss Bank Corporation, London
Hovedstol	JPY 2.000.000.000
Nominel rente	3-mdrs. JPY-Libor -0,42 pct. kvartårlig mod lånets renteforpligtelse.
Effektiv rente	0,42 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 3-mdrs. JPY-Libor.
Lånebeløb i DKK	24.mar.1994: JPY 2.000.000.000 à DKK 6,2533 = DKK 125.066.000.

Nr. 589, Lån med tilknyttet swap

Lån:

Udbudsdato	16.mar.1994
Hjemtagelsesdato	23.mar.1994
Udløbsdato	23.mar.1995
Lånetype	Udstedelse nr. 6 under statens EMTN-program
Ledende bank	Banque Paribas, London
Nominelt lånebeløb	ITL 21.000.000.000
Nominel rente	8 pct. p.a.
Emissionskurs	100 pct.
Kommissioner	0,125 pct.
Andre omkostninger	Ingen
Tilbagebetalingskurs	100 pct. + S, hvor $S = 10 \times (5,5 \text{ pct.} - \text{den 2-årige NLG-swaprente ved udløb})$.

Swap:

Startdato	23.mar.1994
Indhold	Alle forpligtelser i henhold til lånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet, stående lån i DEM med samme løbetid.
Swapmodpart	Banque Paribas, Paris, garanteret af Paribas Dérivés Garantis
Hovedstol	DEM 21.238.938
Nominel rente	6-mdrs. DEM-Libor -0,40 pct. halvårlig mod lånets renteforpligtelse.
Effektiv rente	0,40 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6-mdrs. DEM-Libor.
Lånebeløb i DKK	23.mar.1994: DEM 21.238.938 à DKK 392,12 = DKK 83.282.124.

Nr. 590, Lån med tilknyttet swap

Lån:

Udbudsdato	18.mar.1994
Hjemtagelsesdato	12.apr.1994
Udløbsdato	12.jan.1995 (14.apr.1997). Lånets løbetid er afhængig af niveauet for 3-mdrs. USD-Libor. Er Libor under eller lig med 5,75 pct. den 10.jan.1995, forfalder lånet til betaling 12.jan.1995, og er Libor over 5,75 pct. den 10.jan.1995, forlænges lånet til 14.apr.1997.
Lånetype	Udstedelse nr. 9 under statens EMTN-program
Ledende bank	UBS Limited, London
Nominelt lånebeløb	DEM 10.000.000
Nominel rente	7,65 pct. p.a. indtil 12.jan.1995, derefter 0 pct. p.a.
Emissionskurs	100 pct.
Kommissioner	Ingen
Andre omkostninger	Ingen
Tilbagebetalingskurs	100 pct.

Swap:

Startdato	12.apr.1994
Indhold	Alle forpligtelser i henhold til lånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet, stående lån med samme løbetid.

Nr. 590 fortsat

Swapmodpart	Union Bank of Switzerland, London
Hovedstol	DEM 10.000.000
Nominel rente	3-mdrs. DEM-Libor -0,40 pct. kvartårlig mod lånets renteforpligtelse.
Effektiv rente	0,40 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 3-mdrs. DEM-Libor. (Lånet blev købt tilbage efter 1 måned for et beløb svarende til en effektiv rente i lånets løbetid på 1 måneds DEM-Libor -3,94 pct.).
Lånebeløb i DKK	12.apr.1994: DEM 10.000.000 à DKK 391,66 = DKK 39.166.000.

Nr. 591, Lån med tilknyttet swapLån:

Udbudsdato	25.mar.1994
Hjemtagelsesdato	8.apr.1994
Udløbsdato	10.jun.1996
Lånetype	Udstedelse nr. 10 under statens EMTN-program
Ledende bank	Banque Paribas, London
Nominelt lånebeløb	GBP 16.000.000
Nominel rente	0 pct. p.a.
Emissionskurs	100 pct.
Kommissioner	Ingen
Andre omkostninger	Ingen
Tilbagebetalingskurs	Mellem 70 og 123,499 pct. (Tilbagebetalingskursen er afhængig af 12-mdrs. GBP-Libor på 3 givne datoer: 8.feb.1996, 9.apr.1996 og 10.jun. 1996. Er 12-mdrs. GBP-Libor 1) 10 pct. eller mere på alle tre dage er tilbagebetalingskursen 70 pct. 2) mindre end 10 pct. på én af de tre dage er tilbagebetalingskursen 87,833 pct. 3) mindre end 10 pct. på to af de tre dage er tilbagebetalingskursen 105,666 pct. 4) mindre end 10 pct. på alle tre dage er tilbagebetalingskursen 123,499 pct.).

Swap:

Startdato	8.apr.1994
Indhold	Alle forpligtelser i henhold til lånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet stående lån i DEM med samme løbetid.
Swapmodpart	Banque Paribas, Paris, garanteret af Paribas Dérivés Garantís
Hovedstol	DEM 39.760.000
Nominel rente	6-mdrs. DEM-Libor -0,40 pct. halvårlig (første gang dog 2-mdrs. DEM-Libor -0,40 pct.) mod lånets renteforpligtelse.
Effektiv rente	0,40 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6-mdrs. DEM-Libor.
Lånebeløb i DKK	8.apr.1994: DEM 39.760.000 à DKK 391,47 = DKK 155.648.472.

Nr. 592, Lån med tilknyttet swapLån:

Udbudsdato	7.apr.1994
Hjemtagelsesdato	25.apr.1994

Nr. 592 fortsat

Udløbsdato	26.apr.1995
Lånetype	Udstedelse nr. 11 under statens EMTN-program
Ledende bank	Morgan Stanley & Co. International Limited, London
Nominelt lånebeløb	GBP 10.000.000
Nominel rente	7 pct. p.a.
Emissionskurs	100 pct.
Kommissioner	Ingen
Andre omkostninger	Ingen
Tilbagebetalingskurs	100 pct. + 20 x (7,30 pct. - 2-års GBP-swaprente). Minimum tilbagebetalingskurs = 0 pct.

Swap:

Startdato	25.apr.1994
Indhold	Alle forpligtelser i henhold til lånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet, stående lån med samme løbetid.
Swapmodpart	Morgan Stanley Derivative Products, New York (MSDP)
Hovedstol	GBP 10.000.000
Nominel rente	6-mdrs. GBP-Libor -0,39 pct. halvårlig mod lånets renteforpligtelse.
Effektiv rente	0,39 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6-mdrs. GBP-Libor.
Lånebeløb i DKK	25.apr.1994: GBP 10.000.000 à DKK 991,07 = DKK 99.107.000.

Nr. 593, Lån

Udbudsdato	11.apr.1994
Hjemtagelsesdato	18.apr.1994
Udløbsdato	18.apr.1995
Lånetype	Udstedelse nr. 12 under statens EMTN-program
Ledende bank	Banque Paribas, London
Nominelt lånebeløb	JPY 1.000.000.000
Nominel rente	1,17 pct. p.a.
Emissionskurs	99 pct.
Kommissioner	0,08 pct.
Andre omkostninger	Ingen
Effektiv rente	2,275 pct. p.a.
Tilbagebetalingskurs	100 pct.
Lånebeløb i DKK	18.apr.1994: JPY 1.000.000.000 à DKK 6,4426 = DKK 64.426.000.

Nr. 594, Lån med tilknyttet swapLån:

Udbudsdato	22.apr.1994
Hjemtagelsesdato	4.maj 1994
Udløbsdato	5.maj 1995
Lånetype	Udstedelse nr. 13 under statens EMTN-program
Ledende bank	Union Bank of Switzerland, London

Nr. 594 fortsat

Nominelt lånebeløb	GBP 20.000.000
Nominel rente	5,875 pct. p.a.
Emissionskurs	100 pct.
Kommissioner	Ingen
Andre omkostninger	Ingen
Tilbagebetalingskurs	100 pct. + $(20 \times (6,04 \text{ pct.} - 3\text{-mdrs. GBP-Libor den 21.dec.1994}) \times (1 + (IL \times A/365)))$, dog mindst 0 pct. IL er den interpolerede GBP-Libor den 21.dec.1994, og A er antallet af dage i perioden 21.dec.1994 til 5.maj 1995 (135 dage).
Førtidig indfrielse	Ikke muligt

Swap:

Startdato	4.maj 1994
Indhold	Alle forpligtelser i henhold til lånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet, stående lån i DEM med samme løbetid.
Swapmodpart	Union Bank of Switzerland, London
Hovedstol	DEM 50.000.000
Nominel rente	6-mdrs. DEM-Libor -0,375 pct. halvårlig mod lånets renteforpligtelse.
Effektiv rente	0,375 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6-mdrs. DEM-Libor.
Lånebeløb i DKK	4.maj 1994: DEM 50.000.000 à DKK 391,79 = DKK 195.895.000.

Nr. 595, Lån

Acceptdato	4.maj 1994
Hjemtagelsesdato	11.maj 1994
Udløbsdato	11.maj 1995
Lånetype	Udstedelse nr. 14 under statens EMTN-program
Ledende bank	Banque Paribas, London
Nominelt lånebeløb	JPY 1.000.000.000
Nominel rente	1 pct. p.a.
Emissionskurs	99,25 pct.
Kommissioner	0,4546 pct.
Andre omkostninger	Ingen
Effektiv rente	2,2315 pct. p.a.
Tilbagebetalingskurs	100 pct.
Førtidig indfrielse	Ikke muligt
Lånebeløb i DKK	11.maj 1994: JPY 1.000.000.000 à DKK 6,3379 = DKK 63.379.000.

Nr. 596, Lån med tilknyttet swap**Lån:**

Udbudsdato	11.maj 1994
Hjemtagelsesdato	25.maj 1994
Udløbsdato	25.maj 1995
Lånetype	Udstedelse nr. 15 under statens EMTN-program

Nr. 596 fortsat

Ledende bank	Salomon Brothers AG, Frankfurt
Nominelt lånebeløb	DEM 15.000.000
Nominel rente	5 pct. + 5 x (5,36 pct. -2-års DEM-MEAN), hvor 2-års DEM-MEAN er den 2-årige middel DEM-swaprente den 18.maj 1995. Kuponen vil dog mindst være 0 pct. p.a.
Emissionskurs	100 pct.
Kommissioner	Ingen
Andre omkostninger	Ingen
Tilbagebetalingskurs	100 pct.
Førtidig indfrielse	Ikke muligt.
<u>Swap:</u>	
Startdato	25.maj 1994
Indhold	Alle forpligtelser i henhold til lånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet, stående lån med samme løbetid.
Swapmodpart	Salomon Swapco Inc., New York
Hovedstol	DEM 15.000.000
Nominel rente	6-mdrs. DEM-Libor -0,40 pct. halvårlig mod lånets renteforpligtelse.
Effektiv rente	0,40 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6-mdrs. DEM-Libor.
Lånebeløb i DKK	25.maj 1994: DEM 15.000.000 à DKK 390,96 = DKK 58.644.000.

Nr. 597, Lån

Acceptdato	16.maj 1994
Hjemtagelsesdato	25.maj 1994
Udløbsdato	15.maj 1999
Lånetype	EIB-projektlån, Danske Motorveje 2 B
Ledende bank	Den Europæiske Investeringsbank, Luxembourg
Nominelt lånebeløb	XEU 40.000.000
Nominel rente	6,65 pct. p.a.
Emissionskurs	100 pct.
Kommissioner	Ingen
Andre omkostninger	Ingen
Effektiv rente	6,65 pct. p.a.
Tilbagebetalingskurs	100 pct.
Førtidig indfrielse	Det er muligt at førtidsindfri hele eller dele af lånet, men indfrielse indebærer, at der ved en lavere refinansieringsrente ydes en kompensation til EIB beregnet af EIB som 85 pct. af nutidsværdien af forskellen mellem rentebetalingerne ved en fortsættelse af lånet og rentebetalingerne ved ny finansiering.
Lånebeløb i DKK	25.maj 1994: XEU 40.000.000 à DKK 753,28 = DKK 301.312.000.

Nr. 598, Lån med tilknyttet swapLån:

Udbudsdato	20.maj 1994
------------------	-------------

Nr. 598 fortsat

Hjemtagelsesdato	7.jun.1994
Udløbsdato	7.jun.1999
Låntype	Udstedelse nr. 16 under statens EMTN-program
Ledende bank	Yamaichi International (Europe) Limited, London
Nominelt lånebeløb	USD 75.000.000
Nominel rente	6,80 pct. p.a.
Emissionskurs	65 pct.
Kommissioner	USD 2.500
Andre omkostninger	Ingen
Tilbagebetalingskurs	50,15 pct.

Swap:

Startdato	7.jun.1994
Indhold	Alle forpligtelser i henhold til lånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet, stående lån med samme løbetid.
Swapmodpart	Deutsche Bank AG, Frankfurt
Hovedstol	USD 48.750.000
Nominel rente	6-mdrs. USD-Libor -0,40 pct. halvårlig mod lånets renteforpligtelse.
Effektiv rente	0,40 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6-mdrs. USD-Libor.
Lånebeløb i DKK	7.jun.1994: USD 48.750.000 à DKK 651,50 = DKK 317.606.250.

Nr. 599, Swap

Acceptdato	10.maj 1994	
Startdato	13.maj 1994	
Udløbsdato	20.sep.1995	
Modpart	Goldman Sachs Capital Markets, L.P., New York (vil senere overgå til Goldman Sachs Mitsui Marine Derivative Products (GSMDP)).	
	Staten betaler	Staten modtager
	ydelse svarende til	ydelse svarende til
Hovedstole	DEM 34.700.000	DEM 34.700.000
Rente	13,125 pct. p.a.	6-mdrs. DEM-Libor +0,07 pct. p.a.
Omkostninger	Ingen	
Effektiv rente	13,125 pct. p.a. helårlig mod 6-mdrs. DEM-Libor +0,07 pct. p.a. halvårlig.	
Tilbagebetalingskurs	DEM 34.700.000 x (0,6617 x FX + 0,48193 x FY -2), hvor FX er værdien i DEM af 1 GBP 2 dage før udløb, og FY er værdien i DEM af 1 XEU 2 dage før udløb. Tilbagebetalingsbeløbet kan ikke blive negativt.	
Udveksling af hovedstole ..	Ved aftalens afslutning modtager staten fra swapmodparten DEM 34.700.000 og betaler til denne et beløb svarende til tilbagebetalingskursen.	

Nr. 599 fortsat

Bemærkning	Swappen er indgået i forbindelse med statens opkøb på DEM 34.700.000 af en DEM 50.000.000 privatplacering udstedt af staten i september 1990 med udløb i september 1995 (nr. 442). De opkøbte obligationer har en speciel struktur tilknyttet, med en kuponrente beregnet som 13,125 pct. p.a. af hovedstolen på DEM 34.700.000 og en tilbagebetalingskurs beregnet som ovenfor angivet. Det oprindelige lån var swappet til Libor -0,35 pct. Opkøb og swap deraf indebærer en fortjeneste på 42 basispoint p.a. i restløbetiden.
------------------	---

Nr. 600, Lån med tilknyttet swapLån:

Udbudsdato	7.jun.1994
Hjemtagelsesdato	21.jun.1994
Udløbsdato	21.jun.1996
Låntype	Udstedelse nr. 17 under statens EMTN-program
Ledende bank	Goldman Sachs International Limited, London
Nominelt lånebeløb	USD 30.000.000
Nominel rente	Kvartårlig kupon lig: (2-års mid-market USD-swaprente fastsat 2 dage før hver kvartårlige periodes begyndelse + 0,50 pct.) x (den brøkdel af perioden, hvor 2-års mid-market USD-swaprente konstateret på hver bankdag i perioden er inden for et af investor fastsat interval). Intervallet fastsættes 3 måneder før begyndelsen af hver kuponberegningsperiode. Intervallet for de første 6 måneder blev fastlagt før hjemtagelsesdagen. Intervalbredden er max. 1 procentpoint. Renten er mindst 0 pct. og højst den rente, som fås, hvis 2-års USD-swaprenten ligger inden for intervallet i hele den kvartårlige periode.
Emissionskurs	100 pct.
Kommissioner	Ingen
Andre omkostninger	Ingen
Tilbagebetalingskurs	100 pct.

Swap:

Startdato	21.jun.1994
Indhold	Alle forpligtelser i henhold til lånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet, stående lån med samme løbetid.
Swapmodpart	Goldman Sachs International Limited, London (vil senere overgå til Goldman Sachs Mitsui Marine Derivative Products (GSMMDP)).
Hovedstol	USD 30.000.000
Nominel rente	6-mdrs. USD-Libor -0,37 pct. halvårlig mod lånets renteforpligtelse.
Effektiv rente	0,37 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6-mdrs. USD-Libor.
Lånebeløb i DKK	21.jun.1994: USD 30.000.000 à DKK 641,50 = DKK 192.450.000.

Nr. 601, Lån med tilknyttet swapLån:

Udbudsdato	7.jul.1994
Hjemtagelsesdato	21.jul.1994
Udløbsdato	21.jul.1995
Låntype	Udstedelse nr. 18 under statens EMTN-program
Ledende bank	Daiwa Europe Limited, London
Nominelt lånebeløb	AUD 25.000.000
Nominel rente	16 pct. p.a.
Emissionskurs	100 pct.
Kommissioner	Ingen
Andre omkostninger	Ingen
Tilbagebetalingskurs	100 pct.

Staten, såvel som investorerne, kan opsige lånet pr. 21.okt.1994. Staten kan vælge, om dette sker til kurs 100 eller ved at betale lånet tilbage i AUD efter følgende beregning: 28.820.750/FX, hvor FX er værdien i DEM af 1 AUD efter kursen 18.okt.1994. Staten skal i givet fald opsige lånet mindst 30 dage før 21.okt.1994 og investorerne mindst 45 dage før denne dato. (Lån og swap blev indfriet pr. 21.okt. 1994).

Swap:

Startdato	7.jul.1994
Indhold	Alle forpligtelser i henhold til lånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet, stående lån i USD med udløbsdato 21.okt.1994.
Swapmodpart	Morgan Guaranty Trust Company of New York, London
Hovedstol	USD 18.300.000
Nominel rente	3-mdrs. USD-Libor -0,375 pct. halvårlig mod lånets renteforpligtelse.
Effektiv rente	0,375 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 3-mdrs. USD-Libor.
Lånebeløb i DKK	21.jul.1994: USD 18.300.000 à DKK 609,65 = DKK 111.565.950.

Nr. 602, Swap

Acceptdato	12.jul.1994	
Startdato	19.jul.1994	
Udløbsdato	20.sep.1995	
Modpart	Goldman Sachs Capital Markets, L.P., New York (vil senere overgå til Goldman Sachs Mitsui Marine Derivative Products (GSMMDP)).	
	Staten betaler	Staten modtager
	ydelser svarende til	ydelser svarende til
Hovedstole	DEM 13.000.000	DEM 13.000.000
Rente	13,125 pct. p.a.	6-mdrs. DEM-Libor +0,07 pct. p.a.

Nr. 602 fortsat

Omkostninger	Ingen
Effektiv rente	13,125 pct. p.a. helårlig mod 6-mdrs. DEM-Libor +0,07 pct. p.a. halvårlig.
Tilbagebetalingskurs	DEM 13.000.000 x (0,6617 x FX + 0,48193 x FY -2), hvor FX er værdien i DEM af 1 GBP 2 dage før udløb, og FY er værdien i DEM af 1 XEU 2 dage før udløb. Tilbagebetalingsbeløbet kan ikke blive negativt.
Udveksling af hovedstole ..	Ved aftalens afslutning modtager staten fra swapmodparten DEM 13.000.000 og betaler til denne et beløb svarende til tilbagebetalingskursen.
Bemærkning	Swappen er indgået i forbindelse med statens opkøb på DEM 13.000.000 af en DEM 50.000.000 privatplacering udstedt af staten i september 1990 med udløb i september 1995. De opkøbte obligationer har en speciel struktur tilknyttet, med en kuponrente beregnet som 13,125 pct. p.a. af hovedstolen på DEM 13.000.000 og en tilbagebetalingskurs beregnet som ovenfor angivet. Det oprindelige lån var swappet til Libor -0,35 pct. Opkøb og swap deraf indebærer en fortjeneste på 42 basispoint p.a. i restløbetiden.

Nr. 603, Lån med tilknyttet swap

<u>Lån:</u>	
Udbudsdato	16.aug.1994
Hjemtagelsesdato	19.sep.1994
Udløbsdato	20.jan.1997
Lånetype	Offentlig emission under statens EMTN-program (nr. 19)
Ledende bank	Daiwa Europe Limited, London
Nominelt lånebeløb	JPY 25.000.000.000
Nominel rente	3 pct. p.a.
Emissionskurs	99,99 pct.
Kommissioner	JPY 75.000.000
Andre omkostninger	Ingen
Tilbagebetalingskurs	100 pct.
Førtidig indfrielse	Ikke muligt
<u>Swap:</u>	
Startdato	19.sep.1994
Indhold	Alle forpligtelser i henhold til lånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet, stående lån med samme løbetid. Staten modtager ved aftalens afslutning et engangsbeløb på JPY 77.500.000, svarende til differencen mellem det nominelle lånebeløb og nettoprovenuet.
Swapmodpart	Société Générale, Paris
Hovedstol	JPY 24.922.500.000

Nr. 603 fortsat

Nominel rente	6-mdrs. JPY-Libor -0,40 pct. halvårlig mod lånets renteforpligtelse.
Effektiv rente	0,40 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6-mdrs. JPY-Libor.
Lånebeløb i DKK	19.sep.1994: JPY 24.922.500.000 à DKK 6,1704 = DKK 1.537.817.940.

Nr. 603, Lån

Acceptdato	16.aug.1994
Hjemtagelsesdato	19.sep.1994
Udløbsdato	19.mar.1996
Lånetype	Offentlig emission under statens EMTN-program (nr. 20)
Ledende bank	Daiwa Europe Limited, London
Nominelt lånebeløb	JPY 25.000.000.000
Nominel rente	0 pct. p.a.
Emissionskurs	96,19 pct.
Kommissioner	JPY 25.000.000
Andre omkostninger	Ingen
Effektiv rente	2,69 pct. p.a.
Tilbagebetalingskurs	100 pct.
Førtidig indfrielse	Ikke muligt
Lånebeløb i DKK	19.sep.1994: JPY 25.000.000.000 à JPY 6,1704 = DKK 1.542.600.000.

Nr. 605, Lån

Acceptdato	27.okt.1994
Hjemtagelsesdato	20.dec.1994
Udløbsdato	5.nov.1997
Lånetype	EIB-projektlån, Danske Motorveje 2 C, DSB Elektrificering og Modernisering III-A/B
Ledende bank	Den Europæiske Investeringsbank, Luxembourg
Nominelt lånebeløb	NLG 200.000.000
Nominel rente	6,90 pct. p.a.
Emissionskurs	100 pct.
Kommissioner	Ingen
Andre omkostninger	Ingen
Effektiv rente	6,90 pct.
Tilbagebetalingskurs	100 pct.
Førtidig indfrielse	Det er muligt at førtidsindfri hele eller dele af lånet, men indfrielse indebærer, at der ved en lavere refinansieringsrente ydes en kompensation til EIB beregnet af EIB som 85 pct. af nutidsværdien af forskellen mellem rentebetalingerne ved en fortsættelse af lånet og rentebetalingerne ved ny finansiering.
Lånebeløb i DKK	20.dec.1994: NLG 200.000.000 à DKK 349,95 = DKK 699.900.000.

Nr. 606, Lån med tilknyttet swap

<u>Lån:</u>	
Udbudsdato	16.nov.1994
Hjemtagelsesdato	25.nov.1994
Udløbsdato	24.feb.1995
Lånetype	Udstedelse nr. 21 under statens EMTN-program
Ledende bank	Nikko Europe Plc, London
Nominelt lånebeløb	AUD 30.000.000
Nominel rente	15,50 pct. p.a.
Emissionskurs	100 pct.
Kommissioner	Ingen
Andre omkostninger	Ingen
Tilbagebetalingskurs	100 pct.
Staten har en option der indebærer, at tilbagebetaling af hovedstol ved udløb enten er AUD 30.000.000 eller DEM 34.700.000. Dette skal meddeles fiskal agenten senest 21.feb.1995.	

<u>Swap:</u>	
Startdato	24.nov.1994
Indhold	Alle forpligtelser i henhold til lånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet, stående lån i USD med samme løbetid.
Swapmodpart	Morgan Guaranty Trust Company of New York, London
Hovedstol	USD 22.560.000
Nominel rente	3-mdrs. USD-Libor -0,42 pct. halvårlig mod lånets renteforpligtelse.
Effektiv rente	0,42 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 3-mdrs. USD-Libor.
Lånebeløb i DKK	25.nov.1994: USD 22.560.000 à DKK 607,60 = DKK 137.074.560.

Nr. 607, Lån med tilknyttet swap

<u>Lån:</u>	
Udbudsdato	16.nov.1994
Hjemtagelsesdato	28.nov.1994
Udløbsdato	28.nov.1996
Lånetype	Udstedelse nr. 22 under statens EMTN-program
Ledende bank	Nikko Europe Plc, London
Nominelt lånebeløb	JPY 10.000.000.000
Nominel rente	3,40 pct. p.a.
Emissionskurs	101 pct.
Kommissioner	JPY 28.000.000
Andre omkostninger	Ingen
Tilbagebetalingskurs	100 pct.

<u>Swap:</u>	
Startdato	28.nov.1994

Nr. 607 fortsat

Indhold	Alle forpligtelser i henhold til lånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet, stående lån med samme løbetid. Staten betalte ved swappens begyndelse et engangsbeløb på JPY 72.000.000 til swapmodparten, svarende til den overkurs minus omkostninger, som staten hjemtog lånet til.
Swapmodpart	General Re Financial Products Corporation, New York
Hovedstol	JPY 10.000.000.000
Nominel rente	6-mdrs. JPY-Libor -0,48 pct. halvårlig mod lånets renteforpligtelse.
Effektiv rente	0,48 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6-mdrs. JPY-Libor.
Lånebeløb i DKK	28.nov.1994: JPY 10.000.000.000 à DKK 6,1968 = DKK 619.680.000.

Bilagstabel 4.

Statsgaranterede enheders låntagning i 1994.¹⁾

A. Hypotekbanken: Udenlandsk låntagning i 1994.

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.
26.apr.	JPY	5.000,0	Libor	2004	Nippon Life Insurance		
	+ swap til USD					Libor-0,15	309
14.okt.	DKK	200,0	8,75	1999	Kredietbank		
	+ swap					Cibor-0,24	200
Total							509

B. Hypotekbanken: Isolerede swaptransaktioner i 1994.

Accept-dato	Der modtages			Der betales			Løbe-tid, år	Beløb i mill.kr.
	Valuta	Mill.	Rente	Valuta	Mill.	Effektiv rente i pct. p.a.		
12.apr.	DKK	171,5	6,13	FRF	150,0	Pibor	3	171
20.apr.	DKK	171,5	6,46	FRF	150,0	Pibor	3	172
8.aug.	CHF	50,0	5,07	DKK	233,3	Cibor	3	233
8.aug.	CHF	50,0	5,07	DKK	233,3	Cibor	3	233
5.dec.	USD	40,0	Libor	DEM	63,0	Libor+0,06	3	247
5.dec.	CHF	75,0	Libor	DKK	347,8	Cibor+0,04	2	348
Total								1.404

C. Dansk Naturgas A/S: Udenlandsk låntagning i 1994.

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.
19.jan.	DKK	500,0	6,00	2004	Deutsche Bank	6,09	500
Total							500

¹⁾ Transaktioner med betaling i 1994.

D. Dansk Naturgas A/S: Isolerede swaptransaktioner i 1994.

Accept- dato	Der modtages			Der betales			Løbe- tid, år	Beløb i mill.kr.
	Valuta	Mill.	Rente	Valuta	Mill.	Effektiv rente i pct. p.a.		
13.jun.	DEM	54,4	Libor-0,88	DKK	213,5	Cibor-0,84	2	212
Total								212

E. A/S Storebæltsforbindelsen: Udenlandsk låntagning i 1994.

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.
8.dec. 1993	USD ¹⁾	101,0	Libor -0,35	2001	Kul & Stål Unionen		
	+ swap til DKK					5,725	
	+ swap til DKK					Cibor-0,27	682
4.jan.	USD	55,5	5,60	2001	EIB		
	+ swap					Libor-0,335	377
7.jan.	USD	30,0	Libor	1996	Sanwa International plc		
	+ swap til ITL					7,58	190
4.mar.	DKK	400,0	6,64	2001	DePfa Bank Europe plc		
	+ swap					Cibor-0,10	400
18.apr.	LUF	2.000,0	6,25	1999	Banque Internationale à Luxembourg	Libor-0,15	367
19.apr.	JPY	20.000,0	3,00	1997	Nomura International plc	Libor-0,20	1.252
2.maj	JPY	3.000,0	6,23	2004	Bankers Trust Interna- tional		
	+ swap til USD					Cibor-0,08	190
10.maj	JPY	5.000,0	²⁾	2004	Lehman Brothers		
	+ swap til USD					Libor-0,1125	322
17.jun.	JPY	3.000,0	4,41	2004	Nippon Credit Bank		
	+ swap til USD					Cibor-0,1325	177
21.jul.	JPY	5.000,0	³⁾	2004	Nippon Life		
	+ swap til USD					Cibor-0,20	317
5.aug.	LUF	4.000,0	7,375	2000	Banque Internationale à Luxembourg	Libor-0,23	745
	+ swap til USD						

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.
-----------------	--------	----------------	--------------------	---------------	-----------------------	----------------------------------	---------------------------------

Tabel E - fortsat

13.sep.	GBP	75,0	9,20	2004	EIB		
	+ swap til USD ⁽⁴⁾						
	+ swap til CHF					Libor-0,175	
	+ swap til CHF					5,65	695
10.okt.	LUF	2.000,0	8,375	2001	Banque Internationale à Luxembourg	Libor-0,23	388
	+ swap til USD						
8.nov.	LUF	1.000,0	8,125	2001	Kredietbank S.A. Luxembourgeoise		
	+ swap til USD						
	+ swap til DEM					Libor-0,1775	198
Total							6.300

¹⁾ Af USD 101 mill. blev USD 50 mill. swappet til DKK 337,8 mill. til fast rente, og USD 51 mill. blev swappet til DKK 344,5 mill. til variabel rente.

2) Renten fastsættes som 4,40 pct. multipliceret med en faktor, der afhænger af JPY/CAD-valutakursudviklingen.

³⁾ I det første år er renten, der betales halvårlig bagud, 6-mdrs. JPY-Libor. Fra det 2. til det 10. år er renten 4,5 pct. p.a.

4) GBP 75 mill. blev swappet til USD 117,8 mill. Heraf blev USD 57,8 mill. swappet til CHF 72,3 mill. til variabel rente og USD 60 mill. til CHF 75,1 mill. til fast rente.

F. A/S Storebæltsforbindelsen: Isolerede swaptransaktioner i 1994.

Accept- dato	Der modtages			Der betales			Løbe- tid, år	Beløb i mill.kr.
	Valuta	Mill.	Rente	Valuta	Mill.	Effektiv rente i pct. p.a.		
18.jan.	USD	59,6	Libor-0,2375	DKK	401,5	Cibor-0,175	4,5	402
10.feb.	USD	40,0	Libor-0,22	DKK	273,3	Cibor-0,17	4,5	273
11.feb.	DEM	128,5	Libor-0,213	DKK	499,5	Cibor-0,18	5,5	500
28.feb.	DKK	500,0	9,3365	USD	70,3	Libor	4,8	500
29.jun.	USD	76,0	Libor-0,20	DEM	121,2	Libor-0,15	10,0	476
29.jun.	DKK	500,0	8,76	CHF	106,8	Libor	10,5	500
6.sep.	DKK	383,0	9,055	DEM	97,1	Libor+0,03	6,1	383
Total								3.034

Bilagstabel 4 - fortsat

G. A/S Øresundsforbindelsen: Udenlandsk låntagning i 1994.

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.
25.feb.	JPY	5.000,0	4,20	2004	National Westminster Bank	Libor-0,12	314
26.maj	DKK	300,0	7,86	2000	Gudme Raaschou	Cibor-0,11	300
3.jun.	JPY	5.000,0	¹⁾	2004	Deutsche Bank	Libor-0,14	309
		+ swap til USD					
Total							923

¹⁾ År 1-2: 6-mdrs. JPY-Libor halvårlig.
 År 3-10: 4,52 pct. p.a. helårlig.

H. A/S Øresundsforbindelsen: Isolerede swaptransaktioner i 1994.

Accept-dato	Der modtages			Der betales			Løbe-tid, år	Beløb i mill.kr.
	Valuta	Mill.	Rente	Valuta	Mill.	Effektiv rente i pct. p.a.		
17.mar.	CHF	50,0	4,66	CHF	50,0	Libor ¹⁾	9,7	230
21.apr.	DKK	306,9	6,50	DKK	306,9	Cibor-1,285	9,7	307
1.jun. ²⁾	CHF	50,0	4,375	CHF	50,0	Libor-0,28	9,5	230
3.okt.	USD	47,6	Libor-0,12	DEM	74,1	Libor-0,045	9,5	290
3.okt.	DEM	74,1	Libor-0,045	DEM	74,1	Libor-0,60 ³⁾	2	290
Total								1.347

¹⁾ 21.mar. 1994 til 1.jun. 1994 dog 4,10714 pct. p.a.

²⁾ Oprindelig en swaption (accepteret 21.mar. 1994).

³⁾ Fastsat bagud.

I. Øresundskonsortiet: Udenlandsk låntagning i 1994.

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.
21.okt.	SEK	635,0	0,00	2004	Alfred Berg	Stibor-0,31	177
		+ swap					
Total							177

J. Øresundskonsortiet: Isolerede swaptransaktioner i 1994.

Accept- dato	Der modtages			Der betales			Løbe- tid, år	Beløb i mill.kr.
	Valuta	Mill.	Rente	Valuta	Mill.	Effektiv rente i pct. p.a.		
26.okt.	SEK	120,0	Stibor	SEK	120,0	Stibor ¹⁾	1,5	98
Total								98

¹⁾ Fastsat bagud.

Bilagstabel 5.

Samtlige indenlandske statslån pr. 31. december 1994.¹⁾

Løbe- nr.	Pålydende rente	Titel ²⁾	Sidste termin	Udestående beløb pr. 31.dec.1994 (mill.DKK)
Fast forrentede obligationslån				
Stående lån				
210	10	Stående lån 1996 Udstedt 24.mar.1988 - 5.jul.1988	15.nov.1996	4.200,0
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 - 31.mar. 1994	15.nov.1998	59.400,0
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	31.240,0
246	8	Stående lån 2003 Udstedt 2.jan.1992 - 30.dec.1993	15.maj 2003	69.000,0
257	7	Stående lån 2004 Udstedt 25.maj 1993 - 5.dec.1994	15.dec.2004	74.450,0
264	7	Stående lån 2024 Udstedt 6.apr.1994 -	10.nov.2024	5.537,0
265	6	Stående lån 1999 Udstedt 14.apr.1994 - 30.dec.1994	10.dec.1999	41.241,0
269	8	Stående lån 2006 Udstedt 5.dec.1994 -	15.mar.2006	2.595,0
Seriellån				
13	4,5	S 1997 Udstedt 10.dec.1952 - 12.sep.1958	15.okt.1997 ³⁾	39,5
14	5	S 2007 Udstedt 20.okt.1953 - 12.sep.1958	15.sep.2007 ³⁾	71,6

Bilagstabel 5 - fortsat

Løbe- nr.	Pålydende rente	Titel	Sidste termin	Udestående beløb pr. 31.dec.1994 (mill.DKK)
Fast forrentede obligationslån - fortsat				
16	4	S 2017 Udstedt 29.nov.1955 - 12.sep.1958	15.jun.2017 ³⁾	121,1
38	12	S 2001 Udstedt 6.okt.1980 - 9.maj 1983	15.feb.2001	18.742,5
56	10	S 1999 Udstedt 10.maj 1983 - 12.jul.1985	15.jul.1999	5.866,3
57	10	S 2004 Udstedt 10.maj 1983 - 30.aug.1985	15.okt.2004	9.480,0
76	10	S 1995 Udstedt 15.okt.1984 - 30.aug.1985	15.apr.1995	780,0
85	10	S 2001 Udstedt 15.jul.1985 - 30.aug.1985	15.jul.2001	3,5
Uamortisable				
1	3,5	Dansk-Statslån 1886/uamortisabelt Udstedt 11.dec.1886	uamortisabelt ³⁾	46,2
80	5	Dansk Islandske Fond 1918/uamortisabelt Udstedt 1.jun.1918	uamortisabelt	1,0
I alt fast forrentede obligationslån				409.564,5
Statsgældsbeviser				
253	9,75	Statsgældsbevis 1995 I Udstedt 1.okt.1992 - 30.jun.1993	10.feb.1995	27.407,3
254	9,25	Statsgældsbevis 1995 II Udstedt 4.jan.1993 - 30.dec.1993	10.aug.1995	26.283,0
259	6,00	Statsgældsbevis 1996 I Udstedt 1.jul.1993 - 30.jun.1994	10.feb.1996	21.528,0
262	5,25	Statsgældsbevis 1996 II Udstedt 3.jan.1994 - 30.jun.1994	10.aug.1996	18.170,0

Løbe- nr.	Pålydende rente	Titel	Sidste termin	Udestående beløb pr. 31.dec.1994 (mill.DKK)
Statsgældsbeviser - fortsat				
267	6,25	Statsgældsbevis 1997 I Udstedt 1.jul.1994 - 30.dec.1994	10.feb.1997	18.317,0
I alt statsgældsbeviser				111.705,3
Skatkammerbeviser				
263	0	Skatkammerbevis 1995 I Udstedt 5.apr.1994 - 3.okt.1994	2.jan.1995	24.496,0
266	0	Skatkammerbevis 1995 II Udstedt 1.jul.1994 -	3.apr.1995	22.352,0
268	0	Skatkammerbevis 1995 III Udstedt 3.okt.1994 -	3.jul.1995	9.390,0
I alt skatkammerbeviser				56.238,0
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
220	var.	Stående lån 1999 Udstedt 2.jan.1989 - 28.dec.1990	20.nov.1999	4.346,0
I alt variabelt forrentede obligationslån				30.345,0
Præmieobligationslån				
11	3,5	Præmieobligationslån af 1948/98 Udstedt 20.jun.1948	20.jun.1998	100,0

Bilagstabel 5 - fortsat

Løbe- nr.	Pålydende rente	Titel	Sidste termin	Udestående beløb pr. 30.dec.1994 (mill.DKK)
Præmieobligationslån - fortsat				
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 1965/2010 Udstedt 22.sep.1965	22.sep.2010 ⁴⁾	100,0
21	7	Præmieobligationslån af 1969/2009 Udstedt 1.okt.1969.	31.dec.2009 ⁵⁾	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				609.053,0
XEU-lån				
249	8,5	Stående lån 1,3 mia.XEU 2002 Udstedt 24.apr.1992	24.apr.2002	9.697,5
Heraf opkøbt				-969,7
I alt XEU-lån				8.727,8
Indenlandsk gæld, i alt				617.780,8

¹⁾ Ekskl. papirer i statens beholdning under locationswap-ordningen, jf. bilagstabel 9.

²⁾ 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.

³⁾ Kan indfries af staten med 3 måneders varsel.

⁴⁾ Præmieobligationslån 1965/95 med udløb den 22. september 1995 er forlænget til 2010, jf. Finansministeriets bekendtgørelse nr. 14 af 11. januar 1995.

⁵⁾ Præmieobligationslån 1969/94 med udløb den 1. oktober 1994 er forlænget til 2009, jf. Finansministeriets bekendtgørelse nr. 155 af 2. marts 1994.

Bilagstabel 6.

Samtlige udenlandske statslån pr. 31. december 1994.

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.1994 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1994 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
AUD-lån					
396	7,3	1989/96 AUD(rente)/JPY(hovedstol)	1.068,0	5.039,5	
-	7,3	1989/96 swap af rentebetaling til JPY med fast rente	-623,0	-2.939,7	
-	7,3	1989/96 swap til DEM med variabel rente	-445,0	-2.099,8	
433	7	1990/97 AUD(rente)/JPY(hovedstol)	124,6	587,8	
-	7	1990/97 swap til USD med variabel rente	-124,6	-587,8	
606	15,5	1994/95	30,0	141,6	
-	15,5	1994/95 swap til USD med variabel rente	-30,0	-141,6	
I alt AUD			0,0	0,0	
BEF-lån					
235	10,15	EIB-lån global XI 1985/95	22,4	4,3	(2)
432	9,74	1990/95 swap fra USD med variabel rente	1.693,6	323,6	
I alt BEF			1.716,0	327,9	
CAD-lån					
533	7,5	1993/96	300,0	1.299,8	
-	7,5	1993/96 swap til USD med variabel rente	-150,0	-649,9	
-	7,5	1993/96 swap til CHF med variabel rente	-150,0	-649,9	
535	7,5	1993/98 swappet til variabel rente	250,0	1.083,2	
-	var.	1993/98 swap til DEM med variabel rente	-250,0	-1.083,2	
554	6,625	1993/97	200,0	866,5	
-	6,625	1993/97 swap til DEM med variabel rente	-200,0	-866,5	
574	6,5	1993/99	250,0	1.083,2	
-	6,5	1993/99 swap til USD med variabel rente	-250,0	-1.083,2	
I alt CAD			0,0	0,0	
CHF-lån					
106	6,45	EIB-lån, Narssarsuaq Lufthavn 1980/95	0,6	2,8	(2)
141	7,7	EIB-lån, Farøbroerne 1982/97	12,1	55,9	(2)
163	6,45	EIB-lån, Farøbroerne 1982/97	9,6	44,5	(2)
164	6,45	EIB-lån, Farøbroerne, NIC 1982/97	13,0	60,6	(2)

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1994 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1994 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
CHF-lån - fortsat					
179	6,6	EIB-lån, grønlandske pakhuse 1983/98	3,3	15,5	(2)
198	6,85	EIB-lån IV 1984/99	3,3	15,2	(2)
235	6,35	EIB-lån global IX 1985/95	0,3	1,4	(2)
252	5,4	EIB-lån global XII 1986/96	1,5	7,1	(2)
313	0	1987/2002	100,0	464,1	
411	7,5188	1990/95 swap fra USD med variabel rente	75,0	348,1	
413	var.	1990/95 swap fra USD med variabel rente	200,0	928,1	
418	7,5094	1990/95 swap fra USD med variabel rente	75,1	348,5	
-	8,2	1990/95 swap fra USD med variabel rente	100,0	464,1	
419	7,6592	1990/95 swap fra USD med variabel rente	100,3	465,5	
423	7,66	1990/95 swap fra USD med variabel rente	71,1	329,7	
424	7,6	1990/95 swap fra USD med variabel rente	70,4	326,5	
425	7,44	1990/95 swap fra USD med variabel rente	50,0	232,0	
437	7,0087	1990/95 swap fra USD med variabel rente	100,1	464,7	
460	7,93	1990/95 swap fra USD med variabel rente	62,5	290,0	
475	7,17	1991/95 swappet fra variabel rente	50,0	232,0	
-	var.	1991/95 swappet til fast rente	-50,0	-232,0	
499	7,165	1992/97 swap fra DEM med fast rente	278,0	1.289,9	
501	7,44	1992/95 swap fra USD med variabel rente	150,5	698,4	
533	var.	1993/96 swap fra CAD med fast rente	175,8	815,8	
-	var.	1993/96 swap fra USD med variabel rente	176,0	816,6	
540	var.	1993/98 swappet til fast rente	150,0	696,1	
547	4,75	1993/99	150,0	696,1	
549	var.	1993/98 swap fra GBP med fast rente	335,1	1.555,1	
550	4,8	1993/98 swap fra USD med fast rente	125,0	580,1	
551	4,5	1993/97	250,0	1.160,2	
559	4,25	1993/99	1.000,0	4.640,7	
581	var.	1993/96 swap fra USD med variabel rente	100,0	464,1	
582	struk.	1994/95 swappet til variabel rente	25,0	116,0	
I alt CHF			3.963,5	18.393,4	

DEM-lån

140	9,8	EIB-lån, P&T kabelforbindelse 1982/97	0,4	1,4	(2)
146	5,15	1981/95	1,1	4,5	(4)
164	8,5	EIB-lån, Farøbroerne, NIC 1982/97	25,5	100,2	(2)
249	var.	1985/95 swap fra USD med variabel rente	261,1	1.025,3	
341	6,29	1987/97 swappet fra variabel rente	100,0	392,7	
-	var.	1987/97 swappet til fast rente	-100,0	-392,7	

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1994 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1994 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
DEM-lån - fortsat					
343	var.	1987/97 swappet fra fast rente	50,0	196,4	
-	6,3	1987/97 swappet til variabel rente	-50,0	-196,4	
-	var.	1987/97 swappet fra fast rente	50,0	196,4	
-	6,725	1987/97 swappet til variabel rente	-50,0	-196,4	
347	var.	1987/96 swappet fra fast rente	100,0	392,7	
-	6,64	1987/96 swappet til variabel rente	-100,0	-392,7	
350	var.	1987/97 swappet fra fast rente	100,0	392,7	
-	6,6	1987/97 swappet til variabel rente	-100,0	-392,7	
396	var.	1989/96 swap fra JPY(hovedstol)/ AUD(rente) med fast rente	636,9	2.501,0	
400	var.	1990/95 swap fra JPY med fast rente	180,5	708,8	
401	var.	1990/95 swap fra USD med variabel rente	171,0	671,3	
415	9,56	1990/95 swap fra USD med variabel rente	50,0	196,4	
416	9,25	1990/95	150,0	589,1	
430	9,06	1990/95 swap fra USD med variabel rente	83,8	328,9	
431	9	1990/95 swap fra USD med variabel rente	50,4	197,8	
434	var.	1990/95 swap fra ESP med fast rente	162,6	638,5	
440	9,25	1990/95 swap fra USD med variabel rente	100,0	392,7	
442	13,125	1990/95 swappet til variabel rente	50,0	196,4	
476	8,93	1991/95 swappet fra variabel rente	50,0	196,4	
-	var.	1991/95 swappet til fast rente	-50,0	-196,4	
477	8,9	1991/95 swappet fra variabel rente	50,0	196,4	
-	var.	1991/95 swappet til fast rente	-50,0	-196,4	
478	8,91	1991/95 swap fra USD med variabel rente	171,9	675,1	
481	9,23	1991/95 swap fra USD med variabel rente	171,3	672,5	
482	9,2	1991/95 swap fra USD med variabel rente	173,9	682,7	
484	8,79	1991/97 swappet fra variabel rente	100,0	392,7	
-	var.	1991/97 swappet til fast rente	-100,0	-392,7	
485	8,885	1991/95 swappet fra variabel rente	100,0	392,7	
-	var.	1991/95 swappet til fast rente	-100,0	-392,7	
498	8,25	1992/97	500,0	1.963,5	
499	8,3	1992/97 swap til CHF med fast rente	-300,0	-1.178,1	
502	var.	1992/95 swappet til variabel rente	100,0	392,7	
507	8,93	1992/96 swappet fra variabel rente	100,0	392,7	
-	var.	1992/96 swappet til fast rente	-100,0	-392,7	
508	8,93	1992/96 swappet fra variabel rente	100,0	392,7	
-	var.	1992/96 swappet til fast rente	-100,0	-392,7	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1994 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1994 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
DEM-lån - fortsat					
509	8,345	1992/2002 swappet fra variabel rente	100,0	392,7	
-	var.	1992/2002 swappet til fast rente	-100,0	-392,7	
512	8,3	1992/2002 swappet fra variabel rente	100,0	392,7	
-	var.	1992/2002 swappet til fast rente	-100,0	-392,7	
515	8,285	1992/2002 swappet fra variabel rente	50,0	196,4	
-	var.	1992/2002 swappet til fast rente	-50,0	-196,4	
516	8,31	1992/2002 swappet fra variabel rente	50,0	196,4	
-	var.	1992/2002 swappet til fast rente	-50,0	-196,4	
524	8,03	1992/2002 swappet fra variabel rente	100,0	392,7	
-	var.	1992/2002 swappet til fast rente	-100,0	-392,7	
528	7,94	1992/2001 swappet fra variabel rente	100,0	392,7	
-	var.	1992/2001 swappet til fast rente	-100,0	-392,7	
532	var.	1992/95 swap til FRF med variabel rente	-146,3	-574,4	
534	var.	1993/98 swap fra USD med variabel rente	1.651,7	6.486,2	
535	var.	1993/98 swap fra CAD med variabel rente	323,1	1.268,8	
536	6,35	1993/98 swappet fra variabel rente	100,0	392,7	
-	var.	1993/98 swappet til fast rente	-100,0	-392,7	
537	6,125	1993/98	2.000,0	7.854,0	
539	6,55	1993/98 swappet fra variabel rente	100,0	392,7	
-	var.	1993/98 swappet til fast rente	-100,0	-392,7	
542	6,65	1993/98 swappet fra variabel rente	50,0	196,4	
-	var.	1993/98 swappet til fast rente	-50,0	-196,4	
543	6,64	1993/98 swappet fra variabel rente	100,0	392,7	
-	var.	1993/98 swappet til fast rente	-100,0	-392,7	
544	6,65	1993/98 swappet fra variabel rente	100,0	392,7	
-	var.	1993/98 swappet til fast rente	-100,0	-392,7	
545	6,61	1993/98 swappet fra variabel rente	100,0	392,7	
-	var.	1993/98 swappet til fast rente	-100,0	-392,7	
546	6,6	1993/98 swappet fra variabel rente	100,0	392,7	
-	var.	1993/98 swappet til fast rente	-100,0	-392,7	
553	var.	1993/97 swap fra USD med fast rente	420,8	1.652,4	
554	var.	1993/97 swap fra CAD med fast rente	265,0	1.040,7	
555	var.	1993/95 swap fra ITL med fast rente	161,2	632,9	
556	6,1811	1993/98 swap fra NLG med fast rente	886,4	3.480,9	
557	6,2	1993/97 swappet fra variabel rente	100,0	392,7	
-	var.	1993/97 swappet til fast rente	-100,0	-392,7	
562	5,93	1993/97 swap fra USD med variabel rente	336,1	1.319,9	
563	5,8	1993/97 swap fra USD med variabel rente	167,0	655,8	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1994 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1994 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
DEM-lån - fortsat					
564	5,815	1993/97 swap fra USD med variabel rente	168,0	659,7	
566	5,83	1993/97 swap fra USD med variabel rente	198,0	777,5	
567	5,83	1993/97 swap fra USD med variabel rente	206,3	809,9	
568	5,785	1993/97 swap fra USD med variabel rente	329,5	1.293,9	
569	5,7575	1993/97 swap fra USD med variabel rente	88,9	349,0	
570	5,77	1993/97 swap fra USD med variabel rente	161,5	634,2	
571	5,49	1993/95 swap fra USD med variabel rente	86,2	338,6	
572	6,07	1993/2000	9,7	38,1	
573	5,75	1993/95	102,0	400,6	
576	var.	1993/98 swap fra ESP med variabel rente	134,9	529,6	
577	5,43	1993/97 swap fra USD med variabel rente	160,7	631,1	
579	5,69	1993/99 swap fra USD med variabel rente	300,0	1.178,1	
584	struk.	1994/95 swappet til variabel rente	15,0	58,9	
589	var.	1994/95 swap fra ITL med fast rente	21,2	83,4	
591	var.	1994/96 swap fra GBP med fast rente	39,8	156,1	
594	var.	1994/95 swap fra GBP med fast rente	50,0	196,4	
596	struk.	1994/95 swappet til variabel rente	15,0	58,9	
599	13,125	1994/95 swappet fra variabel rente	34,7	136,3	
-	var.	1994/95 swappet til fast rente	-34,7	-136,3	
602	13,125	1994/95 swappet fra variabel rente	13,0	51,1	
-	var.	1994/95 swappet til fast rente	-13,0	-51,1	
I alt DEM			10.891,8	42.771,9	
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	
I alt DKK			137,3	137,3	
ESP-lån					
434	13,75	1990/95	10.000,0	461,7	
-	13,75	1990/95 swap til DEM med variabel rente	-10.000,0	-461,7	
576	var.	1993/98	11.000,0	507,9	
-	var.	1993/98 swap til DEM med variabel rente	-11.000,0	-507,9	
I alt ESP			0,0	0,0	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1994 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1994 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
FRF-lån					
224	12,9	EIB-lån, DSB 1984/99	44,2	50,3	(2)
390	9	1989/96	1.000,0	1.138,0	
420	0	1990/2005	1.000,0	1.138,0	
445	var.	1990/96 swappet fra fast rente	1.000,0	1.138,0	
-	10,8	1990/96 swappet til variabel rente	-1.000,0	-1.138,0	
471	0	1990/2005 swappet til variabel rente	1.346,2	1.532,0	
474	0	1990/2005 swappet til variabel rente	1.255,0	1.428,2	
514	var.	1992/2002 swappet fra fast rente	250,0	284,5	
-	9,43	1992/2002 swappet til variabel rente	-250,0	-284,5	
532	var.	1992/95 swap fra DEM med variabel rente	500,0	569,0	
575	5,5	1993/99	7.000,0	7.966,0	
I alt FRF			12.145,5	13.821,6	
GBP-lån					
120	13	1980/2005	31,8	302,4	(2)
138	12,25	EIB-lån, Jakobshavn Lufthavn 1982/97	0,8	7,2	
247	11,55	EIB-lån, DSB 1985/2000	5,1	48,7	(2)
359	8,67	1988/98	43,0	408,9	
-	8,67	1988/98 swap til USD med variabel rente	-43,0	-408,9	(2)
407	11,625	1990/2000	100,0	951,0	
-	11,625	1990/2000 swap til USD med variabel rente	-75,0	-713,3	
-	11,625	1990/2000 swap til USD med variabel rente	-25,0	-237,8	
541	7,15	EIB-lån, DSB Elektrificering II 2 (ED) 1993/98	121,7	1.156,9	(2)
548	7,5	EIB-lån, Danske Motorveje 2 (ED) 1993/98	28,4	269,6	
549	7,15	1993/98 swap til CHF med variabel rente	-150,0	-1.426,5	
558	6,75	1993/98	800,0	7.608,2	
-	var.	1993/98	500,0	4.755,1	
591	0	1994/96	16,0	152,2	
-	0	1994/96 swap til DEM med variabel rente	-16,0	-152,2	
592	7	1994/95 swappet til variabel rente	10,0	95,1	
594	5,875	1994/95	20,0	190,2	
594	5,875	1994/95 swap til DEM med variabel rente	-20,0	-190,2	
I alt GBP			1.347,7	12.816,6	

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1994 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1994 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
ITL-lån					
555	8,45	1993/95	150.000,0	561,9	
-	8,45	1993/95 swap til DEM med variabel rente	-150.000,0	-561,9	
589	8	1994/95	21.000,0	78,7	
-	8	1994/95 swap til DEM med variabel rente	-21.000,0	-78,7	
I alt ITL			0,0	0,0	
JPY-lån					
130	9,3	EIB-lån, Grønlands telekommunikation 1981/96	302,5	18,5	(2)
245	7,5	1985/97	11.000,0	671,1	
-	7,5	1985/97 swap til USD med fast rente	-20.000,0	-1.220,3	
254	6,375	1986/96	10.000,0	610,1	
-	6,375	1986/96 swap til USD med fast rente	-10.000,0	-610,1	
295	9	1986/96 JPY(hovedstol)/NZD(rente) swap til USD med variabel rente	-12.800,0	-781,0	
391	5,375	1989/96	16.600,0	1.012,8	
-	9	1989/96 JPY(hovedstol)/NZD(rente) swap fra USD med variabel rente	12.800,0	781,0	
396	7,3	1989/96 JPY(hovedstol)/AUD(rente)	120.240,0	7.336,2	
-	7,3	1989/96 swap af rentebetaling til JPY med fast rente	-70.140,0	-4.279,5	
-	5,47	1989/96 swap fra rentebetaling med fast rente	70.000,0	4.270,9	
-	7,3	1989/96 swap til DEM med variabel rente	-50.100,0	-3.056,8	
400	6,25	1990/95	30.000,0	1.830,4	
-	6,25	1990/95 swap til USD med variabel rente	-15.000,0	-915,2	
-	6,25	1990/95 swap til DEM med variabel rente	-15.000,0	-915,2	
405	7	1990/95	40.000,0	2.440,5	
-	7	1990/95 swap til USD med variabel rente	-20.000,0	-1.220,3	
-	7	1990/95 swap til USD med variabel rente	-20.000,0	-1.220,3	
412	6,8	1990/95	10.000,0	610,1	
-	6,8	1990/95 swap til USD med variabel rente	-10.000,0	-610,1	
433	7	1990/97 JPY(hovedstol)/AUD(rente)	15.000,0	915,2	
-	7	1990/97 swap til USD med variabel rente	-15.000,0	-915,2	
479	7,5	1991/97 swap fra USD med variabel rente	9.000,0	549,1	
486	var.	1991/98 swappet fra fast rente	10.000,0	610,1	
-	6,265	1991/98 swappet til variabel rente	-10.000,0	-610,1	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1994 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1994 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
JPY-lån - fortsat					
560	var.	1993/2000 swappet til variabel rente	10.000,0	610,1	
586	struk.	1994/98 swappet til variabel rente	9.940,0	606,5	
588	var.	1994/97 swappet til variabel rente	2.000,0	122,0	
593	1,17	1994/95	1.000,0	61,0	
595	1	1994/95	1.000,0	61,0	
603	0	1994/96	25.000,0	1.525,3	
-	3	1994/97 swappet til variabel rente	24.922,5	1.520,6	
607	3,4	1994/96 swappet til variabel rente	10.000,0	610,1	
I alt JPY			170.765,0	10.418,9	
LUF-lån					
138	13	EIB-lån, Jakobshavn Lufthavn 1982/97	59,8	11,4	(2)
163	12,75	EIB-lån, Farøbroerne 1982/97	551,1	105,3	(2)
179	10,4	EIB-lån, grønlandske pakhuse 1983/98	84,2	16,1	(2)
252	9,55	EIB-lån global XII 1986/96	37,9	7,2	(2)
I alt LUF			733,1	140,1	
NLG-lån					
140	11,25	EIB-lån, P&T kabelforbindelse 1982/97	1,6	5,6	(2)
141	11,4	EIB-lån, Farøbroerne 1982/97	16,0	56,0	(2)
211	9,5	1984/2004	62,5	219,1	(4)
224	8,15	EIB-lån, DSB 1984/99	65,2	228,7	(2)
226	8,25	1985/95	9,8	34,4	(4)
227	8,375	1985/2000	36,6	128,3	(4)
265	6,5	1986/96	250,0	876,5	
556	6,125	1993/98	1.000,0	3.505,8	
-	6,125	1993/98 swap til DEM med fast rente	-1.000,0	-3.505,8	
605	6,9	EIB-lån, Danske Motorveje 2 C, DSB Elektrificering og Modernisering III-A/B 1994/97	200,0	701,2	
I alt NLG			641,7	2.249,7	

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1994 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1994 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
NZD-lån					
295	9	1986/96 NZD(rente)/JPY(hovedstol)			
		swap til USD med variabel rente	-39,2	-152,6	
391	9	1989/96 NZD(rente)/JPY(hovedstol)			
		swap fra USD med variabel rente	39,2	152,6	
I alt NZD			0,0	0,0	
USD-lån					
148	9,25	CECA IV 1978/97	8,2	49,7	(3)
234	var.	1985/95 floating rate notes			
		swappet til anden variabel rente	250,0	1.520,8	
244	var.	Commercial paper (5) (USA)	115,0	699,5	
245	9,47	1985/97 swap fra JPY med fast rente			
		swappet til variabel rente	82,6	502,3	
249	var.	1985/95 swappet fra fast rente	100,0	608,3	
-	11,25	1985/95 swappet til variabel rente	-100,0	-608,3	
-	var.	1985/95 swap til DEM med variabel rente	-100,0	-608,3	
-	11	1985/95 warrant-lån	89,4	543,6	
254	8,795	1986/96 swap fra JPY med fast rente	50,0	304,2	
263	0	1986/98 swappet til variabel rente	95,4	580,2	
273	var.	1986/96 floating rate notes			
		swappet til anden variabel rente	1.000,0	6.083,0	
281	7,25	1986/96 swappet til variabel rente	11,0	66,9	
-	7,25	1987/96 swappet til variabel rente	96,0	584,0	
295	var.	1986/96 swap fra JPY(hovedstol)/			
		NZD(rente) med fast rente	78,8	479,2	
306	7,75	1986/96	300,0	1.824,9	
359	var.	1988/98 swap fra GBP med fast rente	75,7	460,4	
391	var.	1989/96 swap til NZD(rente)/			
		JPY(hovedstol) med fast rente	-117,3	-713,5	
400	var.	1990/95 swap fra JPY med fast rente	104,3	634,2	
401	8,875	1990/95 swappet til variabel rente	100,0	608,3	
-	var.	1990/95 swap til DEM med variabel rente	-100,0	-608,3	
402	var.	1989/95 swap til XEU med variabel rente	-57,3	-348,6	
403	var.	1989/95 swap til XEU med variabel rente	-34,7	-211,2	
404	var.	1989/95 swap til XEU med variabel rente	-58,8	-357,8	
405	var.	1990/95 swap fra JPY med fast rente	136,8	831,9	
-	var.	1990/95 swap fra JPY med fast rente	136,8	832,1	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1994 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1994 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
USD-lån - fortsat					
407	var.	1990/2000 swap fra GBP med fast rente	123,3	749,8	
-	var.	1990/2000 swap fra GBP med fast rente	41,1	249,9	
408	var.	1990/95 swap til XEU med variabel rente	-72,6	-441,6	
409	var.	1990/95 swap til XEU med variabel rente	-75,0	-456,2	
411	var.	1990/95 swap til CHF med fast rente	-49,4	-300,2	
412	var.	1990/95 swap fra JPY med fast rente	68,8	418,5	
413	var.	1990/95 swap til CHF med variabel rente	-134,2	-816,5	
414	9,25	1990/95	771,0	4.690,0	
415	var.	1990/95 swap til DEM med fast rente	-29,5	-179,2	
418	var.	1990/95 swap til CHF med fast rente	-49,8	-302,7	
-	var.	1990/95 swap til CHF med fast rente	-66,4	-403,6	
419	var.	1990/95 swap til CHF med fast rente	-66,1	-402,0	
423	var.	1990/95 swap til CHF med fast rente	-50,0	-304,2	
424	var.	1990/95 swap til CHF med fast rente	-50,0	-304,2	
425	var.	1990/95 swap til CHF med fast rente	-35,5	-215,7	
428	9,25	1990/95	800,0	4.866,4	
430	var.	1990/95 swap til DEM med fast rente	-50,0	-304,2	
431	var.	1990/95 swap til DEM med fast rente	-30,0	-182,5	
432	var.	1990/95 swap til BEF med fast rente	-50,0	-304,2	
433	var.	1990/97 swap fra JPY (hovedstol)/ AUD(rente) med fast rente	93,4	568,2	
437	var.	1990/95 swap til CHF med fast rente	-72,5	-440,9	
440	var.	1990/95 swap til DEM med fast rente	-63,5	-386,2	
460	var.	1990/95 swap til CHF med fast rente	-50,0	-304,2	
461	var.	1990/95 swappet fra fast rente	50,0	304,2	
-	8,82	1990/95 swappet til variabel rente	-50,0	-304,2	
478	var.	1991/95 swap til DEM med fast rente	-100,0	-608,3	
479	var.	1991/97 swap til JPY med fast rente	-52,0	-316,3	
481	8	1991/95 swap til DEM med fast rente	-100,0	-608,3	
482	var.	1991/95 swap til DEM med fast rente	-100,0	-608,3	
483	var.	1991/95 swappet fra fast rente	200,0	1.216,6	
-	7,18	1991/95 swappet til variabel rente	-200,0	-1.216,6	
487	var.	1992/95 swappet fra fast rente	200,0	1.216,6	
-	5,515	1992/95 swappet til variabel rente	-200,0	-1.216,6	
488	var.	1992/95 swappet fra fast rente	200,0	1.216,6	
-	5,505	1992/95 swappet til variabel rente	-200,0	-1.216,6	

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1994 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1994 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
USD-lån - fortsat					
489	var.	1992/95 swappet fra fast rente	200,0	1.216,6	
-	5,51	1992/95 swappet til variabel rente	-200,0	-1.216,6	
490	var.	1992/95 swappet fra fast rente	100,0	608,3	
-	5,54	1992/95 swappet til variabel rente	-100,0	-608,3	
491	var.	1992/95 swappet fra fast rente	100,0	608,3	
-	5,535	1992/95 swappet til variabel rente	-100,0	-608,3	
492	6,375	1992/97 swappet til variabel rente	200,0	1.216,6	
501	6,4	1992/95 swappet til variabel rente	100,0	608,3	
-	var.	1992/95 swap til CHF med fast rente	-100,0	-608,3	
513	4,45	1992/95 swappet til variabel rente	100,0	608,3	
-	4,9	1992/96 swappet til variabel rente	100,0	608,3	
-	5,4	1992/97 swappet til variabel rente	100,0	608,3	
517	9,25	1992/95 swappet fra variabel rente	50,0	304,2	
-	var.	1992/95 swappet til fast rente	-50,0	-304,2	
525	5,5	1992/97	500,0	3.041,5	
531	5,25	1992/95 swappet til variabel rente	300,0	1.824,9	
533	var.	1993/96 swap fra CAD med fast rente	118,1	718,2	
-	var.	1993/96 swap til CHF med variabel rente	-118,1	-718,2	
534	5,75	1993/98 swappet til variabel rente	1.000,0	6.083,0	
-	var.	1993/98 swap til DEM med variabel rente	-1.000,0	-6.083,0	
550	var.	1993/95 swap til CHF med fast rente	-87,2	-530,6	
553	4,75	1993/97	350,0	2.129,1	
-	4,75	1993/97 swap til DEM med variabel rente	-250,0	-1.520,8	
-	4,75	1993/97 swappet til variabel rente	-100,0	-608,3	
-	var.	1993/97 swappet fra fast rente	100,0	608,3	
561	var.	1993/97	1.000,0	6.083,0	
562	var.	1993/97 swap til DEM med fast rente	-200,0	-1.216,6	
563	var.	1993/97 swap til DEM med fast rente	-100,0	-608,3	
564	var.	1993/97 swap til DEM med fast rente	-100,0	-608,3	
566	var.	1993/97 swap til DEM med fast rente	-120,0	-730,0	
567	var.	1993/97 swap til DEM med fast rente	-125,0	-760,4	
568	var.	1993/97 swap til DEM med fast rente	-200,0	-1.216,6	
569	var.	1993/97 swap til DEM med fast rente	-55,0	-334,6	
570	var.	1993/97 swap til DEM med fast rente	-100,0	-608,3	
571	4,25	1993/95 swappet til variabel rente	53,8	327,4	
-	var.	1993/95 swap til DEM med fast rente	-53,8	-327,4	
574	var.	1993/99 swap fra CAD med fast rente	187,5	1.140,6	
577	var.	1993/97 swap til DEM med fast rente	-100,0	-608,3	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1994 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1994 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
USD-lån - fortsat					
579	var.	1993/99 swap til DEM med fast rente	-187,5	-1.140,6	
581	var.	1993/96 swap til CHF med variabel rente	-66,5	-404,6	
583	6	1994/95 swappet til variabel rente	5,0	30,4	
585	struk.	1994/95 swappet til variabel rente	10,0	60,8	
587	struk.	1994/97 swappet til variabel rente	20,0	121,7	
598	6,8	1994/99 swappet til variabel rente	48,8	296,5	
600	struk.	1994/96 swappet til variabel rente	30,0	182,5	
606	var.	1994/95 swap fra AUD med fast rente	22,6	137,2	
I alt USD			4.095,4	24.912,5	
XEU-lån					
316	7,75	1987/97	50,0	373,0	
375	7,9	EIB-lån global XIV 1988/98	2,8	20,8	
394	9	EIB-lån, Danske Motorveje A, 1. tranche 1989/94	100,0	746,0	
402	var.	1989/95 swap fra USD med variabel rente	50,0	373,0	
403	var.	1989/95 swap fra USD med variabel rente	30,0	223,8	
404	var.	1989/95 swap fra USD med variabel rente	50,0	373,0	
406	9	1989/95 swappet fra variabel rente	75,0	559,5	
-	var.	1989/95 swappet til fast rente	-75,0	-559,5	
408	var.	1990/95 swap fra USD med variabel rente	60,0	447,6	
409	var.	1990/95 swap fra USD med variabel rente	62,1	463,5	
506	var.	1992/96 swappet fra fast rente	100,0	746,0	
-	10	1992/96 swappet til variabel rente	-100,0	-746,0	
510	var.	1992/2002 swappet fra fast rente	50,0	373,0	
-	9,73	1992/2002 swappet til variabel rente	-50,0	-373,0	
511	var.	1992/2002 swappet fra fast rente	50,0	373,0	
-	9,69	1992/2002 swappet til variabel rente	-50,0	-373,0	
518	var.	1992/2002 swappet fra fast rente	50,0	373,0	
-	9,63	1992/2002 swappet til variabel rente	-50,0	-373,0	
519	var.	1992/2002 swappet fra fast rente	50,0	373,0	
-	9,63	1992/2002 swappet til variabel rente	-50,0	-373,0	
520	var.	1992/2002 swappet fra fast rente	50,0	373,0	
-	9,61	1992/2002 swappet til variabel rente	-50,0	-373,0	
521	var.	1992/99 swappet fra fast rente	50,0	373,0	
-	9,72	1992/99 swappet til variabel rente	-50,0	-373,0	
522	var.	1992/2002 swappet fra fast rente	100,0	746,0	
-	9,29	1992/2002 swappet til variabel rente	-100,0	-746,0	

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1994 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1994 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
--------------	-----------------------------	-------	--	---	-----------------------

XEU-lån - fortsat

523	var.	1992/2002 swappet fra fast rente	50,0	373,0	
-	9,33	1992/2002 swappet til variabel rente	-50,0	-373,0	
529	var.	1992/2002 swappet fra fast rente	25,0	186,5	
-	9,38	1992/2002 swappet til variabel rente	-25,0	-186,5	
530	var.	1992/2002 swappet fra fast rente	25,0	186,5	
-	9,4	1992/2002 swappet til variabel rente	-25,0	-186,5	
538	4,19	1993/2008 swappet til variabel rente	52,6	392,1	
552	6,75	1993/96	250,0	1.864,9	
597	6,65	EIB-lån, Danske Motorveje 2 B 1994/99	40,0	298,4	
I alt XEU			747,5	5.576,0	
Beholdning af egne obligationer				-1.783,6	
Udenlandsk statsgæld i alt				129.782,0	

(1) Det udestående beløb pr. 31. dec. 1994 er udregnet efter følgende kurser pr. 30. dec. 1994 som kurs pr. 100 enheder: AUD = 471,86, BEF = 19,106, CAD = 433,26, CHF = 464,07, DEM = 392,70, ESP = 4,617, FRF = 113,80, GBP = 951,02, ITL = 0,3746, JPY = 6,1013, LUF = 19,106, NLG = 350,58, NZD = 389,74, USD = 608,30, XEU = 745,96.

- (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. dec. 1994 havde staten 2 commercial paper-programmer på hver 6 mia.USD 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 1994.

Mia.kr.	Fast forrentet			Variabelt forrentet			I alt			
	Renter	Afdrag	Total	Renter ¹⁾	Afdrag	Total	Renter	Afdrag	Total	FEKT ²⁾
1995	43,1	146,9	190,0	1,7	9,6	11,3	44,8	156,5	201,3	4,1
1996	34,9	76,3	111,2	1,3	3,9	5,2	36,2	80,2	116,4	3,3
1997	29,2	23,1	52,4	0,9	6,5	7,3	30,1	29,6	59,7	1,9
1998	27,6	64,4	92,0	0,4	6,1	6,5	28,0	70,5	98,5	2,7
1999	21,7	46,2	67,8	0,3	4,3	4,7	22,0	50,5	72,5	4,4
2000	18,7	62,8	81,5	0,0	0,0	0,0	18,7	62,8	81,5	3,7
2001	12,9	3,6	16,6	0,0	0,0	0,0	12,9	3,6	16,6	1,0
2002	12,5	11,2	23,6	0,0	0,0	0,0	12,5	11,2	23,6	0,3
2003	11,5	70,0	81,5	0,0	0,0	0,0	11,5	70,0	81,5	3,8
2004	5,9	75,5	81,4	0,0	0,0	0,0	5,9	75,5	81,4	1,8
2005	0,6	0,2	0,8	0,0	0,0	0,0	0,6	0,2	0,8	0,0
2006	0,6	2,6	3,2	0,0	0,0	0,0	0,6	2,6	3,2	0,1
2007	0,4	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,4	0,0	0,4	0,0
2008	0,4	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,4	0,0	0,4	0,0
2009	0,4	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,4	0,0	0,4	0,0
2010	0,4	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,4	0,0	0,4	0,0
2011	0,4	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,4	0,0	0,4	0,0
2012	0,4	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,4	0,0	0,4	0,0
2013	0,4	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,4	0,0	0,4	0,0
2014	0,4	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,4	0,0	0,4	0,0
2015	0,4	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,4	0,0	0,4	0,0
2016	0,4	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,4	0,0	0,4	0,0
2017	0,4	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,4	0,0	0,4	0,0
2018	0,4	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,4	0,0	0,4	0,0
2019	0,4	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,4	0,0	0,4	0,0
2020	0,4	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,4	0,0	0,4	0,0
2021	0,4	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,4	0,0	0,4	0,0
2022	0,4	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,4	0,0	0,4	0,0
2023	0,4	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,4	0,0	0,4	0,0
2024	0,4	5,5	5,9	0,0	0,0	0,0	0,4	5,5	5,9	0,9

Note: Ekskl. papirer i statens beholdning under locationswap-ordningen, jf. bilagstabel 9.

¹⁾ Beregnet med rentesatser pr. 30. dec. 1994.

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. Emissionskurstabet fordeles over lånets løbetid i overensstemmelse med afdrag på lånet.

Bilagstabel 8.

Renter og afdrag af statens udenlandske gæld, ultimo 1994.¹⁾

Mia.kr.	Renter	Afdrag	Total
1995	7,4	24,3	31,7
1996	5,6	25,1	30,8
1997	4,3	21,6	25,9
1998	3,0	36,2	39,2
1999	1,1	15,6	16,7
2000	0,2	1,3	1,6
2001	0,2	-0,4	-0,2
2002	0,3	-0,6	-0,3
2003	0,4	-1,1	-0,7
2004	0,4	-1,2	-0,7
2005	0,5	9,8	10,3
2006	0,0	0,0	0,0
2007	0,0	0,1	0,1
2008	0,0	0,7	0,7

¹⁾ Rentesatser og valutakurser pr. 30. dec. 1994.

Bilagstabel 9.

Locationswap-ordningens sammensætning pr. 31. december 1994.

Løbenr.	Pålyden- de rente	Papir	Beløb ultimo 1993 mill.kr.	Bevægelser i 1994 mill.kr.	Beløb ultimo 1994 mill.kr.
254	9,25	Statsgældsbevis 1995 II	1.000	-	1.000
232	9	Stående lån 1995	-	+1.000	1.000
259	6,00	Statsgældsbevis 1996 I	1.000	-	1.000
262	5,25	Statsgældsbevis 1996 II	-	+1.000	1.000
217	9	Stående lån 1996	-	+1.000	1.000
267	6,25	Statsgældsbevis 1997 I	-	+2.000	2.000
218	9	Stående lån 1998	1.000	+1.000	2.000
265	6	Stående lån 1999	-	+2.000	2.000
226	9	Stående lån 2000	-	+2.000	2.000
246	8	Stående lån 2003	2.000	-	2.000
257	7	Stående lån 2004	2.000	-	2.000
269	8	Stående lån 2006	-	+2.000	2.000
264	7	Stående lån 2024	-	+2.000	2.000
I alt			7.000	+14.000	21.000

Note: Bevægelser i 1994 er nettobevægelser.

Ordliste over finansielle begreber

Ordlisten indeholder forklaringer på en række fagudtryk på det finansielle område. Ord med **fed skrift** er opslagsord. Sidst i ordlisten er en fortegnelse over den internationale møntkodestandard (ISO) og en beskrivelse af kreditvurderingsbetegnelser fra de førende kreditvurderingsselskaber.

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.

Bid and offer/asked price:

Køberkurs og sælgerkurs.

Bruttokassesaldo:

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

CEDEL:

Centrale de Livraison de Valeurs Mobilières. Afviklings- og depotinstitution i Luxembourg for værdipapirer. Institutionen ejes af et konsortium af internationale banker, jf. **Euroclear**.

Cibor:

Copenhagen Inter Bank Offered Rate: Tilbudt udlånsrente for en periode af 1, 2, 3, 4, 5 eller 6 måneders løbetid 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 et gennemsnit af statsobligationsrenter for forskellige løbetider 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 også 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 12 EU-landes valuta. Finlands, Sveriges og Østrigs valuta er ikke inkluderet. Mængderne 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 1994 7,4596 kr.

Effektiv rente:

Under anvendelse af formelen

$$P_j = \sum C_{jt}(1+i)^{-t}$$

hvor P_j er prisen i dag på obligation j , og C_{jt} er betalinger fra obligation j på tidspunkt t , kan den effektive rente i findes.

EIB:

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

EMI:

Det Europæiske Monetære Institut i Frankfurt. EMI blev oprettet den 1. januar 1994 ved begyndelsen af 2. fase i den Økonomiske og Monetære Union. EMI har til formål at videreføre det penge- og valutapolitiske samarbejde mellem centralbankerne, samt at sørge for de tekniske forberedelser af den europæiske centralbank og dermed for udformningen af de praktiske rammer for den fælles monetære politik i 3. 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 1995): Belgien, Danmark, Frankrig, Holland, Irland, Luxembourg, Portugal, Spanien, Tyskland og Østrig. Sverige, Finland, 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.

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 Company, jf. **CEDEL**.

Exercise af option eller warrant:

Udnyttelse af ret til at købe eller sælge obligationer (eller andre aktiver, fx valutabeløb) til forud fastsat pris. Se også **Option/Warrant**.

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 indfrielse 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** på tidspunktet for offentligt udbud af obligationerne (launching), er forpligtet til at opretholde den fastsatte pris i syndikeringsperioden (perioden fra udbud til obligationerne er placeret).

Floating Rate Notes (FRN):

Variabelt forrentede obligationslån.

Fordelte emissionskurstab:

På finansloven og i statsregnskabet bliver emissionskurstab på rentekontoen tidsmæssigt 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 fremtidigt udlån. Hvis der fx i dag indgås en aftale om at udlåne et beløb fra tidspunkt t til T , er renten på dette udlån således den $(T-t)$ -årige forwardrente i dag for udlån i år t .

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

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

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

Forward swap:

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

Futures:

Aftaler om levering af en fordring (det underliggende aktiv) på et senere tidspunkt til en på forhånd aftalt pris. Der kan fx være tale om levering af en vis mængde valuta, obligationer eller aktier. Futures er i modsætning til **terminkontrakter** kendetegnet ved at være omsættelige og standardiserede og har løbende afregning (mark-to-market). I forhold til terminkontrakter er kreditrisikoen således mindre, men likviditetskravet større.

Genkøbsforretning:

Bl.a. brugt om et pengeinstituts salg af obligationer til Danmarks Nationalbank med samtidig aftale om tilbagekøb til en på salgstidspunktet aftalt pris. Se også **Repo**.

IBCA:

Internationalt kreditvurderingsbureau, hvis speciale er vurdering af banker, se sidst i ordlisten.

International likviditet:

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

IPMA:

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

ISDA:

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

ISMA:

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

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.

Konverterbar obligation:

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

Kortfristet:

Anvendes i forbindelse med værdipapirer ofte om papirer med en oprindelig løbetid på til og med ét år.

Kreditværdighed:

Se sidst i ordlisten.

Langfristet:

Anvendes i forbindelse med værdipapirer ofte om papirer med en oprindelig løbetid på over ét år.

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

Likviditet:

Et aktiv er likvidt, hvis det er let omsætteligt, dvs. til enhver tid kan afhændes uden mærkbar påvirkning af markedsprisen på den pågældende type aktiv. En forudsætning herfor er en vis cirkulerende mængde samt stor løbende omsætning.

En økonomisk aktør siges at være likvid, hvis han er betalingsdygtig.

Ordet benyttes desuden i sammenhængen **International likviditet**, samt likviditetspolitik, der betegner Nationalbankens påvirkning af pengeinstitutternes likvide nettostilling over for Nationalbanken.

Locationswap:

En transaktion, der fx kan bestå i, at en værdipapirhandler køber obligationer af en kunde mod betaling og afvikling i én clearinginstitution og samtidig sælger en identisk post obligationer 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 **Euro-clear**), og som sælges til levering i et andet system (fx Værdipapircentralen), først er til rådighed på køberens (Værdipapircentral)-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 løbetid, der oftest er længere end **commercial paper**. 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 (lovbekendtgørelse nr. 570 af 23. juni 1994).

Mindsterenten fastsættes for halvårene januar-juni og juli-december. Mindsterenten beregnes på grundlag af et simpelt gennemsnit opgjort med to decimaler af en af Københavns Fondsbørs dagligt udregnet effektiv rente af åbne, fast forrentede kroneobligationer for de seneste 20 børsdage forud for 15. december og 15. juni. Mindsterenten udgør 7/8 af den således opgjorte gennemsnitsrente, nedrundet til nærmeste hele antal procentpoint.

Er den effektive obligationsrente i 10 på hinanden følgende børsdage mere end 2 procentpoint højere eller 1 procentpoint lavere end det gennemsnit, der danner grundlag for den opgjorte mindsterente, beregnes en ny mindsterente for resten af det pågældende halvår på grundlag af et simpelt gennemsnit af den effektive obligationsrente i disse 10 børsdage.

Mindsterenten har i 1. halvår 1994 været 5 pct., i 2. halvår 6 pct., og den er fra januar 1995 7 pct.

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 udlånslån.

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 lånoptagelsen.

Nulkuponrente:

Under anvendelse af formlen

$$P_j = \sum C_{jt} (1 + r_t)^{-t}$$

hvor P_j er prisen i dag på obligation j , og C_{jt} er betalingen fra obligation j på tidspunkt t , kan nulkuponrenten r_t på tidspunkt t findes. Se også *Statens låntagning og gæld 1993*, side 115f.

Option:

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

Call option: købsoption

Put option: salgsoption

Med udgangspunkt i, hvornår en option kan benyttes, inddeles optioner i følgende to kategorier:

Europæisk option: retten kan kun benyttes på udløbstidspunktet.

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

Generelt vil ejeren af en call option have gevinst, når prisen på det underliggende instrument stiger, mens ejeren af en put option vil have gevinst, når prisen på det underliggende instrument falder.

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:

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

Private placement:

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

Prospekt:

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

Public issue:

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

Rating:

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

Rentestruktur:

En samlet opgørelse på et givet tidspunkt af sammenhængen mellem rente og løbetid på værdipapirer med samme kreditrisiko. Oftest vil renten være lavest for korte løbetider og højest for de længere løbetider. Er den korte rente højest, karakteriseres rentestrukturen som invers. Strukturen måles ofte ved den effektive rente på stående lån, men mere korrekt er det at anvende **nulkuponlån**.

Repopacilitet:

(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 (reverse) eller andre obligationer (bond lending). 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**.

Samurai-lån:

Yen-obligationslån udstedt på det japanske marked af udlændinge.

SDR (Special Drawing Rights):

Den Internationale Valutafonds regningsenhed. $1 \text{ SDR} = 0,572 \text{ USD} + 0,453 \text{ DEM} + 0,80 \text{ FRF} + 31,8 \text{ JPY} + 0,0812 \text{ GBP}$.

Værdien af 1 SDR var ultimo 1994 8,8813 kr.

Sekundært marked:

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

Seriellån:

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.

Struktureret lån:

Et lån, der indeholder særlige vilkår, fx specielle indfrielsesvilkår eller indbyggede optioner, karakteriseres som et struktureret lån i modsætning til et såkaldt "plain vanilla"-lån.

Stående lån:

Lån, der i sin helhed tilbagebetales på udløbsdagen.

Subscription agreement:

Lånekontrakt, der regulerer forholdet mellem låntageren og lånets arrangører, **lead manager** og co-lead managers.

Swap:

Swap betyder at bytte. En swap er en selvstændig finansiell transaktion. Man skelner mellem asset(aktiv) swaps og liability(passiv) swaps, efter om det er et tilgodehavende eller en gæld, man ønsker byttet til noget andet, men bortset fra motivet er der ikke forskel på transaktionernes karakter. I administrationen af statens låntagning er der typisk tale om liability swaps. Der kan være tale om bytte af ydelser svarende til lån enten i samme valuta, men med forskellig rente, eller i forskellige valutaer. En swap kan aftales som led i en lånoptagelse eller uafhængigt deraf, og den behøver ikke med hensyn til beløb, løbetid, betalingsdatoer etc. at knytte sig til noget bestemt lån. Baggrunden for at foretage swaptransaktioner er, at der ønskes en omlægning af rente- og/eller valutabasis.

Ved en renteswap (også kaldet en basisswap) forstås en transaktion, hvorved to parter indgår en aftale om at udveksle betalinger i den samme valuta. Betalingen udregnes som rentebetalinger af samme beregningsmæssige hovedstol, men på grundlag af forskellige renteberegningsprincipper. Renteswaps kan laves mellem fast og variabel rente eller mellem ét variabelt renteindeks og et andet.

En valutaswap består i bytte af ydelser svarende til lån i forskellige valutaer. Den ene part kan fx udlåne et beløb til fast eller variabel rente i DEM, mens den an-

den 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.

Syndikeret banklån:

Banklån ydet af et konsortium af banker.

Tap-salg:

Løbende emission, dvs. successiv udstedelse af obligationer i samme serie. Statspapirer og realkreditobligationer holdes i Danmark oftest åbne i en længere periode, uden at den samlede udstedelse er fastlagt på forhånd.

Terminskontrakt:

Aftale om levering og betaling af varer, værdipapirer eller valuta på en fremtidig dato til en på aftaletidspunktet fastsat pris. En terminskontrakt 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 det underliggende instrument. Se også **Futures**.

Tick:

1/100 kurspoint. Se også **Basispoint**.

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 daglig 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 vejte 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 følgende rentekuponbetaling. Hvis der handles på et tidspunkt, hvor der er mindre en 30 dage til næste terminsdato, betaler sælgeren rente til køberen for perioden indtil næste termin, til gengæld beholder sælgeren kuponbetalingen på dette tidspunkt.

Volatilitet:

Et mål for et markeds bevægelighed eller kursfølsomhed. Som eksempel kan nævnes rentevolatiliteten på bestemte løbetider. Hvis det forudsættes, at de observerede renter kan beskrives som udfald fra en lognormalfordeling, kan de relative ændringer fra uge til uge (eller andet tidsinterval) måles ved størrelsen $\ln(r_t/r_{t-1})$, hvor r_t er renten i denne uge for en given løbetid, og r_{t-1} er renten ugen før. Volatiliteten beregnes som standardafvigelsen til tidsserien af ændringer. Gentages proceduren for alle løbetider på nul kuponrentestrukturen, fås den såkaldte volatilitetsstruktur.

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 trækingsrettighed	XDR

Kreditvurderingsbetegnelser:

De mest kendte kreditvurderingsselskaber 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.

IBCA: Kategorier svarende til Standard & Poor's.

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	IBCA
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⁾		
1994, august			AA+

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 swapmodparter af fx den danske stat, begyndt at oprette "special vehicle"-datterselskaber, som frembyder større sikkerhed, fx ved løbende tilførsel af midler fra moderselskabet eller ved sikkerhedsstillelse. 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 swapaftaler er der 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 AA-A_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	IBCA
P1 (Prime 1)	A-1+	A1+
P2	A-1	A1
P3	A-2	A2
Not Prime	A-3	A3
	B	B
	C	C
	D	

P1/A-1+/A1+ 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.

IBCA har sit speciale i vurdering af banker, mens landevurderinger først er påbegyndt i 1994, herunder vurdering af lande, som ikke har anmodet om det. Banker tildeles af *IBCA* en individuel vurdering mellem A og E, med A som bedste gruppe.

Samtidig tildeles en "legal rating" udtrykt som et tal mellem 1 og 5, hvor 1 betegner en bank, der har statsgaranti eller lignende, mens 5 anvendes om en bank, der ikke i tilfælde af problemer kan påregne nogen ekstern støtte.

Kreditvurdering af udvalgte lande.¹⁾

	S & P		Moody's	
	Nuværende	Sidste ændring ²⁾	Nuværende	Sidste ændring ²⁾
England	AAA (S)	apr.78	Aaa (S)	mar.78
Frankrig	AAA (S)	sep.88	Aaa (S)	sep.88
Holland	AAA (S)	okt.88	Aaa (S)	
Japan	AAA (S)	feb.75 (BBB)	Aaa (S)	maj.93
Tyskland	AAA (S)	aug.83	Aaa (S)	apr.93
USA	AAA (S)	jan.41	Aaa (S)	
Østrig	AAA (S)	jul.75	Aaa (S)	jun.77
Norge	AAA (S)	jul.75 (BBB)	Aa1 (S)	jul.87 (Aaa)
Danmark	AA+ (S)	okt.91 (AA)	Aa1 (S)	aug.86 (Aa2)
Canada	AA+ (S)	okt.92 (AAA)	Aa1 (S)	jun.94 (Aaa)
Belgien	AA+ (S)	okt.88	Aa1 (S)	mar.88
Sverige	AA+ (N)	mar.93 (AAA)	Aa3 (S)	jan.95 (Aa2)
Spanien	AA (P)	aug.88	Aa2 (S)	feb.88
Australien	AA (S)	okt.89 (AA+)	Aa2 (S)	aug.89 (Aa1)
Italien	AA (S)	mar.93(AA+)	A1 (S)	maj.93(Aa3)
Finland	AA- (S)	mar.93 (AA+)	Aa2 (S)	jan.92 (Aa1)
Irland	AA- (P)	okt.89(A+)	Aa2 (S)	aug.94(Aa3)
New Zealand ..	AA- (P)	jan.91 (AA)	Aa2 (S)	mar.94 (Aa3)
Portugal	AA- (S)	sep.93	A1 (S)	nov.86
Mexico	BB+ (P)	jul.92	Ba3 (S)	nov.81

¹⁾ Som publiceret pr. januar 1995. Vurderingen er for gæld i fremmed valuta.

²⁾ Tidspunkt for ratingtildeling eller sidste ændring. Rating i parentes angiver tidligere rating.

Note: (S) = ratingudsiget stabil
(P) = ratingudsiget positiv
(N) = ratingudsiget negativ