

Statens låntagning og gæld 1995



DANMARKS NATIONALBANK

STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD 1995

Tryk: Schultz Grafisk

Papir: Nopaset, 90 g.

Oplag: 2.400

ISSN: 0902-6681

Omslag: Johan Alkjær

Danmarks Nationalbank

Havnegade 5

1093 København K

Telefon 33 63 63 63 (indtil 16. marts 1996 tlf. 33 14 14 11)

Telefax 33 63 71 09 (indtil 16. marts 1996 tlf. 33 14 14 04)

Redaktionel note:

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

Redaktionen er afsluttet den 15. februar 1996.

Indholdsfortegnelse

Forord	7
Beretningskapitler	
Kapitel 1: Indenlandsk låntagning	9
1.1. Indledning	9
1.2. Obligationsmarkedet i 1995	9
1.3. Principper for den indenlandske statsgældspolitik	12
1.4. Låneviften	14
1.5. Varighedsstyring	18
1.6. Fordelingen af statspapirsalg og -opkøb over året	19
1.7. Placering af statspapirer	22
1.8. Statens locationswap-ordning	23
1.9. Postordresalg af statsobligationer	24
1.10. Udsigter for 1996	24
Kapitel 2: Den udenlandske statsgæld og valutareserven	29
2.1. Rammerne for den udenlandske låntagning	29
2.2. Nettolåntagningen i 1995	30
2.3. Kortfristet låntagning	31
2.4. Mellem- og langfristet låntagning	32
2.5. Statens lånevilkår	33
2.6. Anden gældsadministration	34
2.7. Sammensætning af den udenlandske gæld	35
2.8. Omkostninger og performance i 1995	39
2.9. Udsigter for 1996	41
Kapitel 3: Statens gæld	43
3.1. Statsgælden	43
3.2. Renteudgifter af statsgælden	45
3.3. Opgørelsen af den offentlige gæld	47
Kapitel 4: Den Sociale Pensionsfond	49
4.1. Indledning	49
4.2. Forvaltning af fonden	49
4.3. Fondens beholdning	49

Specialkapitler

Kapitel 5: Salg af indenlandske statspapirer	53
5.1. Indledning	53
5.2. Forskellige salgsmetoder	54
5.3. Fleksibilitet i salget	56
5.4. Sikkerhed i udstedelsen	57
5.5. Åbenhed i statspapirsalget	58
5.6. Prisdannelse ved udstedelse	59
5.7. Vurdering af salgsformen i Danmark	60
Kapitel 6: Skatkammerbeviser	65
6.1. Indledning	65
6.2. Skatkammerbevisprogrammet	65
6.3. Budstrukturen i 1994 og 1995	68
6.4. Budte renter og renter i spotmarkedet	70
6.5. Konkurrencen ved auktioner 1994-1995	72
6.6. Konklusion	74
Kapitel 7: Ændrede styringsprincipper for nettovalutagælden	77
7.1. Indledning	77
7.2. Overgang til DEM-basis	77
7.3. Absolut eller relativ risiko	80
Kapitel 8: Renterisiko på statens udlandsgæld	81
8.1. Indledning	81
8.2. Hvilke aktiver modsvarer statens udlandsgæld?	81
8.3. Renterisiko på "ny" udenlandsk statsgæld	82
8.4. Renterisiko på "gammel" udenlandsk statsgæld	84
8.5. Refinansieringsrisiko	85
8.6. Konklusion	85
Kapitel 9: Statens betalinger	87
9.1. Indledning	87
9.2. Statens konto	87
9.3. Månedsfordeling	88
9.4. Dagsfordelinger	89
9.5. Betalingstidspunkter	90
Bilag	92

Bilagstabeller

1.	Statsgælden ved udgangen af finansårene 1985 til 1995	104
2.	Indenlandske statslån optaget i 1995	106
3.	Udenlandske statslån mv. optaget i 1995	109
4.	Statsgaranterede enheders låntagning i 1995	
	Hypotekbanken	137
	Dansk Naturgas A/S	137
	A/S Storebæltsforbindelsen	138
	A/S Øresundsforbindelsen	140
	Øresundskonsortiet	141
5.	Samtlige indenlandske statslån pr. 31. december 1995	
	Fast forrentede obligationslån	145
	Statsgældsbeviser	146
	Skatkammerbeviser	147
	Variabelt forrentede obligationslån	147
	Præmieobligationslån	147
	XEU-lån	148
6.	Samtlige udenlandske statslån pr. 31. december 1995	
	AUD-lån	149
	BEF-lån	149
	CAD-lån	149
	CHF-lån	150
	DEM-lån	150
	DKK-lån	154
	ESP-lån	154
	FRF-lån	154
	GBP-lån	154
	JPY-lån	155
	LUF-lån	156
	NLG-lån	156
	NZD-lån	157
	USD-lån	157
	XEU-lån	159
7.	Renter og afdrag af statens indenlandske gæld, ultimo 1995 ...	161
8.	Renter og afdrag af statens udenlandske gæld, ultimo 1995 ...	162
9.	Locationswap-ordningens sammensætning pr. 31. december 1995	163
	Ordliste over finansielle begreber	165

Forord

Som led i administrationen af statens gæld udarbejder Nationalbanken hvert år publikationen "Statens låntagning og gæld". Publikationen beskriver udviklingen i statens låntagning og gæld i det forløbne år, og der redegøres for forhold af betydning for låntagningen.

I følge den i 1991 aftalte arbejdsdeling mellem Finansministeriet og Nationalbanken varetager Nationalbanken de administrative opgaver vedrørende statsgældsforvaltningen. Finansministeriet har ansvaret for statens gældsforvaltning og låntagning, herunder for relationerne til Folketinget. Den overordnede strategi for statens låntagning og gældsforvaltning fastlægges ved regelmæssige møder med deltagelse af Finansministeriet, Økonomiministeriet og Nationalbanken på baggrund af et oplæg udarbejdet af Nationalbanken. Nationalbanken varetager den løbende låntagning og administration af gældsporteføljen i henhold til den besluttede strategi.

Som tidligere er publikationen opdelt i to hoveddele med en *beretningsdel*, der redegør for udviklingen i låntagningen i det forløbne år, og en *specialdel*, der beskriver forskellige forhold, der er relevante for låntagningen.

Beretningsdelen omfatter de første fire kapitler. Den indenlandske låntagning beskrives i *kapitel 1* og den udenlandske låntagning og porteføljeforvaltning i *kapitel 2*. I *kapitel 3* er der en overordnet redegørelse for de enkelte dele af statens gæld, herunder en beskrivelse af udviklingen i renteudgifterne på gælden og et skøn over den samlede offentlige gæld ved udgangen af 1995. Som noget nyt i forhold til tidligere år er der i *kapitel 4* en beskrivelse af forvaltningen af Den Sociale Pensionfonds portefølje.

Specialdelen omfatter kapitel 5 til kapitel 9. I *kapitel 5* beskrives den danske måde at udstede indenlandske statspapirer, og der sammenlignes med andre salgsmetoder. *Kapitel 6* indeholder en analyse af budstrukturen på skatkammerbevisauktionerne for årene 1994-95. I *kapitel 7* redegøres for ændrede styringsprincipper vedrørende den valutamæssige samstyring af den udenlandske statsgæld og Nationalbankens valutareserve, mens der i *kapitel 8* gives nogle principielle betragtninger om renterisikoen på statens udenlandske gæld. I *kapitel 9* er der en beskrivelse af månedsfordelingen af statens betalinger samt udviklingen i statens konto i Nationalbanken.

Kapitel 1.

Indenlandsk låntagning

1.1. Indledning

Det samlede indenlandske statspapirsalg beløb sig i 1995 til 137,2 mia.kr. til kursværdi og 145,0 mia.kr. nominelt. Dette dækker over et salg af statsobligationer og -gældsbeviser for 138,6 mia.kr. til kursværdi, mens indfrielse af skatkammerbeviser oversteg bruttosalg med 1,5 mia.kr.

Afdragene på den indenlandske statsgæld udgjorde i 1995 104,5 mia.kr., og dermed beløb det samlede nettosalg af indenlandske statspapirer i kroner sig til 32,7 mia.kr. Til sammenligning var nettosalget både i 1993 og 1994 46,6 mia.kr.

1.2. Obligationsmarkedet i 1995

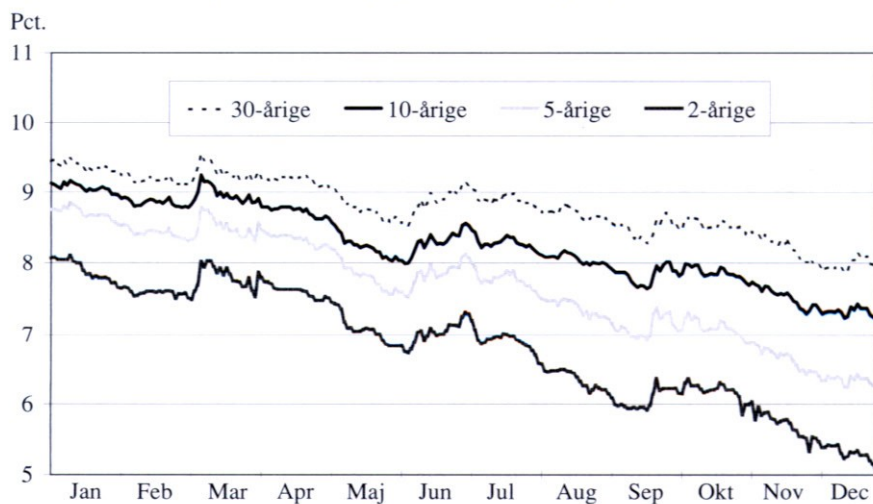
Statens bruttofinansieringsbehov var i 1995 relativt stort set i forhold til tidligere år. Statspapirsalget havde i 1. halvår til tider vanskelige vilkår, især var marts og juni præget af ugunstige forhold, mens obligationsmarkedet i 2. halvår var mere positivt. Når der tages hensyn til det store bruttofinansieringsbehov, har vilkårene for statspapirsalget i 1995 som helhed været ganske tilfredsstillende.

Figur 1.2.1. viser de effektive renter på statspapirer med udvalgte løbetider. Rente på 10-årige obligationer faldt med ca. 2 procentpoint, mens renten på 2-årige statspapirer faldt med over 3 procentpoint. Rentestrukturen er således blevet betydeligt stejlere, og ved udgangen af 1995 var forskellen mellem den 10-årige og den 2-årige rente godt 2 procentpoint mod under 1 procentpoint primo året. En tilsvarende udvikling har fundet sted i andre europæiske lande.

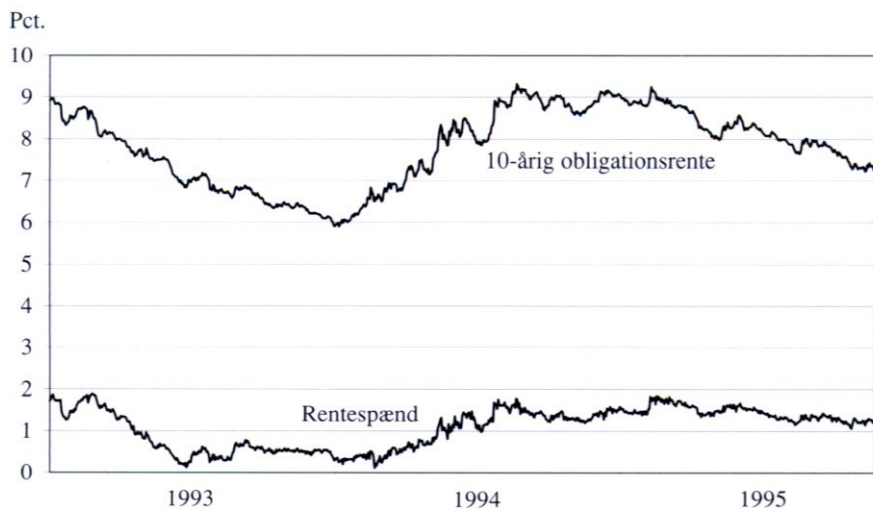
Mens 1994 var præget af kraftige rentestigninger, udviste markedet i 1995 allerede positive tendenser fra begyndelsen af januar med faldende renter og gode muligheder for statspapirsalget. Valutauroen i marts gav en kraftig stigning i renterne, men på obligationsmarkedet redresseredes rentestigningen i løbet af april måned. Rentefaldet fortsatte gennem resten af året, dog med enkelte perioder med rentestigninger. Ved årets udgang var renten for de 2-årige statspapirer på niveau med januar 1994,

da renten var lavest, mens renten for de 10-årige obligationer ved udgangen af 1995 var godt 1,0 procentpoint over det laveste niveau.

Figur 1.2.1. Renter på danske statspapirer med udvalgte løbetider, 1995.



Figur 1.2.2. 10-årig statsobligationsrente og rentespænd til Tyskland på 10-årige statsobligationer, 1993-1995.



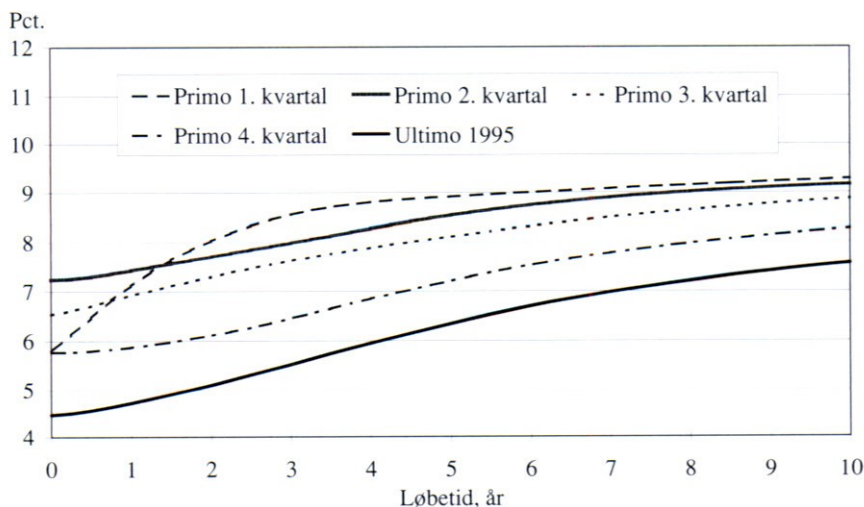
I 1. halvår 1995 forløb renteudviklingen i de europæiske lande, i lighed med 1994, parallelt med udviklingen i USA, mens der i 2. halvår var mere divergerende udviklinger. De lange amerikanske renter faldt i 1995 mere end de europæiske. Således faldt den 10-årige amerikanske obligationsrente 2,3 procentpoint, hvorimod fx den tyske kun faldt 1,6 procentpoint.

Det 10-årige rentespænd mellem Danmark og Tyskland udviste i 2. halvår en faldende tendens for ved udgangen af året at være 1,2 procentpoint, jf. figur 1.2.2. Udviklingen i det 10-årige rentespænd har dog ikke fulgt udviklingen i den 10-årige obligationsrente i samme grad som i 1. halvår 1993, hvor spændet på et tidspunkt faldt til under 0,2 pct.

Udviklingen i rentestrukturen

Det faldende renteniveau fremgår ligeledes af figur 1.2.3., der viser udvalgte estimerede nulkuponrentestrukturer for 1995.¹⁾ Nulkuponrentestrukturen viser renterne ved forskellige løbetider på ikke-kuponbærende obligationer, som kun har en afdragsbetaling, placeret ved lånets udløb.

Figur 1.2.3. Estimerede nulkuponrentestrukturer, 1995.



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

I begyndelsen af 1995 var nulkuponrentekurven meget stejl, dvs. forskellen mellem den lange og den korte nulkuponrente var stor sammenlignet med tidligere. I forbindelse med valutauroen i marts steg pengemarkedsrenterne, og kurven blev fladere. Gennem resten af året faldt renteniveauet generelt, dog var faldet i den korte ende mere markant end i den lange.

1.3. Principper for den indenlandske statsgældspolitik

Formålet med statens låntagning er at dække det løbende underskud på statsfinanserne og refinansiere afdrag på statsgælden. Således har praksis i en årrække været, at der er solgt indenlandske statspapirer denomineret i danske kroner svarende til statens indenlandske bruttofinansieringsbehov, jf. box 1.10.1. Denne praksis er i en aftale mellem regeringen og Danmarks Nationalbank blevet formuleret som en norm for den indenlandske låntagning, jf. *Statens låntagning og gæld 1993*, kapitel 5. Aftalen har til formål at formalisere den nævnte praksis samt at implementere de krav, som Maastricht-traktatens artikel 104 stiller for at sikre, at der ikke sker monetær finansiering af statens underskud.

Med aftalen formaliseredes endvidere den opsplitning mellem finans- og pengepolitik, der er nødvendig for at sikre, at likviditetspolitiske foranstaltninger foretages alene ud fra et hensyn til de pengepolitiske forhold. Ovennævnte praksis giver en neutralisering af den likviditetseffekt, som statens bruttokasseunderskud medfører.

Som følge af Maastricht-traktatens artikel 104 er det ikke tilladt for staten at have en negativ saldo på kontoen i Danmarks Nationalbank. Låntagningen tilrettelægges derfor således, at der altid er et passende indestående på statens konto.

Staten havde i 1995 et bruttokasseunderskud på 174,3 mia.kr., hvoraf afdragene på den udenlandske og den indenlandske statsgæld udgjorde 28,5 mia.kr. henholdsvis 104,5 mia.kr., jf. tabel 1.3.1.

Normen for den indenlandske låntagning, og dermed det indenlandske bruttofinansieringsbehov, opgøres som statens bruttokasseunderskud fratrasket dels afdrag på den udenlandske statsgæld og indenlandske ecu-gæld, dels opkøb af udenlandske statspapirer og indenlandske ecu-obligationer til statens beholdning af egne papirer. Opgørelsen af det indenlandske bruttofinansieringsbehov ultimo året kan afvige fra statens regnskab, bl.a. som følge af forskelle i periodeafgrænsningen i opgørelserne. Sammenhængen mellem begreberne beskrives i box 1.10.1.

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

Mia.kr.	1992	1993	1994	1995
Drifts-, anlægs- og udlånsbudget .	-35,3	-48,4	-39,7	-32,2
Nettoobligationskøb ²⁾	-7,2	-6,7	-12,0	-11,5
Genudlån af statslån	-1,0	-3,1	-5,1	-1,6
Fordelte emissionskurstab	9,1	11,6	8,2	5,7
Andre kapitalposter	3,5	1,4	-0,8	-1,7
Nettokassesaldo	-30,8	-45,3	-49,4	-41,4
<i>Afdrag på indenlandsk statsgæld</i>				
Statsobligationer ³⁾	56,0	38,0	50,5	48,4
- Heraf opkøbt til annullering	(17,9)	(4,2)	(8,6)	(2,9)
Statsgældsbeviser	39,9	36,3	22,5	56,1
- Heraf opkøbt til annullering	(0)	(0)	(6,3)	(5,0)
Afdrag på udenlandsk statsgæld .	16,5	16,7	13,1	28,5
Bruttokassesaldo	-143,3	-136,3	-135,5	-174,3
Indenlandsk bruttofinansierings- behov ⁴⁾	126,3	119,2	119,8	138,8

¹⁾ Statsregnskabstal, for 1995 dog foreløbige tal.

²⁾ Især Den Sociale Pensionsfonds køb samt opkøb til statens beholdning af egne papirer.

³⁾ Inkl. bunden opsparing 1992.

⁴⁾ Opgjort ultimo året. Tallene kan derfor afvige fra regnskabstallene.

Det er i praksis ikke muligt at opnå et statspapirsalg, der nøjagtigt svarer til det indenlandske bruttofinansieringsbehov. Dette skyldes primært, at det endelige bruttofinansieringsbehov for hele året først kendes ved årets udgang, dvs. efter at statspapirsalget for året er ophørt. I de seneste år har forskellene dog været ubetydelige, jf. tabel 1.3.2.

Tabel 1.3.2. Salg af indenlandske statspapirer.

Mia.kr.	1992	1993	1994	1995
Salg af statspapirer, kursværdi ..	124,8	120,9	119,6	137,2
Indenlandsk bruttofinansierings- behov ¹⁾	126,3	119,2	119,8	138,8
Difference	-1,5	1,7	-0,2	-1,6

¹⁾ Opgjort ultimo året.

Ud over de førnævnte formelle hensyn vedrørende normen for statens låntagning er det et overordnet mål for statsgældspolitikken at opnå så lave langsigtede låneomkostninger som muligt, under hensyntagen til markedsforholdene.

Endvidere er der en række andre forhold, der gør sig gældende for styringen af statens gæld. Låntagningen foregår i den såkaldte lånevifte, dvs. den vifte af obligationer med forskellige løbetider, der er åbne for udstedelse. Låneviftens opbygning med et begrænset antal obligationsserier er bl.a. med til at sikre en god likviditet i statspapirerne, som medvirker til at sikre staten de lavest mulige omkostninger ved låntagningen. Desuden styres sammensætningen af statsgælden efter et varighedsmål. Lånevifte og varighedsstyring er beskrevet nærmere i afsnit 1.4. henholdsvis afsnit 1.5.

Danmarks Nationalbank har lejlighedsvis bemyndigelse til at foretage opkøb af statspapirer på statens vegne. Sådanne opkøb har først og fremmest til formål at udjævne afdrag over måneder eller over år.

1.4. Låneviften

Låneviften består af de statspapirserier, der sker udstedelse i. Obligationerne i viften er forskellige med hensyn til løbetider, kupon og termin. Nedenfor er de enkelte papirtyper beskrevet nærmere.

Fast forrentede statsobligationer

Fast forrentede statsobligationer udstedes med en initial løbetid på 3 år og derover. Obligationerne har en kendt betalingsprofil med en fast pålydende rente. Alle fast forrentede statsobligationer har gennem de senere år været stående lån med en årlig termin, dvs. med et betalingsforløb, hvor kun sidste terminsbetaling indeholder et afdrag svarende til lånets nominelle værdi.

I låneviften er der fast forrentede statsobligationer med forskellige løbetider. Der har i de seneste år indgået 5-, 10- og 30-årige obligationsserier som en fast del af statsobligationsprogrammet. Princippet i denne sammensætning svarer til opbygningen af tilsvarende markeder i de fleste vestlige lande med en statsgæld af en vis størrelse. Det skal ses i sammenhæng med den øgede internationalisering, der har fundet sted på markederne for statspapirer. Internationaliseringen har været medvirkende til, at udenlandske investorer i de senere år har udvist en betydelig interesse for danske statspapirer.

Desuden har det for at sikre likviditeten i markedet været ønskeligt, at de 5- og 10-årige serier bliver hurtigt opbygget for at opnå status som toneangivende serier. På denne måde skabes et effektivt og velfungerende marked som grundlag for udstedelsen af statspapirer. Stor omsættelighed er interessant for investorerne, da den øger sikkerheden for at kunne afhænde obligationer igen til en fornuftig pris. Investorerne er derfor villige til at acceptere en lavere rente end i en tilsvarende, mindre omsat serie. Denne likviditetspræmie giver staten en lavere omkostning ved gældsfinansieringen.

Den 30-årige obligationsserie blev introduceret i april 1994 og har siden været åben for udstedelse. Intentionen med det 30-årige lån har været at forøge fleksibiliteten i styringen af statsgældens varighed samt at tilpasse det danske marked til de udenlandske. Opbygningen af den 30-årige obligationsserie foregår ikke med samme hastighed som i de toneangivende 5- og 10-årige serier, bl.a. som følge af obligationsseriens lange løbetid.

I januar 1995 var de åbne serier 8 pct. stående lån 2001 som 5-årig obligationsserie, 8 pct. stående lån 2006 som 10-årig obligationsserie og endelig 7 pct. stående lån 2024 som 30-årig obligationsserie. Den 5-årige serie blev åbnet 9. januar 1995, mens de øvrige blev åbnet i 1994.

Den 10-årige 8 pct. stående lån 2006 overtog den 4. december 1995 rollen som toneangivende 10-årig obligationsserie på Københavns Fondsbørs.

Statsgældsbeviser

Statsgældsbeviser udstedes med en initial løbetid på godt 2,5 år og holdes normalt åbne for udstedelse i et år. De har dermed typisk en kortere restløbetid end de fast forrentede statsobligationer beskrevet ovenfor. Statsgældsbeviserne er fast forrentede stående lån med en årlig termin. De åbnes typisk primo januar og primo juli med terminsdatoer og kuponer, der følger et fast system.

Som for de fast forrentede statsobligationer tilstræbes der af likviditetshensyn et passende udestående i de enkelte statsgældsbevisserier.

I 1995 blev der åbnet to statsgældsbeviser; den 4. januar 7 pct. statsgældsbevis 1997 II og den 3. juli 7 pct. statsgældsbevis 1998 I. Da mindsterenten pr. 1. januar 1995 blev sat op til 7 pct., var det ikke muligt at fortsætte salget af 6,25 pct. statsgældsbevis 1997 I, der oprindeligt var planlagt til at fortsætte indtil åbningen af 7 pct. statsgældsbevis 1998 I den 3. juli. Således var der kun et åbent statsgældsbevis i 1. halvår 1995.

Tabel 1.4.1. Emission af indenlandske statslån denomineret i kroner, 1995.

Mill.kr.	Emission			Nominelt udestående ultimo 1995 ¹⁾
	Nominelt	Kursværdi	Kurstab	
7 pct. stående lån 2024	9.378	7.644	1.734	14.915
8 pct. stående lån 2006	50.165	48.706	1.459	52.760
8 pct. stående lån 2001	36.135	35.473	662	36.135
6 pct. stående lån 1999	109	98	11	41.350
Obligationer, fast rente	95.787	91.920	3.867	
7,00 pct. statsgældsbevis 1998 I	11.400	11.429	-29	11.400
7,00 pct. statsgældsbevis 1997 II	35.682	35.288	394	35.682
Statsgældsbeviser	47.082	46.717	365	
Skatkammerbevis 1996 III	15.121	14.552	569	15.121
Skatkammerbevis 1996 II	23.153	22.326	827	23.153
Skatkammerbevis 1996 I	24.829	23.749	1.080	20.111
Skatkammerbevis 1995 IV	20.879	20.079	800	
Skatkammerbevis 1995 III	10.624	10.370	254	
Skatkammerbevis 1995 II	5.282	5.203	79	
Indfrielse	97.741	97.732	-9	
Skatkammerbeviser, netto	2.147	-1.453	3.600	
Statspapirsalg i alt	145.016	137.183	7.833	

¹⁾ Omfatter ikke beholdningen i statens locationswap-ordning.

Salget af statsgældsbeviser i 1995 fremgår af tabel 1.4.1. Udeståendet i 7 pct. statsgældsbevis 1997 II er en del større end det vanlige udestående i statsgældsbevisserierne, hvilket skyldes den førtidige lukning af 6,25 pct. statsgældsbevis 1997 I.

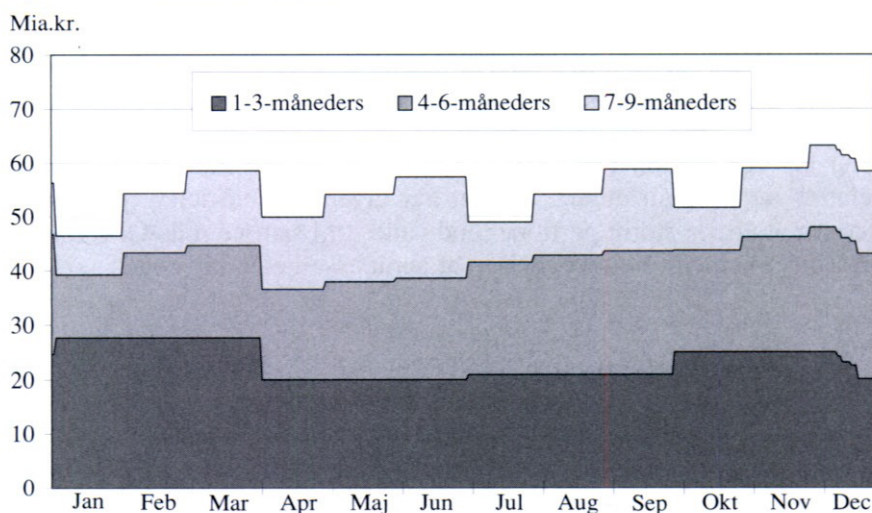
Skatkammerbeviser

Skatkammerbeviser er de korteste indenlandske statspapirer. De udstedes initialt med en løbetid på 9 måneder og sælges ved månedlige auktioner. Der åbnes et nyt 9-måneders bevis i begyndelsen af hvert kvartal, og hvert bevis holdes åbent for udstedelse, indtil den resterende løbetid er 3 måneder. Der udbydes således 2 beviser ved auktioner, der ikke afholdes ved kvartalsskift, og tre beviser ved kvartalsskift.

Skatkammerbeviserne er nul kuponobligationer, dvs. at rentebetalingen ikke er kuponbaseret, men er indregnet i den kurs (under pari), obligationerne udstedes til.

I 1995 var det nominelle bruttosalg af skatkammerbeviser på i alt 99,9 mia.kr., mens nettosalget var på i alt 2,1 mia.kr., jf. tabel 1.4.1. Udviklingen i den udestående mængde af skatkammerbeviser i 1995 er vist i figur 1.4.1., hvoraf det fremgår, at udestående har været på ca. 50-60 mia.kr. nominelt.

Figur 1.4.1. Udestående skatkammerbeviser, 1995.



Som nævnt sælges skatkammerbeviserne ved månedlige auktioner. I de seneste par år er der kommet mere interesse omkring skatkammerbevisauktionerne, og strukturen i de afgivne bud er blevet bedre, jf. kapitel 6, der mere detaljeret beskriver auktionerne og udviklingen i budstrukturen.

Øvrige låntyper

Der findes desuden forskellige ældre obligationstyper, der stadig er i omløb. Blandt disse er de uamortisable obligationer, udstedt omkring begyndelsen af dette århundrede, og præmieobligationer, udstedt fra 1948 til 1980. Hertil kommer serielån, der blev udstedt indtil 1985, samt variabelt forrentede statslån, hvor udstedelsen stoppede i 1990. I bilagstabel 5 er samtlige indenlandske statslån vist.

Salg på åbningsdage

Ved åbning af nye statspapirserier har der erfaringsmæssigt været en stor interesse omkring salget på åbningsdagen. Derfor er fremgangsmåden ved åbningen af nye lån lagt i faste rammer. Princippet for åbningssalg er, at Danmarks Nationalbank ca. en uge før åbningsdagen meddeler Københavns Fondsbørs (KF), at der åbnes en ny obligationsserie. Samtidig meddeles seriens karakteristika. På selve åbningsdagen meddeles ved markedets åbning, hvilket tidspunkt salget påbegyndes, hvilken mængde der udbydes initialt, samt hvor længe denne udbudte mængde bliver liggende i KF's system, tillige med et maksimum for det samlede udbud på åbningsdagen. Åbningskursen bliver ikke offentliggjort, før salget påbegyndes.

I 1995 er der åbnet tre¹⁾ nye serier. På åbningsdagene har der været et relativt stort initialt udbud, hvilket har givet markedsdeltagerne mulighed for at aftage større portioner end vanligt til samme pris. Generelt har erfaringerne med tilrettelæggelsen af åbningssalg været gode.

1.5. Varighedsstyring

Varigheden af en portefølje beregnes som middeltidspunktet for rente- og afdragsbetalingerne på porteføljen opgjort til nutidsværdi, jf. ordlisten. Den er et mål for den tid, der går, før et kursfald ved en rentestigning opvejer de forøgede omkostninger ved den højere refinansieringsrente og vice versa. Varigheden fortolkes som porteføljens kursfølsomhed.

Rent teknisk er beregningen af varigheden følsom for ændringer i renteniveauet. Derfor vil ændringer i en porteføljes varighed i en periode med fx rentefald dels afspejle ændringen i middeltidspunktet for rente- og afdragsbetalingerne på porteføljen, dels faldet i renteniveauet.

Som nævnt fokuseres der på styringen af statsgældens varighed, når statsgældens sammensætning skal tilrettelægges. Det er primært ved nylåntagningen, at varigheden kan påvirkes, og med et samlet salg af statsobligationer og statsgældsbeviser i 1995 på nominelt 142,9 mia.kr., svarende til ca. 26 pct. af den indenlandske kronedenominerede statsgæld ekskl. skatkammerbeviser, er det i princippet muligt relativt hurtigt at påvirke sammensætningen af gælden. I praksis er der dog en række hensyn, fx til låneviften, der skal tages.

Ved indgangen til 1994 blev det på baggrund af den betragtelige statsgæld og internationale erfaringer besluttet at øge varigheden af statsgælden fra de daværende 3,3 år. Ved udgangen af 1995 var varighe-

¹⁾ 7 pct. statsgældsbevis 1997 II, 8 pct. stående lån 2001 samt 7 pct. statsgældsbevis 1998 I.

den 3,9 år. Det er hensigten at fortsætte varighedsforlængelsen i 1996, hvor der tilstræbes et niveau på ca. 4 år.

Udviklingen i statsgældens restløbetid og varighed siden 1986 er vist i tabel 1.5.1. I 1995 er varigheden øget med 0,6 år.

Tabel 1.5.1. Varighed og gennemsnitlig restløbetid ultimo året.

År	Varighed		Gennemsnitlig restløbetid
	Fast forrentede papirer	Alle papirer	
1986	2,9	2,6	4,0
1987	2,4	2,1	3,6
1988	2,5	2,0	3,6
1989	2,8	2,2	4,0
1990 ¹⁾	3,1	2,4	4,4
1991	2,8	2,3	3,6
1992	3,2	2,8	4,2
1993	3,5	3,3	4,2
1994	3,4	3,3	4,4
1995	4,0	3,9	5,0

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

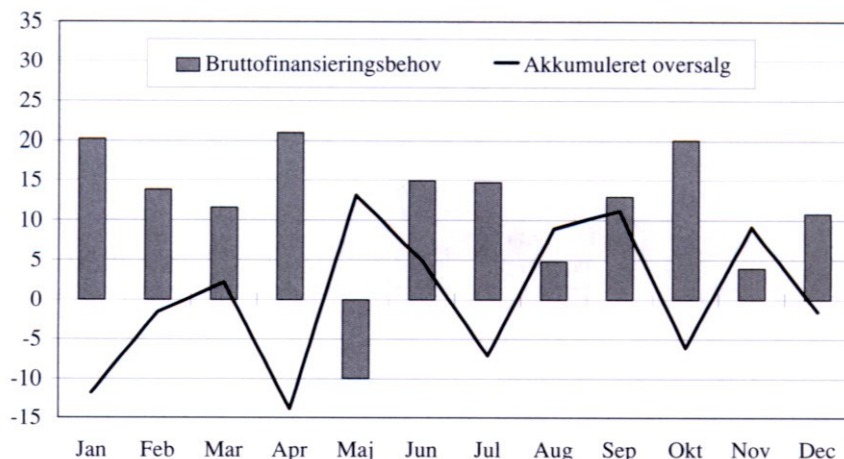
1.6. Fordelingen af statspapirsalg og -opkøb over året

Som udgangspunkt søges det månedlige statspapirsalg tilnærmet det forventede indenlandske bruttofinansieringsbehov (bruttokasseunderskuddet ekskl. afdrag på henholdsvis opkøb af udenlandske statslån og indenlandske ecu-lån) for at undgå for store akkumulerede over- eller undersalg. Der er dog visse problemer forbundet med at følge bruttokasseunderskuddet; dels er bruttokasseunderskuddet fordelt på måneder meget varierende, jf. kapitel 9, dels skal der tages en række praktiske hensyn, især statsgældspolitiske, markedsmæssige og likviditetsmæssige. Derfor vil det faktiske månedlige salg normalt afvige fra det indenlandske bruttofinansieringsbehov.

I figur 1.6.1. er det indenlandske bruttofinansieringsbehov fordelt på måneder vist. Ved at trække det indenlandske bruttofinansieringsbehov fra det faktiske statspapirsalg fås oversalget af statspapirer, som ligeledes er vist i figur 1.6.1., opgjort akkumuleret fra primo året.

Figur 1.6.1. Statens indenlandske bruttofinansieringsbehov samt akkumuleret oversalg¹⁾ i 1995 fordelt på måneder.

Mia.kr.



¹⁾ Forskel mellem statens indenlandske bruttofinansieringsbehov og det faktiske statspapirsalg.

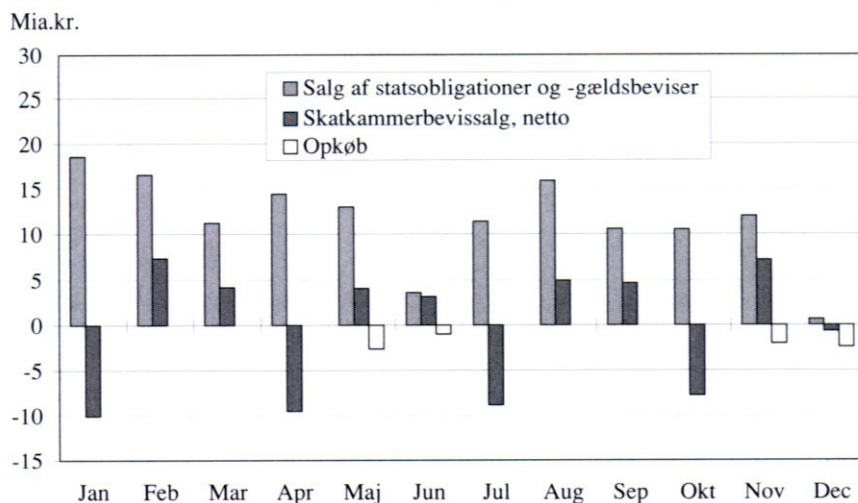
Da skatkammerbeviserne følger et relativt fast program, hvor der typisk er et negativt nettosalg i første kvartalsmåned og positive nettosalg i 2. og 3. kvartalsmåned, er det primært de øvrige papirer i låneviften, der anvendes til styring af salget på månedsbasis.

Fordelingen af statspapirsalget for 1995 fremgår af figur 1.6.2. Vil-kårene på obligationsmarkedet var til tider vanskelige, jf. afsnit 1.1. I 1. halvår var især marts og juni præget af ugunstige forhold, mens obligationsmarkedet i 2. halvår derimod var mere positivt.

Opkøb af statspapirer

Med baggrund i de store afdrag i 2. halvår 1995 blev der i begyndelsen af 1995 givet bemyndigelse til, at Danmarks Nationalbank kunne opkøbe statspapirer med udløb i 2. halvår 1995. Mod slutningen af 1995 blev der tilsvarende givet bemyndigelse til opkøb af statspapirer med udløb i 1996 af hensyn til udviklingen i indestående på statens konto.

Figur 1.6.2. Fordelingen af statspapirsalg og -opkøb i 1995.



I henhold til disse bemyndigelser blev der opkøbt indenlandske statsobligationer¹⁾ og -gældsbeviser med ordinært udløb i 1995 for nominelt 3,6 mia.kr. og for nominelt 4,3 mia.kr. med ordinært udløb i 1996, jf. tabel 1.6.2. De opkøbte papirer blev efterfølgende annulleret.

Desuden blev der i december opkøbt og ekstraordinært indfriet skatkammerbevis 1996 I for 4,7 mia.kr. til nominal værdi.

Tabel 1.6.2. Opkøb af indenlandske kronedenominerede statspapirer i 1995.

Mill.kr.	Opkøbt		Udestående ultimo 1995 ¹⁾
	Nominelt	Kursværdi	
9 pct. stående lån 1995	950	960	
9 pct. stående lån 1996	1.900	1.968	25.700
Obligationer, fast rente	2.850	2.928	
9,25 pct. statsgældsbevis 1995 II .	2.600	2.612	
6,00 pct. statsgældsbevis 1996 I .	2.400	2.402	19.128
Statsgældsbeviser	5.000	5.014	
Obligationer og gældsbeviser i alt	7.850	7.942	
Skatkammerbevis 1996 I	4.718	4.709	20.111

¹⁾ Omfatter ikke beholdningen i statens locationswap-ordning.

¹⁾ Ekskl. ecu-obligationer.

1.7. Placering af statspapirer

Danmarks Statistik opgør investorfordelingen for danske obligationer på kvartalsbasis, baseret på oplysninger fra Værdipapircentralen (VP). Danmarks Nationalbank har foretaget en del skønsmæssige korrektioner for at få et klarere billede af obligationsejernes fordeling frem. Investorfordelingen fremgår af tabel 1.7.1.

Tabel 1.7.1. Sektorfordeling af cirkulerende statspapirer opgjort til kursværdi.¹⁾²⁾

Mia.kr.	Ultimo 4.kvt. 1994	Ultimo 1.kvt. 1995	Ultimo 2.kvt. 1995	Ultimo 3.kvt. 1995	Ultimo 4.kvt. 1995
Ikke-finansielle selskabssektor ..	48,5	49,4	51,1	52,3	45,1
Finansielle institutioner, inkl.					
Nationalbanken	179,1	170,0	169,0	165,5	171,8
Forsikringsselskaber og					
pensionskasser	43,8	51,2	52,8	48,8	40,1
Offentlige sektor	91,4	85,1	90,5	97,5	106,4
Private, ikke-udbyttegivende					
institutioner	10,1	10,3	10,3	10,1	10,9
Husholdningssektor	52,4	57,1	61,4	65,7	71,8
Udlændinge	165,2	165,6	192,0	206,4	218,4
Uoplyst	13,6	14,7	9,9	12,0	11,2
I alt	604,0	603,2	637,0	658,2	675,7

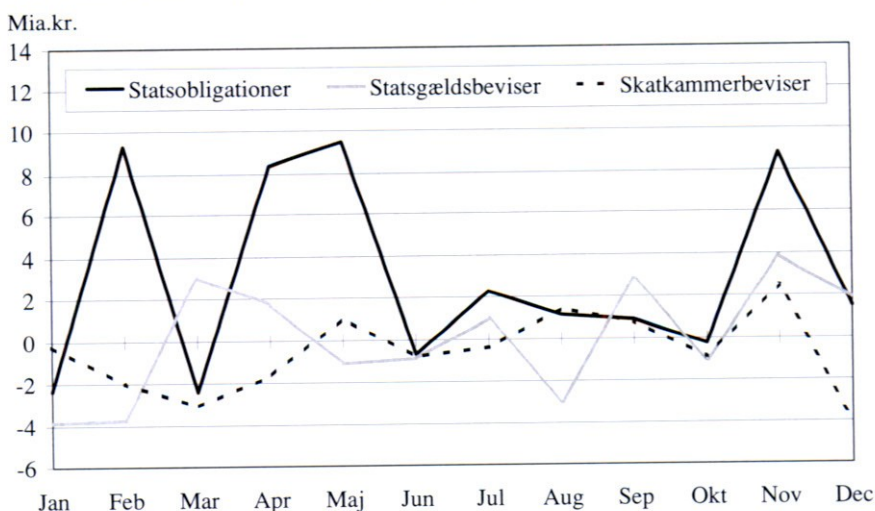
¹⁾ Ekskl. ecu-obligationer.

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 valutaindlændinges beholdninger af obligationer i Euroclear og CEDEL, som ifølge VP-statistikken er opført som ejet af udlændinge.

Tabel 1.7.1. viser, at udlandets andel af den udestående mængde af statspapirer er vokset gennem 1995, og ultimo 1995 er udlandets beholdning af danske statspapirer på godt 32 pct. af den udestående mængde. Endvidere er husholdningssektorens andel øget, mens det primært er de finansielle institutioners andel, der er blevet mindre.

I figur 1.7.1. er der vist udlændinges nettokøb af danske statspapirer i 1995 fordelt på statsobligationer, -gældsbeviser og skatkammerbeviser. Udlandet købte fortrinsvis længere papirer i 1. halvår, mens tendensen i 2. halvår ikke var tilsvarende entydig.

Figur 1.7.1. Udlændinges nettokøb af statspapirer på månedsbasis, 1995.



Den gennemsnitlige månedlige bruttoomsætning i statspapirhandlen med udlandet var i 1995 på niveau med de tidligere år, og udsvingene i de månedlige nettosalg dækker således ikke over væsentlige ændringer i udlandets handel med danske statspapirer med valutaindlændinge.

1.8. Statens locationswap-ordning

Locationswap-ordningen er oprettet for at få reduceret de problemer, der har været omkring værdipapirafvikling ved grænseoverskridende handel med statspapirer, jf. *Statens låntagning og gæld 1994*.

I juli 1994 blev der etableret en direkte forbindelse mellem VP og Euroclear. Denne forbindelse muliggør, at der kan flyttes papirer fra VP til Euroclear uden tab af dispositions dage. Det er fortsat ikke muligt at flytte papirer den anden vej uden tab af dispositions dage. Ved hjælp af locationswap-ordningen kan en værdipapirhandler, der har købt obligationer med levering i VP og har videresolgt disse med levering i Euroclear samme dag, flytte papirer fra VP til Euroclear (eller omvendt) uden tab af dispositions dage. Ordningen administreres af Danmarks Nationalbank.

Efter drøftelse med værdipapirhandlere og VP blev det besluttet at opretholde locationswap-ordningen indtil videre. De forskellige statspapirer omfattet af ordningen er vist i bilagstabel 9.

1.9. Postordresalg af statsobligationer

Privatpersoner har mulighed for at købe statsobligationer pr. postordre samt gratis at lade disse indskrive. 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. Brochuren udleveres fra posthuse.

Tabel 1.9.1. Postordresalg fordelt efter kursværdi.

	1994			1995		
	Antal	Beløb		Antal	Beløb	
		1.000 kr.	Pct.		1.000 kr.	Pct.
Under 10.000 kr.	1.178	5.173	1,4	1.400	5.896	1,5
10.000 - 50.000 kr. ...	3.489	79.304	20,7	3.779	84.568	21,1
50.000 - 100.000 kr. ..	1.432	88.064	23,0	1.461	89.788	22,5
Over 100.000 kr.	1.175	210.388	54,9	1.206	219.480	54,9
I alt	7.274	382.929	100,0	7.846	399.732	100,0
Gennemsnitlig kurs- værdi pr. salg		52,6			50,9	

Salget af statsobligationer pr. postordre udgjorde i 1995 knap 400 mill.kr., jf. tabel 1.9.1. Spredningen på størrelsen af handlerne var betydelig.

Hypotekbankens tilbagekøb af indskrevne papirer har haft et større omfang i 1995 end i 1994, idet der er gennemført 1.562 køb med en kursværdi på 96 mill.kr., svarende til en stigning på knap en tredjedel.

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

1.10. Udsigter for 1996

Afdragene på den indenlandske statsgæld beløber sig i 1996 til 78,2 mia.kr., hvilket er 26,3 mia.kr. mindre end i 1995. Nettokasseunderskud-

det i 1996 skønnes på finansloven for 1996 at blive 24,5 mia.kr. Salgsnormen for 1996 påregnes således at blive 102,7 mia.kr., eller ca. 43 mia.kr. mindre end i 1995.

Det er hensigten fortsat at forøge varigheden på den indenlandske statsgæld. Målet for varigheden ultimo 1996 er fastsat til ca. 4 år.

I januar 1996 er udstedelsen i 6 pct. stående lån 1999 genoptaget efter nedsættelsen af mindsterenten i december 1995 til 6 pct. Lånet blev åbnet i april 1994, men salget måtte indstilles, da mindsterenten i januar 1995 blev forhøjet til 7 pct.

Der er ekstraordinært ikke blevet åbnet et statsgældsbevis 1998 II, og i 1. halvår 1996 vil det eneste åbne statsgældsbevis derfor være 7,00 pct. statsgældsbevis 1998 I. Det er sket på baggrund af, at det ville være svært at opnå et tilfredsstillende udestående i et statsgældsbevis 1998 II med et salgsbehov i 1996, der er lavere end de tidligere år, og under hensyntagen til likviditeten i de øvrige låneviftepapirer. Desuden er afdragene i 2. halvår 1998 relativt store, da 9 pct. stående lån 1998 med termin den 15. november udløber i denne periode.

Øvrige statsobligationer i låneviften er 8 pct. stående lån 2001, 8 pct. stående lån 2006 og 7 pct. stående lån 2024, jf. tabel 1.10.1.

Skatkammerbevisprogrammet fortsætter i 1996 med åbning af et nyt bevis med 9 måneders løbetid hvert kvartal og auktion hver måned i beviser med løbetider på 3 måneder og derover. Låneviften ser efter ændringerne i januar 1996 ud som følger:

Tabel 1.10.1. Låneviften pr. 1. februar 1996.

	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
6 pct. stående lån 1999	10. december
<i>Statsgældsbeviser</i>	
7,00 pct. statsgældsbevis 1998 I	15. februar
<i>Skatkammerbeviser</i>	
Skatkammerbevis 1996 IV	1. oktober
Skatkammerbevis 1996 III	1. juli
Skatkammerbevis 1996 II	1. april

Box 1.10.1. Begreber vedrørende finansiering af statens kasseunderskud.

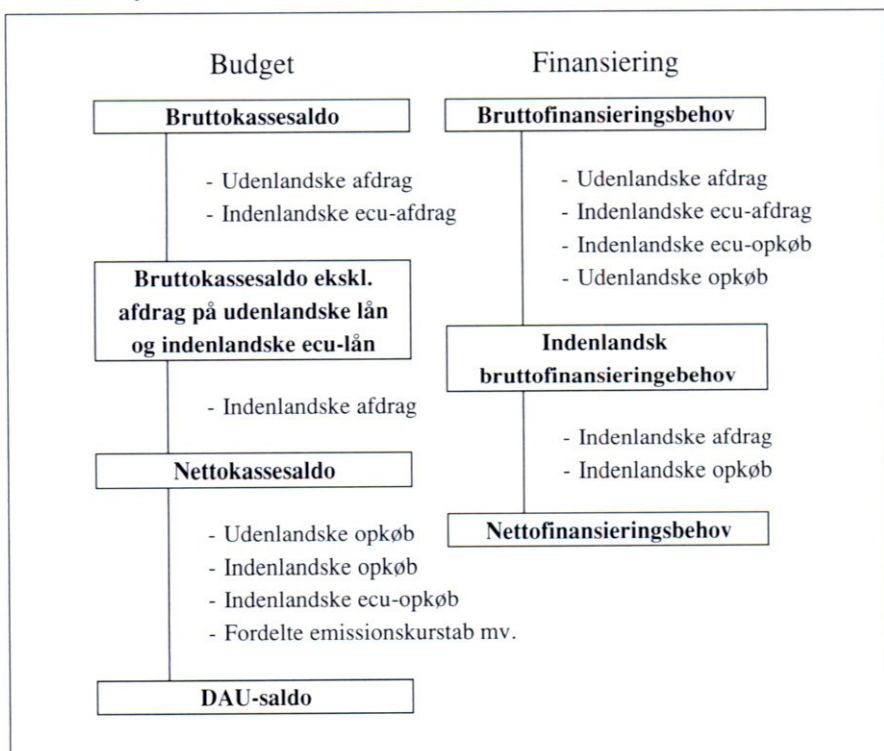
I Finansministeriets budgetoversigter opgøres årets finansieringsbehov efter et netto- og et bruttoprincip, jf. tabel 1.3.1. *Bruttokassesaldoen* repræsenterer statens *bruttofinansieringsbehov*, der dækkes ved indenlandsk låntagning samt ved udenlandsk låntagning og træk på indestående på statens konto i Danmarks Nationalbank.

Normen for den indenlandske bruttolåntagning er det *indenlandske bruttofinansieringsbehov*. Det kan opgøres som *bruttokassesaldoen* fraregnet afdrag på den udenlandske statsgæld og indenlandske ecu-lån samt, da der begrebsmæssigt skelnes mellem afdrag og opkøb, opkøb af udenlandske statslån og ecu-lån til statens beholdning af egne papirer. Eftersom der sædvanligvis ikke budgetteres med opkøb, vil det indenlandske bruttofinansieringsbehov som udgangspunkt svare til bruttokassesaldoen ekskl. afdrag på den udenlandske statsgæld og indenlandske ecu-lån. I den udstrækning, der i årets løb foretages opkøb, tages der ved opgørelsen af det indenlandske bruttofinansieringsbehov løbende hensyn hertil.

Ved årets afslutning opgøres det indenlandske bruttofinansieringsbehov på basis af Nationalbankens opgørelser af låntagningen samt indestående på statens konto. Dette tal kan ikke direkte sammenlignes med opgørelsen i henhold til statens regnskab. Forskellen kan bl.a. henføres til forskellige periodeafgrænsninger i statens regnskab og på Nationalbankens balance.

Nettofinansieringsbehovet defineres som det indenlandske bruttofinansieringsbehov fraregnet indenlandske afdrag og opkøb.

Nettokassesaldoen fås ved at trække afdrag på den indenlandske og udenlandske statsgæld fra bruttokassesaldoen. Korrigeres nettokassesaldoen yderligere for en række mellemposter fås *DAU-saldoen*, der viser statens drifts-, anlægs- og ud-



Anm.: "Afdrag" betegner afdrag på statspapirer med en initial løbetid på mere end et år (lange obligationer), og "opkøb" betegner opkøb af lange statspapirer til statens beholdning af egne obligationer.

"Fordelte emissionskurstab mv." dækker ud over statens fordelte emissionskurstab også bl.a. renteindtægter fra Den Sociale Pensionsfond.

Kapitel 2.

Den udenlandske statsgæld og valutareserven

2.1. Rammerne for den udenlandske låntagning

Det primære formål med statens udenlandske låntagning er at opretholde en passende valutareserve. Nationalbanken køber valutaprovenuet fra statens udenlandske låntagning og indsætter det modsvarende kronebeløb på statens konto i Nationalbanken. Udenlandsk låntagning øger således indeståendet på statens konto i Nationalbanken, og betaling af afdrag på lånene mindsker indeståendet.

Omfanget af statens udenlandske låntagning fastlægges ved den udenlandske norm, som er aftalt mellem Finansministeriet, Økonomiministeriet og Nationalbanken. Den indebærer, at afdrag på statens udlandsgæld som udgangspunkt refinansieres med nye udlandslån. Sammen med normen for den indenlandske låntagning betyder den udenlandske norm derfor, at staten set over en vis periode hverken påvirker den indenlandske likviditet eller valutareserven. Den udenlandske norm kan dog fraviges, såfremt hensynet til valutareserven tilsiger det. Optagelse af nye lån skal ikke nødvendigvis ske præcis samtidig med afdragsbetalinger. Den overordnede strategi for statens udenlandske låntagning og gældsforvaltning fastlægges ved kvartalsvise møder mellem Finansministeriet, Økonomiministeriet og Nationalbanken.¹⁾

I tabel 2.1.1. er valutareservens udvikling forklaret ved summen af tre værdier: Saldoen på betalingsbalancens løbende poster, statens udenlandske nettolåntagning samt øvrige kapitaltransaktioner, herunder især udenlandsk nettolåntagning foretaget af andre offentlige myndigheder og private samt porteføljeinvesteringer.

På baggrund af Nationalbankens store interventionskøb af fremmed valuta blev det besluttet at fravige normen for 1995 ved at undlade refinansiering af en del af årets afdrag. Den nedbringelse af statens udlandsgæld, som blev påbegyndt i 1994, fortsatte derfor i 1995, samtidig med at valutareserven blev forøget.

Yderligere reduktion af statens udlandsgæld er begrænset af, at der nødvendigvis må være et vist minimumsindestående på statens konto i

¹⁾ Normen er nærmere omtalt i *Statens låntagning og gæld 1993*, kapitel 5.

Nationalbanken. Dette skyldes, at forbuddet mod monetær finansiering i Maastricht-traktaten indebærer, at indeståendet på statens konto i Nationalbanken ikke må være negativt. Da betalingerne på statens konto svinger meget, må staten nødvendigvis holde et betydeligt minimumsindestående på kontoen. Det sætter en grænse for, hvor meget statens udlandsgæld kan nedbringes, selvom valutareserven måtte tillade det.

Tabel 2.1.1. Betalingsbalance og udenlandsk låntagning.

Mia.kr.	Løbende poster	Statens udenlandske nettolåntagning	Øvrige kapitaltransaktioner	Ændring i valutareserven
1992	23,7	11,9	-36,7	-1,1
1993	30,3	58,3	-63,8	24,8
1994	17,2	-30,4	0,2	-13,0
1995,1	9,9	-1,5	-5,6	2,8
1995,2	2,6	-3,1	-0,1	-0,6
1995,3	5,9	-9,6	15,6	11,9
1995,4	-2,5*	-4,9	6,6*	-0,8
1995	15,9*	-19,1	16,5*	13,4

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

* Skønnet over betalingsbalancens løbende poster for 1995 følger af Økonomisk Oversigt, december 1995, Økonomiministeriet.

2.2. Nettolåntagningen i 1995

I 1. kvartal 1995 blev kronen påvirket af uro inden for det europæiske valutasamarbejde, og den blev midlertidigt svækket. I de næste to kvartaler styrkedes kronen, og i årets sidste kvartal fandt kronen et stabilt niveau over for DEM. På denne baggrund har det været muligt for Nationalbanken at foretage opkøb af valuta i markedet for 32,9 mia.kr. i løbet af 1995.

Som følge af det betydelige valutaopkøb i 1995 samt et tilstrækkeligt indestående på statens konto i Nationalbanken blev det som nævnt besluttet at fravige normen for den udenlandske låntagning. Dette muliggjorde i 1995 en nedbringelse af statens udlandsgæld med 19,1 mia.kr., når der ses bort fra valutakursreguleringer. Af tabel 2.2.1. fremgår, at der er betalt afdrag for 32,3 mia.kr., mens der blev optaget nye lån for 13,7 mia.kr. i 1995. Statens kortfristede udlandsgæld, de såkaldte commercial papers, var ved udgangen af 1995 bragt ned til 0.

Tabel 2.2.1. Statens udenlandske låntagning (nominel værdi).

Mia.kr.	Commercial papers, netto	Anden låntagning		Nettolåntagning	Valutakursregulering	Gæld ultimo ²⁾
		Nye lån	Afdrag ¹⁾			
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	-24,9	7,5	13,7	-31,0	-3,5	129,8
1995,1	7,8	6,4	15,7	-1,5	-2,0	126,4
1995,2	-2,4	2,7	3,2	-2,9	-1,8	121,7
1995,3	-5,9	2,3	6,2	-9,8	-0,4	111,4
1995,4	0,0	2,3	7,2	-4,9	-0,9	105,6
1995	-0,5	13,7	32,3	-19,1	-5,1	105,6

¹⁾ Opkøb af egne obligationer samt førtidsindfrielse indgår som afdrag.

²⁾ Gæld netto, dvs. inkl. værdien af statens beholdning af egne obligationer.

Valutakursreguleringen bidrog til at nedbringe statens gæld med 5,1 mia.kr. Statens udlandsgæld kunne herefter opgøres til 105,6 mia.kr. ved udgangen af 1995.

2.3. Kortfristet låntagning

Det væsentligste formål med statens kortfristede låntagning i udlandet har traditionelt været at rejse valuta med kort varsel til brug for intervention. Det var der ikke brug for i 1995, hvor valutareserven var tilfredsstillende. Den kortfristede låntagning kan også bruges til at forhindre, at indeståendet på statens konto i Nationalbanken bliver negativt i korte perioder med særlig belastning af statens nettobetaling. Kortfristet låntagning har været anvendt til dette formål en enkelt gang i årets løb.

Til brug for den kortfristede låntagning har staten i en del år benyttet sig af commercial papers, som ud over adgangen til at rejse valuta med kort varsel udmærker sig ved en god omsættelighed. En forudsætning for at anvende commercial papers er etableringen af et låneprogram. Staten har oprettet to kortfristede låneprogrammer. Det ene program er etableret på det amerikanske marked (SN: Sovereign Notes) og det andet på det europæiske marked (ECP: Euro Commercial Papers). SN-programmet fordrer udstedelse i USD, mens der på ECP-programmet kan udstedes i flere valutaer. Det maksimale udestående er trinvis blevet forhøjet, senest i 1993, og udgør nu for hvert af programmerne 6 mia.USD.

I 1995 er der primært blevet udstedt i USD, men også i DEM. Af hensyn til omsætteligheden er det tidligere blevet anset for ønskeligt med et nogenlunde permanent udestående på ca. 1 mia.USD tilsammen under CP-programmerne, men dette er ikke længere vurderingen. Som følge af de rolige valutaforhold og særdeles gode mellem- og langfristede udstedelsesbetingelser har udeståendet under CP-programmerne siden august derfor været nul.

2.4. Mellem- og langfristet låntagning

I 1995 har staten optaget mellem- og langfristede lån i udlandet for i alt 13,7 mia.kr. nominelt, jf. tabel 2.2.1., svarende til et provenu på 13,1 mia.kr. Lånene er optaget i en række forskellige valutaer, primært JPY, DEM, XEU og USD og er herefter i forbindelse med selve lånoptagelsen som regel swappet til DEM. Dette er detaljeret beskrevet i bilagstabel 3.

Det relativt begrænsede behov for udenlandsk låntagning har i 1995 muliggjort en afventende lånepolitik for staten. Hovedtrækkene i statens låntagning har været, som følger:

5 lån blev optaget i Den Europæiske Investeringsbank, EIB, med et samlet provenu på 1,5 mia.kr.

Antallet af privatplaceringer faldt i 1995 ganske betydeligt, således at der i 1995 blev gennemført 5 privatplaceringer mod 22 i 1994. Det samlede provenu herfra blev i 1995 2,8 mia.kr. Hovedforklaringen på dette fald i antallet af privatplaceringer er, at markedet for såkaldt "strukturerede" udstedelser ebbede ud i 1995.

En struktureret udstedelse kan kort beskrives som en udstedelse tilknyttet et afledt instrument.¹⁾ Strukturen består typisk i, at kuponrenten på lånet beregnes på en særlig måde, fx at kuponrenten gøres afhængig af, om en forud fastsat begivenhed indtræder. Hovedparten af de strukturerede udstedelser er privatplaceringer. I 1995 var 1 privatplacering en struktureret udstedelse (lån nr. 640). Det strukturelle element ved denne udstedelse blev i øvrigt senere på året opløst på opfordring fra investoren, uden at statens lånebetingelser i øvrigt blev ændret.

Resten af låntagningen, svarende til et provenu på i alt 8,8 mia.kr., var offentlige emissioner. Der blev i alt gennemført 5 offentlige emissioner. Sådanne emissioner foregår som regel ved deltagelse af et syndikat af banker, som hver især forpligter sig til at placere en del af det pågældende obligationslån i markedet.

Når der ses bort fra EIB-lånene samt et yderligere lån, blev alle lån optaget under statens mellemfristede låneprogram, det såkaldte EMTN-program (EMTN: European Medium Term Notes). Fordelen ved at an-

¹⁾ Strukturerede udstedelser er nærmere omtalt i *Statens låntagning og gæld 1994*, kapitel 6.

vende dette program er særligt, at lånedokumentationen er standardiseret. Herved reduceres såvel omkostninger som arbejdsbyrde betydeligt i forbindelse med nylåntagning.¹⁾

2.5. Statens lånevilkår

I en årrække har politikken for statens udenlandske låntagning været to-strengt. For det første sættes på ethvert tidspunkt et mål for fordelagtig låntagning, fx som et rentefradrag i forhold til euro-dollarrenten, USD-Libor, og dette mål kommunikeres til statens bankforbindelser med den besked, at hvis de kan nå målet, kan de henvende sig og hurtigt få et svar. Måske er staten ikke interesseret i et lån til variabel rente i USD, men der kan så gennemføres en swap til den valuta og den rentefastsættelsesform, som er ønsket. Når lånebehovet overstiger det, som fremkommer på denne måde, kan man for det andet optage almindelige markedslån - uden hensyn til om målsætningen for særligt fordelagtige lån nås. Med henblik på at få bedst mulige vilkår i denne situation etableres normalt en tilbudskonkurrence mellem et mindre antal (4-6) banker.

Såvel i 1994 som i 1995 har lånebehovet været så begrænset, at man stort set har kunnet nøjes med at optage lån, der opfyldte betingelserne for fordelagtig låntagning. Mulighederne for at udnytte gunstige tilbud blev i 1994 forbedret som følge af etableringen af EMTN-programmet, hvilket muliggjorde en del strukturerede udstedelser. For 1995 har det især været muligt at opnå gode lånevilkår hos japanske investorer. Det må tilskrives, at det i 1995 kun har været muligt at opnå et beskedent afkast ved investering i JPY-denominerede obligationer og bankindskud, hvilket har gjort investeringer i højere forrentede obligationer denomineret i andre valutaer mere attraktive.

Forskellen i de enkelte staters omkostning ved låntagning på de internationale kapitalmarkeder afhænger især af størrelsen af deres lånebehov, forskelle i rating og markedsforholdene på tidspunktet for låntagning. Et forsigtigt skøn er, at omkostningerne i 1995 ved ny udenlandsk låntagning for den danske stat gennemsnitligt var 0,1-0,15 procentpoint lavere end omkostningerne for den svenske stat. Her må det tages i betragtning, at den svenske stats samlede udenlandske lånebehov for 1995 brutto var ca. fem gange større end det tilsvarende danske, at lånebehovet netto udgjorde ca. 25 mia.kr., og at den svenske stats rating i 1995 var Aa3 hos Moody's og AA+ hos Standard & Poor's mod Aa1/AA+ for Danmark.

¹⁾ EMTN-programmet er nærmere omtalt i *Statens låntagning og gæld 1994*, kapitel 2.

Det lykkedes ved enkelte målrettede udstedelser for den danske stat at udstede til niveauer (efter swap til DEM), der lå under, hvad sammenlignelige tyske statspapirer handles til.

2.6. Anden gældsadministration

I 1995 er der førtidsindfriet EIB-lån for 2,8 mia.kr. Swaps relateret til disse lån blev termineret.

Staten har i årets løb opkøbt egne papirer for i alt 6,2 mia.kr. Dette er væsentligt mere end i 1994. Gode opkøbsmuligheder betød, at en del af gældsnedbringelsen i 1995 foregik gennem opkøb af egne obligationer. Kriteriet for opkøb har været, hvorvidt der var en gevinstmargin på 0,25 procentpoint i forhold til, hvad et nyt lån ville koste. Af årets opkøb er der annulleret papirer for 1,6 mia.kr. og lagt papirer ind i statens værdipapirbeholdning for 4,6 mia.kr. Statens beholdning af egne udenlandske obligationer blev endvidere formindsket med 1 mia.kr. som følge af amortisering og annullering af obligationer opkøbt i tidligere år. Værdien af statens beholdning af egne udenlandske værdipapirer kunne ved udgangen af 1995 opgøres til 5,5 mia.kr. efter valutakursregulering.

Gældsadministrationen omfatter som nævnt indgåelse af swaps. Værdien af swaps kan potentielt blive ganske betydelig. Det er derfor vigtigt for staten at sikre sig, at statens swapmodparter med stor sikkerhed kan honorere indgåede forpligtelser eller med andre ord, at de har en høj rating.

Nogle af statens swapmodparter har i de seneste år fået sænket deres rating, og for nogle modparter vedkommende blev ratingen så lav, at de ikke længere kunne accepteres som modpart. Dette gjaldt for to japanske banker, hvor de indgåede swaps samtidig havde udviklet sig til at repræsentere en betydelig værdi for staten. Det blev derfor i efteråret 1995 fundet nødvendigt at sikre statens forventede gevinst på disse to swaps.

Kreditrisikoen på den ene swap blev reduceret ved, at staten modtog en betaling svarende til swappens markedsværdi. Til gengæld blev swapmodpartens efterfølgende rentebetalinger til staten reduceret. Kreditrisikoen på den anden swap blev reduceret ved, at staten tegnede en forsikring mod misligholdelse af modpartens betalinger.

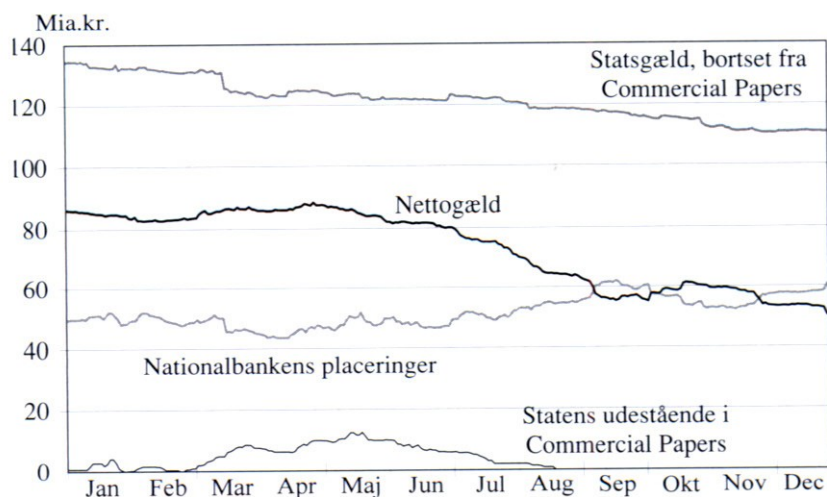
2.7. Sammensætning af den udenlandske gæld

Valutamæssig samstyring af udenlandsk statsgæld og valutareserve

Siden begyndelsen af 1992 er valutasammensætningen af den udenlandske statsgæld og valutareserven styret under et. Det er hensigtsmæssigt at styre valutaeksposeringen på nettobasis, fordi udenlandske statslån alene optages for at sikre tilstrækkelige valutareserver, og fordi størstedelen af Nationalbankens overskud overføres til staten.

Det er ikke hele valutareserven, der indgår i nettovalutastyringen, men kun den del, der omfatter placeringer på markedsmæssige vilkår. Herudover indgår Nationalbankens beholdning af statens ecu-obligationer og andre dele af Nationalbankens valutaforpligtelser og valutaforordringer, fx valutaterminsforretninger. Den del af valutareserven, der ikke indgår, omfatter IMF-mellemværender, SDR-beholdningen, beholdningen af officielle ecu og guldbeholdningen.

Figur 2.7.1. Fordeling af den udenlandske nettogæld i 1995.



Figur 2.7.1. viser udviklingen i nettogælden i 1995. Nettogælden afhænger primært af Nationalbankens interventionskøb og -salg af valuta mod kroner. Nettogældens fald i 2. halvår 1995 hænger sammen med, at det har været muligt at opkøbe valuta for et betydeligt beløb. Nettogælden var ultimo 1995 på godt 50 mia.kr. Valutaopkøbene har gjort det muligt

at nedbringe den udenlandske statsgæld (bruttogælden) med godt 24,2 mia.kr., inkl. kursreguleringer.

Nettogældens valutapositioner styres ud fra en neutralfordeling. Neutralfordelingens sammensætning fastsættes på kvartalsvise møder mellem Finansministeriet, Økonomiministeriet og Nationalbanken. Sammensætningen af neutralfordelingen sker med støtte fra en porteføljemodell. Porteføljemodellen anvendes til en afvejning af forventede omkostninger og risiko. I *Statens låntagning og gæld 1991* er porteføljemodellen og den nærmere anvendelse heraf beskrevet detaljeret.

DEM som basis

Ved anvendelse af porteføljemodellen er den udenlandske nettogælds valutakursrisiko hidtil blevet målt i DKK, og gælden med den mindste risiko har været en sammensætning af EMS-valutaer. Fra den 1. januar 1996 måles risikoen i forhold til DEM i stedet for DKK. Overgangen til DEM som basis indebærer, at risikoen ved forskellige gældssammensætninger måles i forhold til DEM. I kapitel 7 er der en mere detaljeret beskrivelse af overgangen til at anvende DEM som basis for risikovurderingen.

Neutralfordelingen

Sammensætningen af neutralfordelingen har været uændret gennem hele 1995. Tabel 2.7.1. viser de neutralfordelinger, der har været gældende i perioden 1992-1995.

Tabel 2.7.1. Neutralfordelingen 1992-1995.

Pct.	USD	JPY	GBP	CHF	EMS ¹⁾	I alt
1. jan. - 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 - 31. dec. 1995 ..	-10	7	-3	14	92	100

Anm.: Negative tal angiver placeringer (nettoaktiver)

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

Ny neutralfordeling og nyt risikomål

Neutralfordelingen har hidtil været fastsat som en procentvis valutasammensætning af nettogælden, jf. tabel 2.7.1. Fra den 1. januar 1996 er dette princip ændret, således at valutakurseksponeringen fastsættes i milliarder kroner i stedet for i procent. I praksis betyder det, at ændringer i nettogælden kun vil betyde ændringer i DEM-nettogælden. I kapitel 7 er overgangen til det nye risikomål nærmere beskrevet.

Tabel 2.7.2. Neutralfordelingen pr. 1. januar 1996.

	USD	JPY	GBP	CHF	EMS ¹⁾	I alt
Tidligere neutralfordeling i pct.	-10,0	7,0	-3,0	14,0	92,0	100,0
1. januar 1996, mia.kr.	-4,0	2,5	0,0	4,5	resten ²⁾	
Den nye neutralfordeling i pct. ved nettogæld på 50 mia.kr.	-8,0	5,0	0,0	9,0	94,0	100,0

Anm.: Negative tal angiver placeringer (nettoaktiver).

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

²⁾ Ved "resten" forstås, at DEM- og dermed EMS-andelen reguleres, når nettogælden ændres. EMS-andelen udgjorde pr. 1. januar 1996 47 mia.kr.

Tabel 2.7.2. viser neutralfordelingen ud fra de nye principper. Den nye neutralfordeling har en lavere risiko end den tidligere. Det viser sig ved en reduktion af valutaeksponeringen i USD, JPY, GBP og CHF. Fordelingen afspejler et ønske om at nedbringe nettogældens valutarisiko.

I det daglige varetages styringen af nettogældens valutasammensætning af Nationalbanken. Nationalbanken har indtil 1. januar 1996 haft mulighed for at fravige neutralfordelingen med +/- 5 procentpoint i hver valuta. Efter den 1. januar er udsvingsgrænserne +/- 2,5 mia.kr. I forbindelse med store interventioner på valutamarkedet suspenderes styringen efter neutralfordelingen.

Udviklingen i statens bruttopositioner

Samstyringen af statens udlandsgæld og valutareserve indebærer, at valutakursrisikoen set under et er begrænset, idet kurstab/-gevinster på valutareserven i betydelig grad opvejes af tilsvarende kursgevinster/-tab på statsgælden. Det betyder, at der primært lægges vægt på styringen af nettovalutaeksponeringen.

Bruttoisikoen for henholdvis staten og Nationalbanken tillægges imidlertid også en vis vægt. Det skyldes hovedsageligt, at valutakursudsving påvirker den nominelle værdi af statens udlandsgæld og dermed gældsprocenten i henhold til gældskriteriet i Maastricht-traktaten, og at valutakursudsving påvirker Nationalbankens overskud og dermed kan påvirke overskudsoverførslen til staten. Derfor er statens og Nationalbankens bruttoeksponering i primært USD og GBP blevet nedbragt betydeligt. Dette er sket ved, at ny gæld er blevet optaget i DEM, og ved at staten har indgået valutaswaps, der omlægger gæld fra USD til DEM, fra GBP til DEM og fra CHF til DEM.¹⁾

Tabel 2.7.3. Valutafordelingen af den udenlandske statsgæld ultimo 1995.

Mia.kr.	Gæld ultimo 1994 ¹⁾	Nettolåntagning i 1995 ²⁾	Valutakurs-regulering	Gæld ultimo 1995 ³⁾
DEM	42,6	5,9	-0,6	47,9
USD	23,4	-16,9	-2,1	4,4
CHF	18,4	-5,2	0,6	13,8
FRF	13,8	-2,8	-0,1	10,9
GBP	12,8	-0,7	-1,3	10,8
JPY	10,4	-0,2	-1,2	9,0
XEU	5,6	1,6	-0,4	6,8
NLG	2,2	-0,8	0,0	1,4
DKK	0,1	0,0	0,0	0,1
Andet	0,5	0,0	0,0	0,5
I alt	129,8	-19,1	-5,1	105,6

¹⁾ Valutakurser ultimo 1994.

²⁾ Nominel værdi, valutakurser på afregningstidspunktet.

³⁾ Valutakurser ultimo 1995.

Alene ved indgåelsen af valutaswaps er statens bruttopositioner blevet reduceret med 1,5 mia.USD, 0,7 mia.GBP og 1 mia.CHF. Nationalbankens bruttopositioner er blevet nedbragt tilsvarende. Nettogælden er således ikke blevet berørt af omlægningen. I tabel 2.7.3. er udviklingen i fordelingen af den udenlandske statsgæld vist.

¹⁾ De omtalte valutaswaps fra GBP til DEM og fra CHF til DEM er først indgået i begyndelsen af 1996 og påvirker derfor ikke bruttogælden ved udgangen af 1995.

Renterisiko

Som mål for renterisikoen anvendes varighed. Varighedssammensætningen for den udenlandske statsgæld sker på baggrund af de aktuelle renteniveauer og forventninger til den fremtidige renteutvikling. For en nærmere diskussion af renterisiko på den udenlandske statsgæld henvises til kapitel 8.

I løbet af 1995 blev varigheden forøget med ½ år til knap 2½ år, jf. tabel 2.7.4. Det er hovedsageligt sket ved at omlægge gæld fra variabel til fast rente ved hjælp af swaps.

Tabel 2.7.4. Den udenlandske statsgælds varighed ultimo 1995.

	Andel af samlet gæld	Variabelt forrentet gæld i pct. af samlet gæld	Samlet gælds varighed
	Pct.		År
DEM	44	2,2	2,5
USD	4	0,0	1,0
CHF	12	1,9	2,5
FRF	9	2,1	3,5
GBP	9	2,8	2,1
JPY	8	3,1	0,5
XEU	12	5,3	2,1
NLG	1	0,0	1,5
Andet	1	0,0	-
I alt	100	17,4	2,4

Anm.: I opgørelsen af den udenlandske statsgæld indgår statens indenlandske XEU-lån.

2.8. Omkostninger og performance i 1995

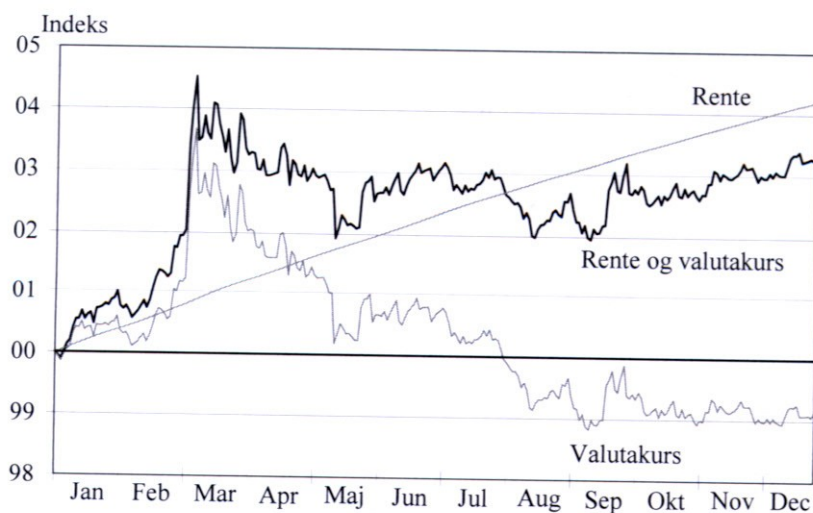
Omkostninger på nettogælden

De samlede omkostninger på nettogælden findes som summen af omkostningerne på nettogældens neutralfordeling og Nationalbankens afvigelser fra neutralfordelingen. For at kunne vurdere omkostningerne beregnes der et omkostningsindeks for hver valuta, som efterfølgende sammenvejes ved at vægte de enkelte valutaers omkostningsindeks med valutaens andel af nettogælden. Omkostningsudviklingen for nettogældens neutralfordeling fremgår af figur 2.8.1.

De samlede omkostninger kan deles op i et rente- og valutakursbidrag. Rentebidraget måles ud fra 3-måneders renten, og valutakursbidraget måles ud fra valutakursudviklingen over for DKK.¹⁾

De samlede omkostninger for neutralfordelingen var godt 3 pct. i 1995. Bidraget fra 3-måneders renten var på godt 4 pct., mens valutakursudviklingen samlet set gav en gevinst på knap 1 pct. I 1. kvartal 1995 steg omkostningerne markant, hvilket primært skyldes valutauroen i marts. Herefter var udviklingen i omkostningerne relativt stabil. Baggrunden for den stabile udvikling er, at der efter valutauroen i marts var et positivt bidrag fra valutakursudviklingen.

Figur 2.8.1. Omkostninger for neutralfordelingen i 1995.



Performance

Nationalbankens målsætning for styringen af nettogælden er at være bedre end neutralfordelingen. Hvis Nationalbanken skal være bedre end neutralfordelingen, skal den faktiske valutasammensætning have lavere omkostninger end neutralfordelingen. Resultatet af Nationalbankens afvigelser fra neutralfordelingen måles dagligt, og opgøres som forskellen mellem omkostningerne for den faktiske valutasammensætning og den

¹⁾ I forbindelse med overgangen til at anvende DEM som basis den 1. januar 1996 vil valutakursbidraget udover i DKK også blive målt ud fra valutakursudviklingen over for DEM.

neutrale valutasammensætning. Resultatmålingen sikrer en jævnlig evaluering af styringen af nettogældens sammensætning.

I 1995 medførte Nationalbankens nettostyring en gevinst på godt 15 basispoint. Den positive performance afspejler, at andelen af DEM- og JPY-passiver var større i den faktiske valutasammensætning end i neutralfordelingen. Det gav gevinst, fordi kronen styrkedes over for DEM og JPY. Udviklingen i CHF og USD var den største negative bidragsyder til den samlede performance. USD bidrog negativt til performance, fordi USD blev svækket over for DKK. Det gav et tab, fordi andelen af USD-nettoaktiver i den faktiske valutasammensætning var større end i neutralfordelingen. CHF blev i 1995 styrket over for DKK. Da andelen af CHF-nettopassiver i den faktiske fordeling var større end i neutralfordelingen, betyder det, at udviklingen i CHF bidrog negativt til performance.

Figur 2.8.2. Nationalbankens performance i 1995.



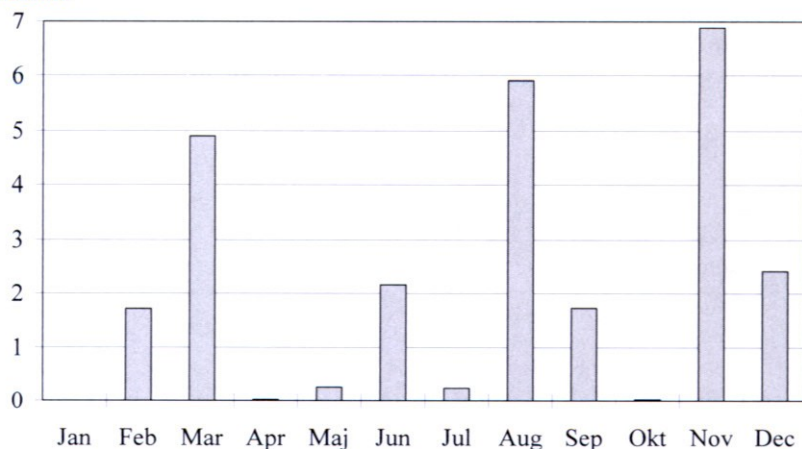
2.9. Udsigter for 1996

I løbet af 1996 er der afdrag for i alt 26,3 mia.kr. på den udenlandske statsgæld, jf. figur 2.9.1. I det omfang udviklingen i valutareserven tillader det, ventes 5 mia.kr. at blive finansieret ved træk på statens konto. Resten af afdragene på den udenlandske statsgæld tænkes at blive finansieret gennem ny låntagning.

Lånebehovet vil primært blive søgt finansieret ved mellem- og langfristet låntagning. For ikke at øge statens og Nationalbankens bruttorisiko vil nye lån især blive optaget i europæiske kernevalutaer. Midlertidig låntagning via CP-programmerne vil blive benyttet, hvis tilbuddene på gode lån kommer uregelmæssigt, eller hvis hensyn til indeståendet på statens konto tilsiger det.

Figur 2.9.1. Månedsfordeling af afdragsbetalinger på udenlandsk statsgæld 1996.

Mia.kr.



Kapitel 3.

Statens gæld

3.1. Statsgælden

Statens nettogæld udgjorde 581 mia.kr. ultimo 1995 svarende til 59,6 pct. af BNP. Statens nettogæld er opgjort som den nominelle værdi af udestående statspapirer fratrullet let omsættelige finansielle aktiver, dvs. indestående på statens konto i Nationalbanken og Den Sociale Pensionsfonds obligationsbeholdning. Den statslige nettolåntagning og udviklingen i statsgælden er vist i tabel 3.1.1.

Staten kan i princippet finansiere underskuddet på nettokassesalden på tre måder: Ved indenlandsk nettolåntagning, ved udenlandsk nettolåntagning og ved træk på indestående på statens konto i Nationalbanken.

I praksis er der dog en skarp afgrænsning mellem den indenlandske låntagning på den ene side og den udenlandske låntagning og træk på indestående på statens konto i Nationalbanken på den anden side. Afgrænsningen sker i henhold til normen for optagelse af statslån, som er aftalt mellem Nationalbanken, Finansministeriet og Økonomiministeriet, jf. kapitel 1 og kapitel 2.

Bevægelserne på statusposterne i statsgælden (inkl. statens konto i Nationalbanken) svarer til den statslige nettolåntagning tillagt kursreguleringer, der består af emissionskurstab og valutakursregulering. Emissionskurstab er forskellen mellem emissionskursen og den nominelle værdi af de udstedte statspapirer. Valutakursreguleringen er ændringen i kroneværdien af den udenlandske gæld og de indenlandske ecu-obligationer som følge af valutakursændringer.

Tabel 3.1.1. Nettolåntagning og bevægelser i statsgælden 1992-1996.

Mia.kr.	1992	1993	1994	1995	1996
Nettokasseunderskud	30,8	45,3	49,4	41,4	24,4
<i>Nettolåntagning¹⁾</i>					
Indenlandsk nettolåntagning	39,1	46,6	46,6	32,7	27,8
Udenlandsk nettolåntagning ²⁾	11,0	56,6	-30,7	-15,8	-6,2
Træk på Nationalbanken ³⁾	-19,3	-57,9	33,5	24,4	2,8
Statslig nettolåntagning til kursværdi ..	30,8	45,3	49,4	41,4	24,4
<i>Kurstab mv.</i>					
Indenlandske emissionskurstab	10,5	4,1	10,1	7,8	5,6
Udenlandske emissionskurstab	0,3	1,2	0,2	0,5	0,2
Valutakursregulering (- = gevinst) ⁴⁾	0,5	3,2	-3,6	-5,5	0,0
Kursregulering i alt	11,3	8,5	6,7	2,8	5,7
Statusposter					
<i>Nominel statsgæld⁵⁾</i>					
Indenlandsk gæld	511,5	562,2	618,8	658,9	692,2
Udenlandsk gæld	104,6	165,6	131,6	111,2	105,2
Statens konto i Nationalbanken ³⁾	-30,9	-88,8	-55,3	-30,8	-28,0
Statsgæld (inkl. statens konto i Nationalbanken)	585,2	639,0	695,1	739,2	769,3
Beholdning af egne papirer	-1,2	-1,3	-2,8	-6,7	-5,4
Den Sociale Pensionsfond, nominel værdi af beholdning	-132,2	-138,4	-146,8	-151,4	-150,0
Statens nettogæld	451,9	499,3	545,5	581,1	614,0
Statsgæld i pct. af BNP	53,1	57,1	58,5	59,6	59,9

Kilde: Baseret på statsregnskabstal, 1995 er foreløbige tal baseret på tillægsbevillingen til finansloven for 1995, mens 1996 er baseret på finansloven for 1996.

¹⁾ Til kursværdi.

²⁾ Tallene kan ikke direkte sammenlignes med opgørelsen af den udenlandske nettolåntagning i kapitel 2. Årsagen hertil er, at opkøbte, men ikke amortiserede, obligationer i tabellen ikke medregnes som afdrag. I 1995 blev der opkøbt for 4,6 mia.kr. af udenlandske statslån til statens beholdning af egne papirer, og der udløb for 0,8 mia.kr. af udenlandske statspapirer opkøbt før 1995 i beholdningen af egne papirer. Hvis der korrigeres for udenlandske opkøb og emissionskurstab, er der således netto tilbagebetalt udenlandske lån for 19,1 mia.kr. nominelt i 1995 svarende til opgørelsen af nettolåntagningen i kapitel 2.

³⁾ Træk på Nationalbanken i tabellen kan ikke direkte sammenlignes med træk på Nationalbanken ifølge Nationalbankens balance. Forskellen kan bl.a. henføres til forskellige periodeafgrænsninger i statsregnskabet og i Nationalbankens regnskab. Det samme er baggrunden for afvigelserne i opgørelsen af statens konto i Nationalbanken.

⁴⁾ Inkl. valutakursregulering på den indenlandske ecu-gæld.

⁵⁾ Ultimo.

3.2. Renteudgifter af statsgælden

Bruttorenteudgifterne på statsgælden består på statsregnskabet af direkte renteudgifter på den indenlandske- og den udenlandske statsgæld samt fordelte emissionskurstab.

De direkte renteudgifter består af de løbende rentebetalinger fratrullet indbetalinger i form af vedhængende renter. Vedhængende renter betales af køberen til sælgeren, når et papir handles inden 30 dage før næste termin. Køberen betaler kupon til sælgeren for perioden siden sidste termin. Ved den følgende termin kompenseres køberen med hele rentebetalingen. På statsregnskabet kan vedhængende renter have en betragtelig indvirkning på rentebetalinger afhængig af terminsdatoerne på de papirer, der udstedes i. Hvis terminsdatoen på disse statspapirer ligger tidligt på året, vil indtægter ved salg i form af vedhængende renter typisk overstige renteudgifterne.

Emissionskurstab er en låneomkostning, fordi staten ved lånoptagelsen modtager et provenu svarende til kursværdien på udstedelsestidspunktet, mens staten ved tilbagebetaling af lånet betaler et beløb svarende til lånets nominelle værdi. Når udstedelsen af statspapirer sker til kurser over pari, er der emissionskursgevinster. Under betegnelsen fordelte emissionskurstab udgiftsføres emissionskursstabene på statsregnskabet i takt med afdragene på lånene. For et stående lån udgiftsføres hele emissionskursstabet således på afdragstidspunktet. For skatkammerbeviser, som er nul kuponpapirer, består hele forrentningen af emissionskurstab.

I tabel 3.2.1. er vist den regnskabsmæssige opgørelse af renteudgifter af statsgælden samt renteindtægter af indestående på statens konto i Nationalbanken og renteindtægter af Den Sociale Pensionsfonds obligationsbeholdning, svarende til opgørelsen af statsgælden i tabel 3.1.1. De direkte renteudgifter på den indenlandske statsgæld har været stigende de seneste år på grund af den stigende indenlandske statsgæld, mens udviklingen i de fordelte emissionskurstab har været noget mere ujævn. Omtrent halvdelen af de fordelte emissionskurstab på den indenlandske låntagning stammer fra skatkammerbeviser.

I forhold til 1994 faldt de direkte renteudgifter på den udenlandske statsgæld opgjort i danske kroner i 1995, hvilket skyldes den faldende udenlandske statsgæld og valutakursudviklingen. De fordelte emissionskurstab på den udenlandske statsgæld er små i forhold til de indenlandske, fordi hovedparten af de udenlandske lån udstedes tæt på pari.

Tabel 3.2.1. Renteudgifter af statsgælden 1992-1996.

Mia.kr.	1992	1993	1994	1995	1996
<i>Indenlandsk gæld</i>					
Direkte renter	37,2	43,9	45,4	45,4	47,9
Fordelte emissionskurstab	8,6	10,2	7,6	5,6	7,0
Bruttorenteudgifter	45,8	54,0	52,9	51,0	54,9
<i>Udenlandsk gæld</i>					
Direkte renter	6,9	6,6	8,5	7,6	5,5
Fordelte emissionskurstab	0,5	1,4	0,6	0,1	0,2
Bruttorenteudgifter	7,3	8,0	9,1	7,7	5,7
<i>Renter vedrørende</i>					
Statens konto i					
Nationalbanken (- = indtægt)	-0,6	-4,1	-2,0	-1,6	-1,7
Den Sociale Pensionsfond (- = indtægt)	-14,3	-14,3	-19,6	-15,4	-14,5
I alt	38,3	43,7	40,4	41,7	44,5

Kilde: Se tabel 3.1.1.

Periodiseringen af statens renteudgifter

Selvom statsgælden har været jævnt stigende gennem de seneste år, har udviklingen i bruttorenteudgifterne ikke udvist samme jævne forløb. Regnskabsprincipperne for bogføring af renteudgifter på statsgælden betyder, at der på kort sigt ikke er en direkte sammenhæng mellem udviklingen i statsgælden og bruttorenteudgifterne, og at bevægelser i renteniveauet først med en vis tidsforsinkelse slår fuldt igennem på renteudgifterne ved nylåntagning.

På statsregnskabet bogføres renteudgifterne i henhold til betalings-tidspunktet, dvs. det år hvor rentebetalingen finder sted, selvom en del af renteudgifterne kan henføres til låntagning året før rentebetalingen. Hvis der eksempelvis i marts åbnes et nyt statspapir med terminsdato i februar, vil der i udstedelsesåret som følge af vedhængende renter bogføres nettorenteindtægter af låntagningen i papiret, mens rentebetalinger først bogføres året efter. Afhængig af terminsdatoerne på de statspapirer, der udstedes, kan der derfor være betragtelige udsving i de bogførte renteudgifter på statsgælden fra år til år.

Ligeledes er der betragtelige udsving i de fordelte emissionskurstab, der bogføres i forhold til afdragene på lånene. I år, hvor der forfalder store stående lån, er de fordelte emissionskurstab således store.

For at skabe en mere direkte sammenhæng mellem renteudgifterne og emissionskurstabene samt udviklingen i statsgælden er der i tabel 3.2.2. foretaget en periodisering af statens renteudgifter og emissionskurstab. De periodiserede renteudgifter er fordelt i forhold til, hvornår på året udstedelsen fandt sted.

Emissionskurstabene er periodiseret lineært i forhold til restløbetiden ved udstedelsen. I år, hvor der forfalder store stående lån, vil der således være markante forskelle mellem de periodiserede emissionskurstab og de fordelte emissionskurstab ifølge statsregnskabet. For serielån sker derimod en løbende bogføring af fordelte emissionskurstab i samme takt som lånet afdrages, og dermed en mere jævn fordeling på statsregnskab af emissionskurstabene. Forskellen mellem de periodiserede og de fordelte emissionskurstab er derfor mindre for serielån.

Tabel 3.2.2. Periodiserede renteudgifter på den indenlandske statsgæld 1992-1995.

Mia.kr.	1992	1993	1994	1995
<i>Renter</i>				
Ifølge statsregnskab	37,2	43,9	45,4	45,4
Periodiserede	38,6	43,7	45,1	46,9
Merudgift ifølge statsregnskab	-1,4	0,2	0,3	-1,5
<i>Emissionskurstab vedr. obligationer og statsgældsbeviser</i>				
Ifølge statsregnskab	3,7	4,8	3,5	2,2
Periodiserede	3,7	2,7	2,5	2,9
Merudgift ifølge statsregnskab	0,0	2,1	1,0	-0,7
<i>Emissionskurstab vedr. skatkammerbeviser</i>				
Ifølge statsregnskab	4,9	5,4	4,1	3,4
Periodiserede	5,8	4,8	3,8	3,5
Merudgift ifølge statsregnskab	-0,9	0,6	0,3	-0,1
Total merudgift ifølge statsregnskab	-2,3	2,9	1,6	-2,3

Anm.: Tallene for 1995 er foreløbige.

3.3. Opgørelsen af den offentlige gæld

Opgørelsen af den offentlige gæld i henhold til Maastricht-kriterierne afviger på flere punkter i forhold til opgørelsen af statsgælden i afsnit 3.1. For det første omfatter den offentlige sektors gæld ud over statsgælden

også amters og kommuners gæld. For det andet opgøres gælden som bruttogæld. Der sker dog en konsolidering af den offentlige sektors fordringer på sig selv. Således er beholdningen af statspapirer i Den Sociale Pensionsfond fratrasket under konsolideringen af den offentlige sektors fordringer på sig selv. Derimod kan indestående på statens konto i Nationalbanken og Den Sociale Pensionsfonds beholdning af realkreditobligationer mv. ikke konsolideres i opgørelsen af den offentlige gæld.

I ØMU'ens 2. fase skal medlemslandene tilstræbe at undgå uforholdsmæssige store underskud på de offentlige budgetter. I en protokol til Maastricht-traktaten er tærskelværdien for den offentlige sektors budgetunderskud og bruttogæld fastsat til 3 pct. henholdsvis 60 pct. af BNP.

I henhold til traktaten (artikel 104C, stk. 3) skal der ved vurderingen af, hvorvidt et land har et uforholdsmæssigt stort budgetunderskud, tages hensyn til om, gælden er faldende eller "andre relevante forhold". I henhold til erklæringerne i Rådets Forordning 3605/93 skal for Danmarks vedkommende indestående på statens konto i Nationalbanken og Den Sociale Pensionsfonds fordringer på sektorer uden for den offentlige sektor anføres særskilt ved præsentationen af den offentlige gæld. For alle medlemslande gælder desuden, at offentlig gæld vedrørende offentlige virksomheder skal anføres særskilt.

Ved udgangen af 1995 var den offentlige gæld, når der ikke tages hensyn til de særlige faktorer, 706 mia.kr. svarende til 72 pct. af BNP. I forhold til 1994 var gælden stort set uændret i mia.kr., hvorfor gældens andel af BNP faldt knap 4 procentpoint som følge af BNP-væksten i 1995, jf. tabel 3.3.1.

Tabel 3.3.1. Den offentlige sektors gæld 1992-1995.

	1992	1993	1994	1995
Bruttogæld i mia.kr.	588	701	705	706
Pct. af BNP	69	80	76	72

Kilde: Økonomiministeriet.

Anm.: Tallene for 1995 er foreløbige. I 1995 var gælden, opgjort inkl. særlige forhold for Danmark, 522 mia.kr. svarende til 54 pct. af BNP.

Kapitel 4.

Den Sociale Pensionsfond

4.1. Indledning

Den Sociale Pensionsfond blev oprettet ved lov om Den Sociale Pensionsfond i 1970 med henblik på at tilvejebringe de økonomiske forudsætninger for ydelse af en tillægspension til førtids- og folkepensionister, og samtidig at øge opsparingen og skabe bedre ligevægt på kapitalmarkedet og i økonomien som helhed. I henhold til loven bestyres fonden af socialministeren og finansministeren.

Med virkning fra 1982 blev loven om Den Sociale Pensionsfond ændret, og fonden videreførtes som en del af statens aktiver med de midler, der indtil da var opsamlet i fonden. Det blev samtidig fastsat, at det løbende renteaflast af fonden dels skulle anvendes til finansiering af pensionsforbedringer, dels henlægges i fonden til værdisikring af denne. Den del, der ikke henlægges, er løbende overført til Socialministeriet.

4.2. Forvaltning af fonden

De løbende opgaver med administration af Den Sociale Pensionsfonds formue varetages af et udvalg med repræsentanter for Finansministeriet og Socialministeriet samt Danmarks Nationalbank. Den daglige pleje af fonden varetages af fondens agent, Danmarks Nationalbank. Fondens midler skal anbringes i børsnoterede obligationer. Placeringspolitikken for fonden er senest ændret i efteråret 1995.

Der kan ske omlægning af papirer i obligationsbeholdningen, som skal gennemføres på en sådan måde, at der ikke forekommer væsentlige ændringer i renteforskellen mellem de forskellige obligationstyper.

4.3. Fondens beholdning

Ultimo 1995 udgjorde Den Sociale Pensionsfonds nominelle beholdning af obligationer 151,4 mia.kr., svarende til 9,2 pct. af den samlede udestå-

ende mængde af obligationer¹⁾ i Danmark. Den nominelle beholdning er vokset med 4,6 mia.kr. siden udgangen af 1994, jf. tabel 4.3.1.

Tabel 4.3.1. Den Sociale Pensionsfonds obligationsbeholdning til nominel værdi.

Mia.kr., ultimo året	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Nominel værdi	118,4	125,7	132,2	138,4	146,8	151,4

Anm.: Indeksobligationer er opgjort til indekseret værdi.

Fordelingen på obligationstyper fremgår af tabel 4.3.2., hvor også fordelingen for det samlede danske obligationsmarked er vist.

Tabel 4.3.2. Den Sociale Pensionsfonds obligationsbeholdning til nominel værdi fordelt på obligationstyper, ultimo 1995.

	Mia.kr.	Pct.	Marked i pct. ¹⁾
Statsobligationer	68,9	45,5	39,5
Realkreditobligationer	66,2	43,7	47,6
Indeksobligationer ²⁾	15,2	10,0	9,9
Kommunekreditobligationer ...	0,2	0,1	0,6
Skibskreditobligationer	0,7	0,5	0,8
Andre obligationer	0,2	0,1	1,6
I alt	151,4	100,0	100,0

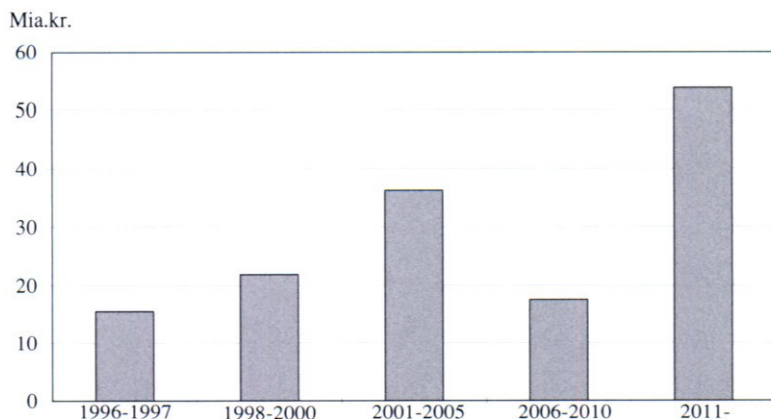
¹⁾ Kronedenominerede obligationer noteret på Københavns Fondsbørs.

²⁾ Indekseret værdi.

Fordelingen af obligationer på udløbsår er vist i figur 4.3.1. Obligationer med udløb senere end 2006 er helt overvejende real-, skibs-, og kommunekreditobligationer. Den længere løbetid for realkreditobligationer mv. kommer klart til udtryk ved opgørelse af varigheden for denne del af beholdningen, der ved udgangen af 1995 udgjorde ca. 7 år, mens varigheden for beholdningen af statspapirer til sammenligning kun var ca. 3,5 år.

¹⁾ Kronedenominerede obligationer noteret på Københavns Fondsbørs.

Figur 4.3.1. Obligationsbeholdning fordelt på udløbsår, ultimo 1995.



Der var i årets løb renteindtægter på 12,6 mia.kr., mens der blev udtrukket 19,8 mia.kr. obligationer til indfrielse. Af dette rådighedsbeløb blev 1,9 mia.kr. overført til Socialministeriet til delvis finansiering af udgifterne til pensionsforbedringer, og 5,7 mia.kr. blev betalt i realrenteafgift. Resten er blevet genplaceret i obligationer, helt overvejende i statspapirer.

Med finansloven for 1996 bliver overførslen til Socialministeriet betydeligt forøget, nemlig til 8,2 mia.kr. mod 1,9 mia.kr. i 1995, med henblik på at lade fonden fuldt ud finansiere udgifterne til de pensionsforbedringer, der kan henføres til loven om Den Sociale Pensionsfond.

Kapitel 5.

Salg af indenlandske statspapirer

5.1. Indledning

Det tilstræbes, at salget af statspapirer sker, så statens finansieringsomkostninger minimeres. Formålet med dette kapitel er at analysere, hvordan statspapirsalget tilrettelægges i Danmark, og sammenligne med andre salgsmetoder.

I Danmark foregår salget af statsobligationer og statsgældsbeviser ved tapemission, hvilket indebærer, at der løbende sælges statspapirer, når der er et finansieringsbehov, og markederne er gunstige. En anden metode til salg af statspapirer er auktionsmetoden, hvor salget typisk foregår i store enkeltstående emissioner, der afholdes på faste tidspunkter med jævne intervaller. Auktionsmetoden har i de senere år opnået en vis udbredelse i andre lande, og i de fleste lande med veletablerede statspapirmarkeder anvendes nu auktioner eller en blanding af auktion og tapsalg ved afsætning af mellem- og langfristede statspapirer. Skatkammerbeviser sælges almindeligvis på auktion, bl.a. fordi papirerne på åbningstidspunktet har så kort en løbetid, at der ikke på anden måde er mulighed for i et passende tempo at opbygge et tilfredsstillende udestående.

I det følgende beskrives fordele og ulemper ved auktionsmetoden i forhold til tapsalgsmetoden. Det beskrives endvidere, hvorfor det vurderes som mest hensigtsmæssigt at bibeholde tapsalgsmetoden i Danmark.

Analysen af de to salgsmetoder sker med udgangspunkt i en række forhold, som er vigtige ved vurdering af, hvilken salgsmetode der giver de laveste finansieringsomkostninger. I afsnit 5.2. er der en generel vurdering af forskellige salgsmetoder. Derefter er der i afsnit 5.3. en analyse af, hvilken salgsmetode der giver størst fleksibilitet i tilrettelæggelsen af statspapirsalget. I afsnit 5.4. vurderes hensynet til sikkerheden i udstedelsen, mens graden af åbenhed under de to salgsmetoder beskrives i afsnit 5.5. Salg på auktion og salg på tap har forskellig påvirkning af den kortsigtede prisdannelse, hvilket beskrives i afsnit 5.6. Endelig er der i afsnit 5.7. en vurdering af tapsalget i Danmark.

5.2. Forskellige salgsmetoder

Udstedelsen af statspapirer foretages forskelligt i OECD-landene og kan opdeles i tapsalg, auktionssalg og syndikeret salg.

Tidligere havde syndikeret salg en større udbredelse ved salg af statspapirer på de indenlandske statspapirmarkeder. Den syndikerede salgsmetode er karakteriseret ved, at salget til investorerne formidles gennem en gruppe banker. I tiden forud for emissionen forhandler udsteder med de ledende banker i gruppen om mængde og pris samt fastsættelse af et præcist tidspunkt for emissionen. I denne periode har bankerne løbende kontakt med investorerne for at forberede emissionen. Når prisen på obligationerne er fastsat, sørger bankerne i gruppen for, at obligationerne bliver solgt til investorerne i løbet af en tegningsperiode på fx et par dage. Bankerne i gruppen garanterer, at alle obligationer bliver solgt til de aftalte vilkår. Dette betyder i praksis, at ikke solgte obligationer købes af bankerne i gruppen. Det er almindeligt, at de formidlende banker får en vis betaling for at varetage salget af obligationerne. Den måde, salget er tilrettelagt på, giver stor sikkerhed i afsætningen, og den syndikerede salgsmetode kan med fordel anvendes fx i forbindelse med udbud af værdipapirer, som markedsdeltagerne ikke på forhånd kender.

I løbet af de senere år er statspapirmarkederne i de fleste lande blevet mere veletablerede og standardiserede i takt med internationaliseringen af kapitalmarkederne, og de fleste lande har efter en lang periode med store budgetunderskud opbygget en betydelig mængde udestående statsobligationer. I disse lande har staten en stor udstedelse af standardiserede papirer, og markedet har vænnet sig til løbende at aftage en stor mængde statspapirer. I denne situation er det almindeligt, at de statslige udstedere engagerer sig mere direkte i udstedelsesprocessen via auktionsmetoden eller tapsalgsmetoden.

Salg på tap kan tilrettelægges på forskellige måder. En udformning består i, at der kun udstedes i bestemte perioder, som annonceres på forhånd. En anden udformning indebærer, at der i princippet udstedes på alle handelsdage, forudsat at udsteder har et finansieringsbehov, og at markedsforholdene er gode. Det er den sidste form, der anvendes i Danmark.

Tapsalgsmetoden indebærer, at udbuddet foregår løbende i mindre portioner. Teknisk kan tapsalg være tilrettelagt som almindelig handel i obligationsmarkedet, og udbuddet foregår ved, at udsteder fx i et handelssystem over for en bred vifte af markedsdeltagere annoncerer at ville sælge obligationer til en fast pris. Interesserede markedsdeltagere kan derefter købe obligationer fra udsteder, så længe der er obligationer nok. Udsteder kan variere prisen i takt med markedsudviklingen og vil som regel gøre dette for at sikre, at salget til stadighed sker til de aktuelle markedspriser.

Salg af værdipapirer via auktion foregår i store enkeltstående emissioner, der afholdes med jævne intervaller. Ved auktion udbydes en obligation med en given pålydende rente, løbetid og afdragsform. En kreds af markedsdeltagere har adgang til at afgive bud, der indeholder ønske om en bestemt mængde obligationer til en given kurs (eller rente). Det gælder normalt, at byderne ikke har kendskab til hinandens bud. Den enkelte auktionsdeltager kan afgive en vifte af bud, således at det til hvert bud på en given kurs tilkendegives, at der ønskes en bestemt mængde obligationer.

Den udstedte mængde obligationer på en auktion er ikke fastsat på forhånd. I nogle tilfælde har udsteder før auktionen angivet en begrænsning for, hvor stor en mængde obligationer, der maksimalt bliver udbudt, men den faktiske afsatte mængde fastsættes først endeligt, efter at udsteder har vurderet de indkomne bud.

Ved salg af statspapirer anvendes to forskellige typer auktionsmetoder, som overordnet adskiller sig fra hinanden ved, at kursen fastsættes efter forskellige principper.

Den ene metode, "uniform price auction", som ofte¹⁾ benævnes den "hollandske metode", indebærer, at der fastsættes en skæringskurs ud fra de indkomne bud, og alle, der har budt skæringskursen og derover, tilgodeses til skæringskursen. Hvis den samlede mængde bud til skæringskursen og derover overstiger den mængde, der af udstederen ønskes solgt, kan der være pro rata-tildeling. Dette indebærer, at de bydere, der har indgivet bud til selve skæringskursen, kun får honoreret en del af deres bud.

En anden auktionsmetode er den såkaldte "multiple price auction", som også kaldes den "amerikanske metode". Her fastsættes ligeledes en skæringskurs af udbyder ud fra de indkomne bud, og alle, der har budt skæringskursen og derover, tilgodeses, men i dette tilfælde afregnes til den kurs, den enkelte tilbudsgiver faktisk har budt.

De to auktionsmetoder har forskellig påvirkning af bydernes adfærd. Et eksempel kan være en byder, der er lille i forhold til markedet og dermed ikke kan påvirke markedsrenten. Ved den hollandske auktionsmetode kan den lille byder indlægge sit bud til en høj kurs i forhold til den forventede skæringsrente og være næsten sikker på at få den ønskede mængde obligationer til skæringsrenten. Under den amerikanske metode medfører en sådan adfærd, at den lille investor får obligationerne til den budte høje pris. For små bydere, der har mindre information om markedsudviklingen, kan det være vanskeligt at få obligationer til en "fair" markedspris. Dette problem er løst ved, at der til den amerikanske auktionsmetode ofte er knyttet en mulighed for "non-competitive bidding" for bud op til en vis lav beløbsgrænse. Ved non-competitive bidding afgives

¹⁾ I den engelsksprogede litteratur.

bud på en fast mængde obligationer, som efter auktionen tildeles byder til et gennemsnit af afregningskurserne på auktionen.

I box 5.7.1. gives en beskrivelse af salgsmetoden i forskellige OECD-lande.

Den teoretiske litteratur giver ikke svar på, om tap- eller auktionsmetoden er bedst. De indsendte bud på en auktion giver udsteder information om den generelle markedsefterspørgsel, og om hvor stor en mængde obligationer, der kan afsættes til forskellige priser. Hvis der på et tidspunkt er usikkerhed omkring markedsefterspørgslen, vil en udsteder derfor med fordel kunne sælge en obligation ved auktionsmetoden.

I praksis har dette argument dog mindre vægt i obligationsmarkedet, idet udsteder har en god fornemmelse af markedsefterspørgsel og priser, da udbuddet af obligationer typisk foregår i serier, som allerede omsættes i markedet, eller i serier hvor der findes nære substitutter i markedet. Samtidig giver tapsalgsmetoden større fleksibilitet til at tilrettelægge salg efter gunstige salgsperioder, jf. afsnit 5.3. og afsnit 5.4.

5.3. Flexibilitet i salget

Salget ved auktion bliver almindeligvis samlet på faste tidspunkter, og der vil være et vist tidsinterval mellem hver auktion. Det betyder, at salget ved hver auktion er forholdsvis stort. Ved auktionsformen skabes der således en vis fokus på de enkelte auktioner.

Da der ved hver auktion udbydes en forholdsvis stor mængde obligationer, tilstræbes det, at der er god information omkring fx den tidsmæssige tilrettelæggelse af de enkelte auktioner. Derfor annonceres auktions salg normalt senest et par dage i forvejen. Desuden ligger salget af statspapirer i meget faste rammer med jævne intervaller mellem hver auktion, således at markedet har kendskab til, hvornår der kommer et nyt stort udbud. I de fleste lande bliver auktioner afholdt hver anden uge eller månedligt.

Det er ikke hensigtsmæssigt at afvige fra regelmæssigheden i tidspunkterne for auktionssalg. Hvis der fx på baggrund af positive markeder med kort varsel annonceres en ekstra auktion, kan dette skabe usikkerhed omkring udstedelsesrytmen. Omvendt kan det give problemer at aflyse en auktion, når markedsforholdene er dårlige, idet der er erfaring for, at aflyste auktioner som følge af dårlige markedsforhold kan bidrage til at forværre markedet.

I lande med auktioner udbydes stort set samme beløb hver gang. De meget ens beløb på auktionerne hænger bl.a. sammen med, at skiftende beløbsstørrelser kan give en negativ påvirkning af markedet. Hvis der i løbet af året er ændringer i finansieringsbehovet som følge af forskyd-

ninger i statens finanser, får disse typisk først virkning på auktionsbeløbene gradvist og med en vis forsinkelse. De kortvarige udsving i finansieringsbehovet opfanges i stedet via et skatkammerbevisprogram eller andre korte instrumenter.

I modsætning til auktionssystemet, hvor det er vanskeligt at ændre i udstedelsesrytmen, er det ved tapsalgsmetoden lettere at tilpasse salget til markedsforholdene. I princippet er der ved tapsalg ubegrænset fleksibilitet i statspapisalget, og i en situation, hvor der alene er angivet et tal for det årlige salg, kan udsteder sælge papirer i markedet på ethvert tidspunkt over året, men i praksis tilpasses salget til lånebehovet. Desuden er det nødvendigt at bibeholde en vis kontinuitet i udstedelsen, således at salget normalt ikke ophører i månedsvis, selvom markederne er dårlige. Når disse rammer er opfyldt, er der dog mulighed for en betydelig fleksibilitet til at indrette salget efter markedsforholdene.

5.4. Sikkerhed i udstedelsen

Salget af statspapirer er følsomt over for uro på de finansielle markeder. En krise på valutamarkederne kan brede sig til obligationsmarkederne og medføre vanskelige forhold for salget af statspapirer. Hvis krisen medfører, at salget kommer bagud i forhold til det planlagte salg, kan dette forstærke nervøsiteten, hvilket igen kan give dårligere finansieringsvilkår for udsteder.

Det er vanskeligt at sige noget generelt om de to salgsmetoder, men der kan argumenteres for, at auktionsmetoden giver en lidt større usikkerhed omkring statspapisalget i en situation med uro på de finansielle markeder. Det skyldes den måde, auktionssalget tilrettelægges på med store månedlige salg, hvor udsteder "sætter alt på et bræt" og dermed gør salget ekstra følsomt over for markedssituationen på auktionstidspunktet. Dertil kommer, at der almindeligvis er stor opmærksomhed omkring forløbet af de enkelte auktioner. Markedsdeltagerne vil nøje fortolke forskellige parametre ved auktionen, herunder fordelingen af buddene på auktionerne og de priser, der sker tildeling til. Denne opmærksomhed skærpes i en situation med uro, og markedsdeltagerne vil lægge stor vægt på, at det beløb, der sælges på auktionen, ikke afviger væsentligt fra tidligere auktioner. Især vil der opstå usikkerhed i markedet, hvis salget af papirer ikke er så stort som forventet, eller hvis en auktion aflyses.

Under tapsalgsmetoden opstiller udsteder ikke en fast plan for den tidsmæssige fordeling af salget over året. Som nævnt er salget almindeligvis underlagt visse overordnede hensyn, men det giver normalt ikke anledning til stor opmærksomhed, hvis der i en måned er et beskedent salg af statspapirer. I en situation med uro kan der dog opstå ekstra op-

mærksomhed omkring statspapirsalget. Hvis det er kommet bagud i forhold til det forventede salg, og hvis uroen varer længe, kan det skabe usikkerhed. Der er imidlertid ikke samme risiko som under auktionssalget for, at en krise udløser en selvforstærkende effekt.

Sikkerheden for afsætning af statspapirer ved auktionsformen forudsætter et pænt antal potentielle bydere med tilstrækkelig finansiel styrke og villighed til at afgive bud selv under mindre gunstige markedsforhold. Derfor er der i flere lande med auktionssystemer etableret specielle ordninger med markedsdeltagerne. Disse ordninger kan i større eller mindre omfang indebære, at der stilles krav til markedsdeltagerne om fx at byde "pænt" på auktionerne. I nogle lande er der kvantitative krav til, hvor store mængder markedsdeltagerne skal aftage.

Disse ordninger medfører isoleret set en byrde for de tilknyttede markedsdeltagere, som der kompenseres for på forskellig måde. Flere lande har indbygget særlige fordele for byderne i auktionssystemet fx ved at give markedsdeltagerne mulighed for at købe en vis mængde statspapirer uden om auktionerne til en favorabel pris.

5.5. Åbenhed i statspapirsalget

Normalt søger de statslige udstedere at sikre stor åbenhed om den overordnede tilrettelæggelse af statspapirsalget, da god information giver bedre afsætningsmuligheder og dermed lavere finansieringsomkostninger for udstederen.

Det indebærer information om det planlagte og faktiske salg af statspapirer. Desuden tilstræbes, at markedsdeltagerne får et godt kendskab til de generelle linjer i statspapirsalget, samt at den lagte linje i statsgældspolitikken i det væsentligste følges, således at der opnås kontinuitet i salget.

Graden af åbenhed ved tilrettelæggelsen af statspapirsalget er i en vis udstrækning et produkt af institutionelle forhold på de forskellige nationale markeder. På de nationale værdipapirmarkeder er der forskel på informationsniveau og handelssystemer mv. som følge af historiske forhold og traditioner.

På baggrund af den måde auktionssalget er indrettet på, hvor der sælges en stor mængde på en gang, er det nødvendigt, at detaljer omkring auktionssalget meddeles på forhånd. Generelt er der derfor under auktionsmetoden en høj grad af åbenhed om statspapirsalget. I auktionsmetodens mest rendyrkede form offentliggøres der ved indgangen til hvert år en kalender med tidspunkter for hver auktion, et forholdsvis præcist skøn over den planlagte udbudte mængde og en indikation af, hvilke statspapirer der bliver udbudt. Dette sikrer, at markedsdeltagerne i prin-

cippet næsten har fuld information om tilrettelæggelsen af statspapirsalget, idet de præcise oplysninger om løbetid, kupon osv. dog først oplyses ca. en uge før auktionen. I denne form giver auktionsmetoden større åbenhed om statspapirsalget på kort sigt, dvs. inden for en tidsperiode på ca. 1 dag til ca. 1 måned, end fx den danske variant af tapsalgsmetoden, hvor der ikke sker offentliggørelse af en fast tidsplan for statspapirsalget, og hvor salget typisk varierer fra måned til måned. Denne umiddelbare fordel ved auktionsmetoden i forhold til tapsalgsmetoden er en væsentlig baggrund for, at auktionsmetoden i de senere år har vundet stigende udbredelse i en række lande. Det kan også have været et vigtigt hensyn for lande, der måske er ved at opbygge deres markeder, at sikre stor information om statspapirudstedelsen over for en bred kreds af internationale investorer.

I andre udformninger af auktionsmetoden er informationsniveauet mindre end under den nævnte rendyrkede model. I nogle lande tilstræbes, at auktionerne afholdes med nogenlunde jævne intervaller, men det præcise tidspunkt annonceres først, et par dage før auktionen afholdes, hvilket kan give markedsdeltagerne en vis usikkerhed. Usikkerheden bliver forstærket, hvis der opstår afbræk i den faste rytme i tidspunkterne for salget og variation i den udbudte mængde, herunder især hvis en eller flere auktioner helt aflyses.

I disse tilfælde er informationsfordelen ved auktionssalg mindre i forhold til tapsalg. Hvis der er stor usikkerhed med hensyn til udbudte mængder mv., vil det således være usikkert, om auktionsmetoden giver nogen informationsfordel i forhold til tapsalgsmetoden. Dette skyldes, at det også under tapsalgsmetoden er muligt at skabe en betydelig grad af åbenhed om udstedelsespolitikken, hvis den følger et rimeligt velkendt mønster.

5.6. Prisdannelse ved udstedelse

Auktionsmetoden kan medføre usikkerhed i perioden lige op til en auktion. Denne usikkerhed har bevirket, at der i nogle lande har været observeret en systematisk tendens til rentestigning i perioden umiddelbart før afholdelse af auktioner.

En forklaring kan være, at markedsdeltagerne i visse tilfælde kan være "enige" om at presse renten op i tidsrummet forud for en auktion. Det behøver ikke at ske gennem en egentlig aftale mellem markedsdeltagerne, men kan afspejle, at markederne indstiller sig på, at renterne skal stige forud for en auktion. Det er især en risiko i et marked med få deltagere og begrænset konkurrence.

Under tapsystemet er risikoen for markedsmanipulation i forbindelse med udstedelsen mindre, da tidspunktet for emissionen ikke kendes på forhånd, og da udstedelsen foregår løbende for mindre beløb. Hvis udsteder finder, at renterne er "kunstigt" høje på et givet tidspunkt, kan tapsalget udskydes til senere. Under tapsalg vil markedsmanipulation indebære, at markedsdeltagerne i længere tid skal være i stand til at koordinere deres bud, hvilket næppe er sandsynligt.

En anden forklaring på stigning i renten i perioden forud for en auktion kan være træghed i bydernes tilpasning til et stort udbud af værdipapirer. I en situation, hvor auktionssalg annonceres fx en uge før auktionen, burde der ikke være påvirkning af prisdannelsen, selvom der er tale om salg af en stor mængde papirer. I praksis tilpasser byderne i visse situationer kun langsomt deres positioner for at gøre klar til at aftage de nye papirer. Hvis der endvidere er overraskelser umiddelbart før auktionen om fx udbudt mængde eller tidspunkt for afholdelse af auktionen, kan dette også bidrage til at øge trægheden i porteføljetilpasningen.

En tredje forklaring kan være den usikkerhed, som byder påtager sig, fra det tidspunkt der afgives bud, til der sker annoncering af tildelte mængder typisk 1-2 timer efter. Fra tidspunktet for budafgivelsen har auktionsdeltageren en markedsrisiko på den mængde obligationer, han får ved den endelige tildeling. Den endelige tildeling kendes imidlertid ikke og kan variere afhængig af, hvor stor en del af auktionsdeltagerens bud der honoreres. Derfor kan auktionsdeltageren ikke afdække sin markedsrisiko i denne periode ved at indgå modgående forretninger i obligationsmarkedet eller fondsterminsmarkedet. I de fleste lande er perioden mellem afgivelse af bud og den endelige tildeling som nævnt kun et par timer, men der kan alligevel være en betydelig risiko, hvis fx auktionsdeltageren opnår fuld tildeling, og obligationerne viser et stort fald under auktionen. Byderne tager betaling for denne markedsrisiko i form af en merrente i forhold til den generelle markedsrente. Størrelsen af denne merrente afhænger af de forventede prisudsving på markedet.

5.7. Vurdering af salgsformen i Danmark

Det danske tapsalg stammer oprindeligt fra realkreditmarkedet, men er siden overført til udstedelsen af statspapirer. I Danmark er der således en lang tradition for, at obligationsudstedelse sker via tapsalg, og tapsalg er hermed en indarbejdet salgsform i Danmark. De danske erfaringer med tapsalgsmetoden har været gode, og det har været muligt at sælge store mængder statspapirer på en tilfredsstillende måde. Tapsystemet har også demonstreret sin funktionsduelighed i vanskelige situationer, idet det bl.a. var muligt at sælge store mængder statspapirer selv i de vanskelige

salgsår i begyndelsen af 1980'erne og i 1994. Det er derfor vurderingen, at det danske tapsalg har bidraget til at give den danske stat gunstige finansieringsforhold.

Som nævnt i afsnit 5.5. skabes der ved auktionsmetoden almindeligvis større åbenhed om statspapirsalget end ved tapsalgsmetoden. Det er især tilfældet ved den rene auktionsform, hvor der annonceres en fast auktionskalender ved indgangen af året med forholdsvis præcis information om tidspunkter og mængder for de planlagte auktioner. Denne fordel kan være baggrunden for, at en række lande i de senere år er gået over til auktionsmetoden. I nogle lande har der til tider været problemer bl.a. med at afsætte den ønskede mængde obligationer, samtidig med at det i enkelte situationer har været nødvendigt at aflyse auktioner.

De udenlandske erfaringer viser, at det er vigtigt, at der er stor sikkerhed for afsætning af statspapirerne ved auktioner. Det indebærer almindeligvis, at der i det pågældende marked er et pænt antal bydere til at afgive bud, og at byderne har et tilstrækkeligt kapitalgrundlag og er parat til at tage store positioner. For at sikre afsætningen er der i flere lande med auktionssystemer etableret specielle ordninger med markedsdeltagerne, som bl.a. kan indebære, at der er kvantitative krav til, hvor store mængder markedsdeltagerne skal aftage.

Over en vis periode synes der ikke at være forskel på åbenheden i det danske statspapirsalg sammenlignet med salget fra andre statslige låntagere. Således kan der være stor forskel på nøjagtigheden i de offentliggjorte skøn for det samlede finansieringsbehov, og i nogle lande er der betydelig usikkerhed om lånebehovet. Dertil kommer, at nogle lande i større eller mindre udstrækning dækker finansieringsbehovet ved udenlandsk låntagning, hvorved der opstår yderligere usikkerhed omkring den indenlandske statspapirudstedelse.

Nogle udenlandske investeringsbanker har rejst kritik af det danske tapsalg. Et kritikpunkt har været den måde, hvorpå Nationalbanken tilrettelægger det daglige salg, hvor der normalt kun sælges i positive markeder. Det hævdes, at Nationalbankens adfærd betyder, at perioder med kursstigninger "kvæles" af udstedelse. Hvis denne argumentation er rigtig, skulle dette dæmpe investorenes lyst til at gå ind i danske obligationer i kursstigningsperioder. Det kan ikke udelukkes, at Nationalbankens salg i visse kortere perioder med meget stort salgsbehov kan have dæmpet kursstigninger, men generelt vurderes denne effekt kun at have begrænset betydning. Det er hovedindtrykket fra de senere år, hvilket bekræftes af mange markedscommentarer, at det danske obligationsmarked i positive perioder har vist større kursstigninger end de øvrige EMS-kernelandes obligationsmarkeder og modsat i negative perioder.

Et andet kritikpunkt har været, at markedsdeltagerne under tapsalgssystemet udsættes for den risiko, at deres kortsigtede positioner bliver forstyrret af Nationalbankens udstedelse. Denne kortsigtede effekt har i

hovedsagen betydning for de markedsdeltagere, der køber obligationer direkte fra låntageren, men for andre investorer spiller udstedelsesformen normalt en underordnet rolle. I et auktionssystem har bankerne således en buffer-funktion, som i Danmark varetages af udstederen. Auktionsdeltagerne vil bygge positioner op før auktionen og gradvist sælge dem til andre investorer derefter.

Da erfaringerne med tapsalgsmetoden har været gode og som følge af den nuværende markedsstruktur i Danmark, er der derfor ud fra en samlet vurdering ikke baggrund for at ændre på tilrettelæggelsen af det danske statspapirsalg.

I de fleste OECD-lande sælges mellem- og langfristede statspapirer udelukkende ved auktion. Danmark er det eneste land, hvor der udelukkende anvendes tapsalg. I Tyskland, Irland, Holland, Sverige og England anvendes en kombination af tapsalg og auktionssalg. Den svenske stat har hidtil udelukkende anvendt auktionsmetoden, men er for nylig begyndt at supplere auktionssalget med tapsalg. I Tyskland anvendes endvidere syndikeret udstedelse, således at første tranche af 10-årige lån som regel sælges via et konsortium af banker, anden tranche via auktion og den tredje tranche via tap. De kortere tyske papirer udstedes i højere grad via tap.

I oktober 1994 udgav OECD en artikel med titlen "Systems of Government Bond Auctions in OECD Countries" i publikationen "Financial Market Trends". Artiklen giver en bred oversigt over den måde, auktionsmetoden anvendes i de forskellige OECD-lande.

I nogle lande følger auktionstidspunkterne en meget fast tidsplan, mens der i andre lande ikke er nogen fast tidsplan. I praksis kan landene opdeles i 3 kategorier. Den første kategori omfatter lande, der afholder auktioner på fastsatte tidspunkter. Denne gruppe omfatter Belgien, Canada, Finland, Frankrig, Holland, New Zealand, Norge, Portugal, Spanien, Sverige, Schweiz og USA. Tidspunkterne for disse offentliggøres allerede ved årets indgang. Detaljer gives dog først kort tid før auktionen.

Den anden kategori omfatter lande, hvor auktioner afholdes med regelmæssige intervaller, men uden at der på forhånd er angivet faste datoer. Tidspunktet annonceres først nogle dage i forvejen. Denne gruppe omfatter Australien, Østrig, Island, Irland, Italien, Japan, Tyrkiet og England. Investorerne får først information om den endelige auktionsdato og beløb nogle dage i forvejen. Endelig er der den tredje kategori, hvor der ikke afholdes auktion med regelmæssige intervaller. Her indgår alene Tyskland.

De fleste lande offentliggør detaljer om auktionen ca. en uge før auktionen. Tyskland skiller sig dog ud fra resten, idet der gives nogen information en uge før auktionen, mens information om kupon og betalingsdag først gives en dag før auktionen.

I de fleste lande fastsættes før auktionen en mængdebegrænsning for, hvor meget der maksimalt bliver udbudt på auktionen. I Belgien, Finland, Tyskland og Holland er der ikke angivet en øvre grænse for salget på auktionen, hvilket betyder, at den afsatte mængde først endeligt bestemmes, efter at buddene er blevet vurderet af udsteder.

Hovedparten af OECD-landene sælger lange statspapirer via den amerikanske metode, hvor alle auktionsdeltagere får tildeling til den budte pris. Ved den amerikanske metode er der ofte mulighed for, at mindre bydere kan få tildeling på særlige vilkår. Den hollandske metode anvendes af Finland, Grækenland, Italien, Holland og Norge.

Kapitel 6.

Skatkammerbeviser

6.1. Indledning

I modsætning til andre danske statspapirer sælges skatkammerbeviser på auktion, fordi papirerne på åbningstidspunktet har så kort løbetid, at der ikke på anden måde er mulighed for i et passende tempo at opbygge et tilfredsstillende udestående. Auktionsdeltagerne afgiver bud i form af renter og dertil hørende ønskede mængder. Budstrukturen kan derfor variere over en bred vifte af renter og mængder.

I forhold til de forudgående år er skatkammerbevisauktionerne blevet betydeligt mere velfungerende i perioden 1994-1995, hvilket bl.a. kommer til udtryk ved, at de budte renter fordeler sig på et snævrere interval end tidligere. Udviklingen falder sammen med, at pengemarkedet generelt og dermed også det sekundære marked for skatkammerbeviser er blevet mere velfungerende. I kapitlet diskuteres årsagerne til den forbedrede budstruktur med hovedvægten på efterspørgselssiden ved auktionerne.

6.2. Skatkammerbevisprogrammet

Det primære marked for skatkammerbeviser

Skatkammerbevisprogrammet består af fire årlige serier. På den første bankdag hvert kvartal åbnes en ny serie skatkammerbeviser med en løbetid på 9 måneder. Åbningen falder sammen med udløbet af en gammel serie. Der er således altid tre serier i omløb med 3 måneders spring i restløbetid. Skatkammerbeviserne, der har en nominal værdi på 1 mill.kr., er såkaldte nul kuponpapirer, dvs. at de ikke bærer nogen nominal rente. Forrentningen består alene i, at skatkammerbeviserne sælges til kurs under pari og indfries til pari på udløbstidspunktet.

Ved auktionerne udstedes i skatkammerbeviser med restløbetider på 3 måneder eller derover. Når der åbnes et nyt skatkammerbevis, er der tre papirer på auktion, mens der ved de øvrige auktioner kun er to papirer på auktion. Auktionerne afholdes af Nationalbanken på den næstsidste bankdag i måneden. Bud kan indleveres af pengeinstitutter og

børsmæglerselskaber mfl., som er tilknyttet Værdipapircentralen. På auktionsdagen skal buddene være Nationalbanken i hænde senest klokken 10.30. Samme dag klokken 13.00 udsender Nationalbanken en meddelelse om skæringsrenter og tildeling ved auktionen. Tildelingen sker til samme rente, dvs. bud til skæringsrenten eller derunder tilgodeses til skæringsrenten. Der kan eventuelt være tale om pro rata-tildeling ved bud til skæringsrenten.

De seneste år har det været tilstræbt at opretholde en årlig nettolåntagning i skatkammerbeviser til kursværdi på nul. Der er typisk solgt for knap 15 mia.kr. på tre-papir-auktioner, mens der på to-papir-auktioner er solgt for godt 5 mia.kr. Det store salg på tre-papir-auktionerne skal ses i forbindelse med, at der samtidig indfries en serie. Hver serie er i perioden typisk blevet opbygget til et udestående på omkring 25 mia.kr. Udestående i skatkammerbeviser til nominel værdi har de sidste par år været ca. 50-60 mia.kr. Da skatkammerbeviserne ved deres udstedelse i gennemsnit har en løbetid på ca. 6 måneder, skal der på årsbasis udstedes for 100-110 mia.kr. for at opretholde et udestående på 50-60 mia.kr.

Det sekundære marked for skatkammerbeviser

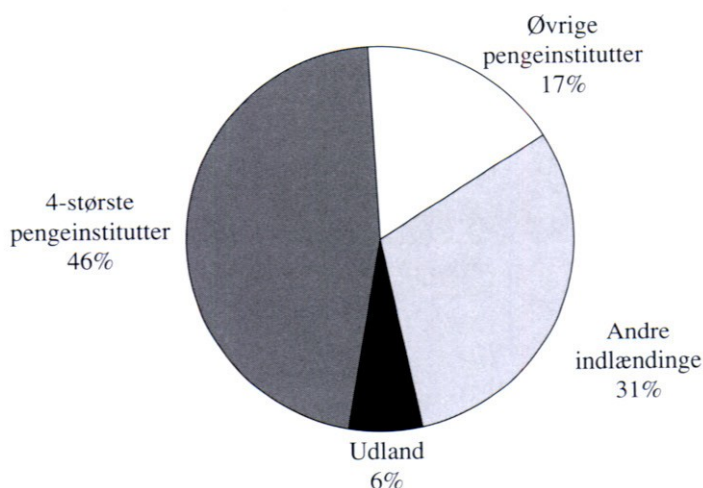
Skatkammerbeviserne omsættes både over Københavns Fondsbørs' handelssystemer og uden for disse. En betydelig del af handlen med skatkammerbeviser sker via pengemarkedsmæglere, der løbende formidler pengemarkedsforretninger mellem pengeinstitutter. Endvidere handles skatkammerbeviser direkte mellem pengeinstitutter og mellem pengeinstitutter og deres kunder.

Skatkammerbeviser var fra april 1992 og frem til juni 1993 det primære statspapir, som pengeinstitutterne kunne anvende som sikkerhedsstillelse ved låntagning i Nationalbanken, de såkaldte genkøbsforretninger, og der var derfor en naturlig efterspørgsel efter skatkammerbeviserne. I dag kan alle statspapirer i kroner udstedt efter 1975, som er noteret på Københavns Fondsbørs og ikke forfalder før afviklingen af genkøbsforretningen, anvendes som sikkerhed. Skatkammerbeviserne anvendes dog stadig i betydelig grad som sikkerhedsstillelse ved genkøbsforretninger med Nationalbanken. Ydermere anvendes skatkammerbeviserne i betragteligt omfang ved sikrede udlån pengeinstitutterne imellem.

Skatkammerbeviserne er hovedsagelig et pengeinstitutprodukt, jf. figur 6.2.1. Det skyldes primært, at skatkammerbeviser på grund af deres korte løbetid supplerer andre pengemarkedsforretninger. Skatkammerbevisprogrammet er et instrument, som giver pengeinstitutterne mulighed for at placere forholdsvis store beløb i statspapirer med lav renterisiko. Godt 45 pct. af skatkammerbeviserne var ved udgangen af 1995 placeret hos de fire største pengeinstitutter (Bikuben, Den Danske Bank,

GiroBank og Unibank). Placeringen hos andre pengeinstitutter er forholdsvis begrænset. I perioder med store konverteringer (fx i begyndelsen af 1994), hvor realkreditinstitutterne havde et stort placeringsbehov, var de store pengeinstitutters andel dog mindre.

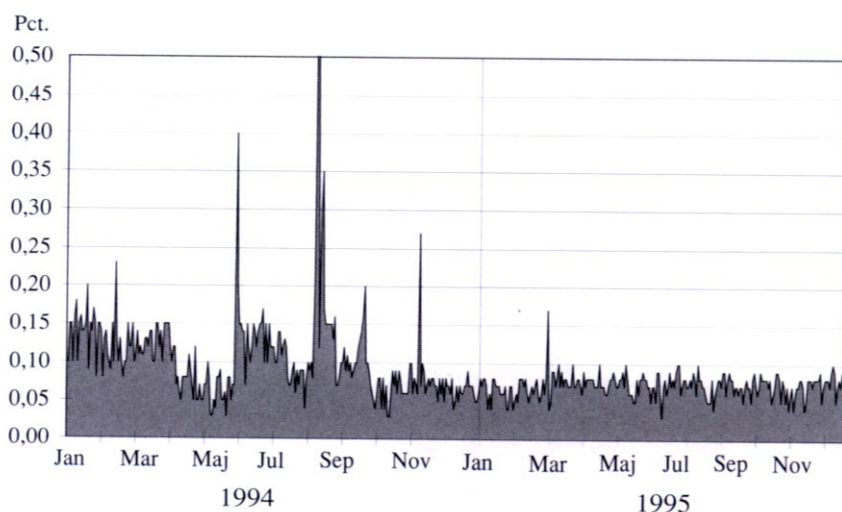
Figur 6.2.1. Placering af skatkammerbeviser ultimo 1995.



I de seneste år er det sekundære marked for skatkammerbeviser, i lighed med pengemarkedet i almindelighed, blevet mere velfungerende end tidligere. Således er transaktionsomkostningerne på det sekundære marked reduceret. Lavere transaktionsomkostninger gør det billigere at handle på det pågældende marked og dermed markedet mere likvidt. Transaktionsomkostningerne kan udtrykkes som forskellen mellem bid- og offerrenten, også kaldet bid-offer spread. Bid-renten angiver den rente, hvortil der kan placeres likviditet. Offer-renten angiver den rente, hvortil der udbydes likviditet. Hvis offer-renten er høj i forhold til bid-renten, er transaktionsomkostningerne høje.

I figur 6.2.2. er vist bid-offer spreadet i spotmarkedet for skatkammerbeviser i perioden 1994-1995 stillet af pengemarkedsmæglerne sidst på handelsdagen. Bid-offer spreadet er faldet og blevet mere stabilt over den betragtede periode. Spreadet har dog i perioder med valutauro været udvidet betragteligt. I 1994 lå spreadet typisk i intervallet 5-15 basispoint, hvorimod det i 1995 lå i intervallet 5-10 basispoint. Udviklingen mod lavere bid-offer spread kan også genfindes på andre delmarkeder af pengemarkedet.

Figur 6.2.2. Bid-offer spread på spotmarkedet for 6 måneders skatkammerbeviser 1994-1995.

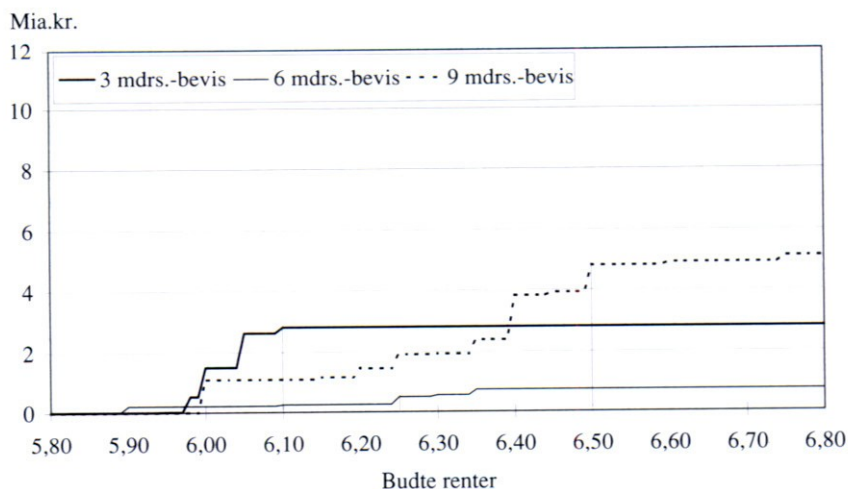


6.3. Budstrukturen i 1994 og 1995

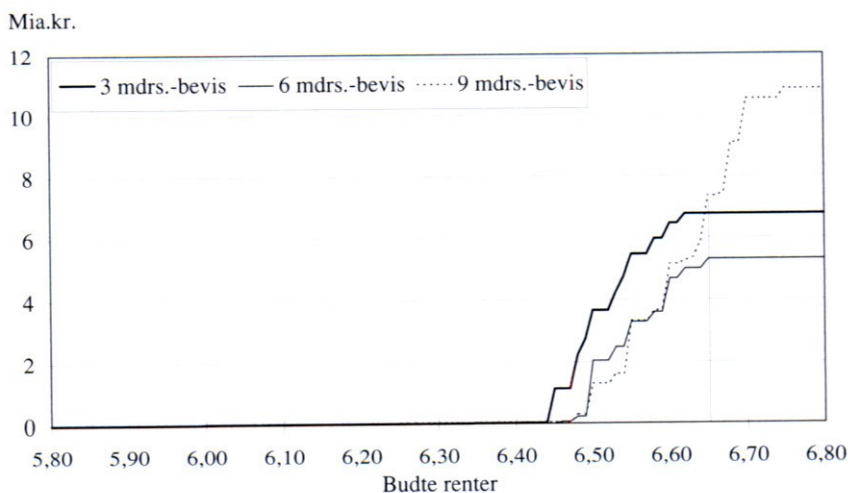
Før 1994 var der tegn på usikkerhed hos byderne omkring budafgivelsen. Det kom til udtryk ved en upræcis prisstillelse ved auktioner, dvs. buddene fordelte sig på et meget bredt spektrum af renter.¹⁾ Siden da er markedsdeltagerne blevet stadig mere præcise i deres budafgivelse. Udviklingen kan illustreres ved budstrukturen fra henholdsvis den 29/6-1994 og den 29/6-1995, jf. figur 6.3.1.(a) og 6.3.1.(b).

¹⁾ I *Statens låntagning og gæld 1993* blev udviklingen fra skatkammerbevisprogrammets start i 1990 og frem til 1993 beskrevet, og det blev vist, at der var usikkerhed hos byderne omkring budafgivelsen.

Figur 6.3.1.(a) Akkumuleret budstruktur ved auktionen den 29/6-1994.



Figur 6.3.1.(b) Akkumuleret budstruktur ved auktionen den 29/6-1995.



Anm.: De lodrette linjer angiver skæringsrenterne.

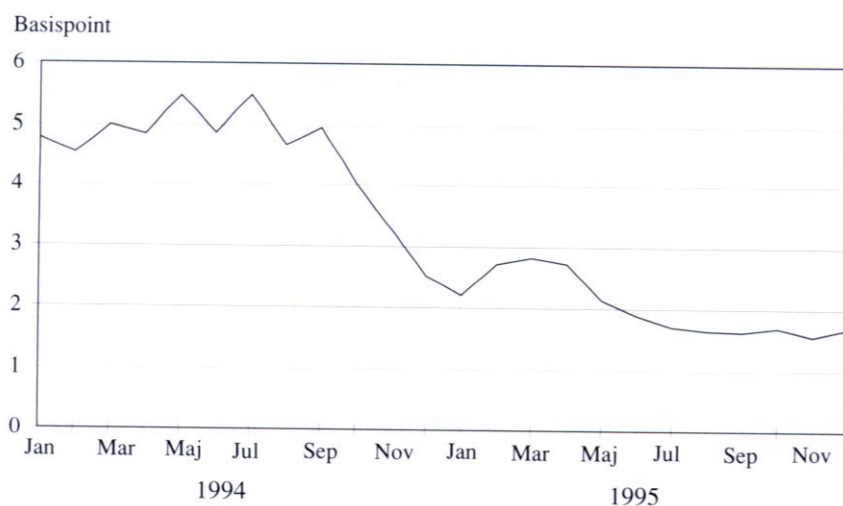
Buddene ved auktionen den 29/6-1994 er spredt over et bredt spektrum af renter, og springene i de budte renter er typisk 5 basispoint (fx 6,00, 6,05, 6,10 osv.). Den budte mængde ved auktionen den 29/6-1995 er

betydeligt større end ved auktionen den 29/6-1994, og samtidig er afstanden mellem den laveste og højeste budte rente betydeligt mindre. Budstrukturen er således mere koncentreret ved auktionen den 29/6-1995, og springene i de budte renter er kun 1-2 basispoint (fx 6,56, 6,57 osv.).

Erfaringen viser, at perioder med uro og stejl rentestruktur på penge-markedet kan give større afstand mellem buddene. Men selv i sådanne perioder har afstanden i de budte renter været mindre end tidligere.

Den mere koncentrerede budstruktur kan genfindes i den gennemsnitlige afstand i de budte renter over perioden¹⁾, jf. figur 6.3.2. I figuren er der valgt at se bort fra den højeste og den laveste budte rente. Disse bud udgør typisk under 1 pct. af den samlede budte mængde. For at eliminere forskellen mellem to- og tre-papir-auktioner er der anvendt et glidende gennemsnit over tre auktioner.

Figur 6.3.2. Den gennemsnitlige afstand i budte renter 1994-1995.



6.4. Budte renter og renter i spotmarkedet

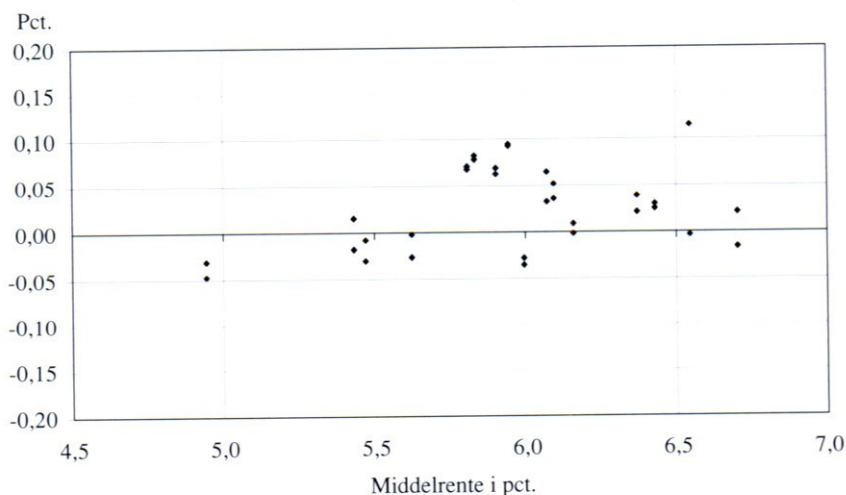
Sammenlignes middelfrenten²⁾ ved auktionerne med offer-renten i spot-markedet handelsdagen før, ligger den i hovedparten af tilfældene højere end spotrenten, jf. figur 6.4.1. Da afgivelsen af bud er gratis, kan det

¹⁾ Dette billede genfindes, hvis udviklingen i variansen eller kvartilafstanden i de afgivne bud betragtes.

²⁾ Middelfrenten beregnes som et vægtet gennemsnit af de budte renter.

tænkes, at auktionerne præges af enkelte ekstreme bud, og middelrenten derfor er et dårligt udtryk for niveauet i de budte renter. Undersøges skævheden i buddene, findes imidlertid ingen generel tendens til enkelte urealistiske høje eller lave budte renter. Buddene er tværtimod nogenlunde pænt fordelt om middelrenten. Det tyder derfor på, at byderne generelt sætter en højere rente ved auktion, end de ville gøre i spot-markedet, dvs. byderne kræver en præmie for at byde ved auktionerne. Ifølge figur 6.4.1. tyder det på, at en sådan præmie maksimalt er 10 basispoint. Præmien kan henføres til usikkerheden om den præcise salgsmængde og den markedsrisiko, som byderne påtager sig fra budafgivelse og frem til offentliggørelsen af auktionsresultatet. De generelle markedsforhold fra dagen før auktionen til auktionstidspunktet kan ændre sig, hvorfor udsving på de enkelte auktioner ikke kan tages som udtryk for generelle udsving i præmien.

Figur 6.4.1. Forskel mellem budt middelrente og offer-rente på spotmarkedet 1994-1995.



Anm.: Tre-papir-auktioner er udeladt, da der ikke eksisterer spotpriser for 9 måneders skatkammerbeviser fra dagen før auktionen.

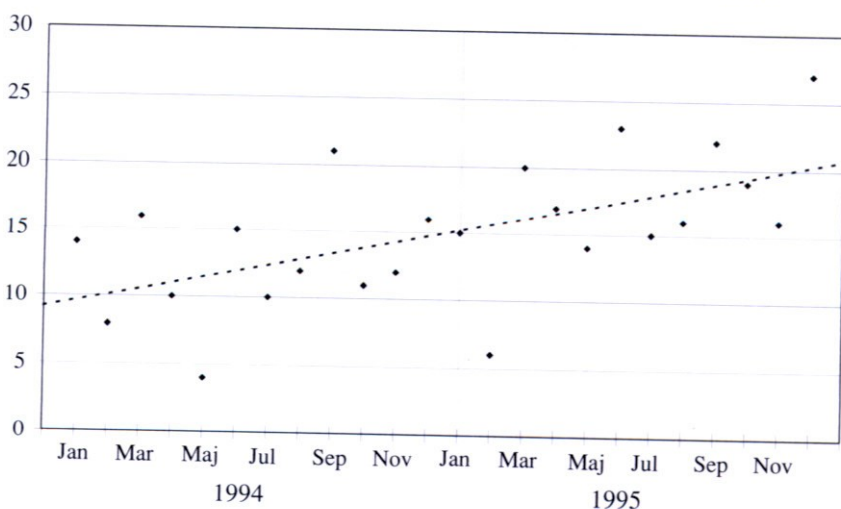
I forhold til perioden før 1994 er præmien og variationen i præmien mindsket markant. En vigtig årsag hertil er det generelt bedre fungerende pengemarked. Der har i den betragtede periode været en positiv afsmitning fra den skarpere prisstillelse for skatkammerbeviser på det sekundære marked på prisstillelsen ved auktionerne.

6.5. Konkurrencen ved auktionerne 1994-1995

En yderligere forklaring på den mere koncentrerede budstruktur er formentlig et større antal bydere og en større samlet budt mængde ved auktionerne. Den gennemsnitlige samlede budte mængde er steget med knap 30 pct. fra 1994 til 1995. Da den udbudte mængde har været nogenlunde uforandret over perioden, er den gennemsnitlige acceptprocent af de indkomne bud faldet fra ca. 65 i 1994 til knap 50 i 1995. Dette har øget konkurrencen ved auktionerne.

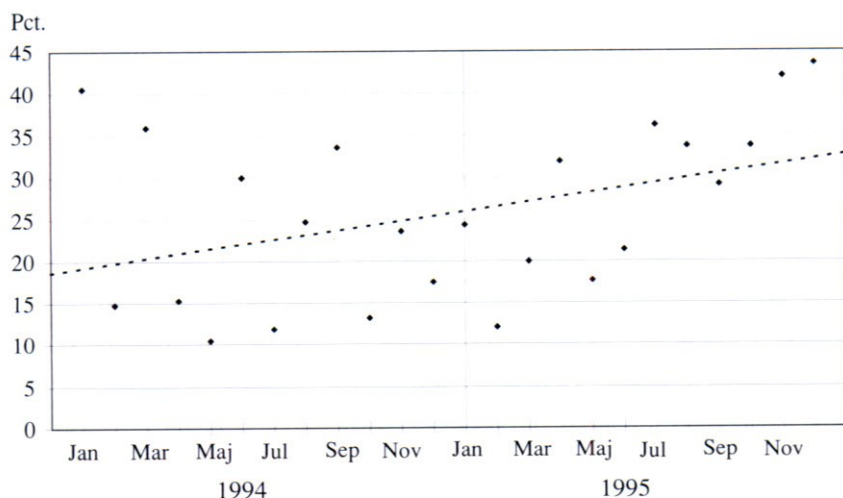
I 1994 var der typisk 10-15 bydere ved hver auktion, hvor der i 1995 typisk var 15-20 bydere, jf. figur 6.5.1. Generelt er der flere bydere ved tre-papir-auktioner end ved to-papir-auktioner.

Figur 6.5.1. Antallet af bydere ved skatkammerbevisauktionerne 1994-1995.



Tilgangen af nye bydere består hovedsagelig af mindre bydere med undtagelse af et par enkelte større udenlandske pengeinstitutter etableret her i landet. Andelen af den samlede budte mængde, der udgøres af andre bydere end de fire største pengeinstitutter, er steget fra 15-20 pct. i begyndelsen af 1994 til 30-35 pct. ved udgangen af 1995, jf. figur 6.5.2. Den store andel af mindre bydere i januar 1994 skyldtes realkredit-institutternes ekstraordinært store placeringsbehov som følge af konverteringsbølgen.

Figur 6.5.2. Mindre byderes andel af den samlede budte mængde 1994-1995.



Det er vanskeligt at sige noget entydigt om, hvordan størrelsesfordelingen af byderne påvirker prisstillelsen ved auktionerne. Buddene ved skatkammerbevisauktionerne i perioden 1990-1993 var for hovedparten afgivet af nogle få store pengeinstitutter. De store bydere har en informationsfordel i forhold til mindre bydere om den samlede budte mængde. Den kraftige forøgelse af de mindre byderes andel af de samlede bud har reduceret de store byderes informationsfordel. Alt andet lige vil mere ensartet information om den samlede budte mængde gøre forventningerne vedrørende skæringsrenten mere homogene og dermed prisstillelsen mere ensartet, dvs. de budte renter vil fordele sig over et snævrere spektrum.

Samtidig er usikkerheden om den samlede budte mængde reduceret som følge af forøgelsen af mindre byderes andel. Den usikkerhed som vedrører specifikke forhold, der kun påvirker en byder, eksempelvis en enkelt byders likviditetsforhold, vejer således mindre i usikkerheden om den samlede budte mængde. Mindre usikkerhed om den samlede efterspørgsel vil reducere usikkerheden om skæringsrenten og dermed påvirke budafgivelsen i retning af skarpere prisstillelse.

Den enkelte byder afgør ud fra sin efterspørgselskurve, hvilke renter og tilhørende mængder, der skal lægges bud ind på. Nogle bydere lægger bud ind på flere renter, hvilket kan ses som et udtryk for den enkelte byders efterspørgselsfunktion. Byderne lægger dog også bud ind på flere renter, fordi de byder på vegne af kunder.

I budafgivelsen er der også et strategisk element, som består af en afvejning mellem på den ene side sandsynligheden for at opnå tildeling mod på den anden side en høj rente i forhold til renten i det sekundære marked. Således aftager sandsynligheden for, at få tildeling jo højere rente der bydes. Der kan i princippet anlægges to strategier.

I den første strategi, hvor høj forrentning vejes tungere end sandsynligheden for at opnå tildeling, lægges bud ind på en høj rente. Imidlertid er sandsynligheden mindsket for at opnå tildeling til en forholdsvis høj rente i forhold til spotmarkedet, da den samlede budte mængde er steget i den betragtede periode.

I den anden strategi, hvor sandsynligheden for at opnå tildeling vejes tungere end høj rente, udnyttes, at bud på lavere renter end skæringsrenten tilgodeses til skæringsrenten. Denne strategi er dog blevet mere risikofyldt, fordi stigningen i den samlede budte mængde har øget sandsynligheden for, at der kommer bud på forholdsvis lave renter, der dækker finansieringsbehovet. Den enkelte byder vil byde tættere på byderens forventning om skæringsrenten for at reducere risikoen for tildeling til en forholdsvis lav rente. Stigningen i den samlede budte mængde har derfor mindsket det strategiske element i budafgivelsen.

Endelig er byderne blevet mere fortrolige med auktionsformen. Den praktiske udformning af auktioner har været uændret siden 1993. Frem til starten af 1993 blev skatkammerbeviserne solgt ved både kvartalsvise auktioner og sideløbende tapsalg. Siden 1993 har der været afholdt månedlige auktioner, og det sideløbende tapsalg er samtidig indstillet. Byderne har således haft tid til at vænne sig til auktionsformen, hvilket i sig selv har betydet mere velfungerende auktioner.

6.6. Konklusion

I perioden 1994-1995 har buddene på skatkammerbevisauktionerne fordelt sig på et snævrere interval af renter end tidligere.

En væsentlig årsag til den skarpere prisstillelse ved auktioner er, at pengemarkedet i perioden er blevet mere velfungerende. Skarpere priser i spotmarkedet i form af lavere bid-offer spread har således haft en positiv afsmittning på prisstillelsen ved skatkammerbevisauktionerne.

Samtidig er den samlede budte mængde, antallet af bydere samt mindre byderes andel af den samlede budte mængde steget. Det har givet en større konkurrence ved auktioner.

Stigningen i de mindre byderes andel af den samlede budte mængde har reduceret de store byderes informationsfordel. Endvidere betyder den øgede andel, at den enkelte byder ikke påvirker den samlede

efterspørgsel i så høj grad som tidligere. Usikkerheden om den samlede efterspørgsel er derfor reduceret.

Stigningen i den samlede budte mængde har mindsket sandsynligheden for at opnå tildeling til en væsentlig højere rente end den forventede skæringsrente. Bydere, som vil være sikre på tildeling, byder på lave renter, idet bud på lavere rente end skæringsrenten også tilgodeses til skæringsrenten. Imidlertid er sandsynligheden for, at der indkommer bud på forholdsvis lave renter, som samlet dækker finansieringsbehovet øget. Denne budadfærd er derfor blevet mere risikofyldt i forhold til i stedet at købe skatkammerbeviserne på det sekundære marked. Disse forhold har medvirket til større præcision i budafgivelsen og koncentreret de budte renter på et snævrere interval af renter.

Dertil kommer, at der ikke har været ændringer i den praktiske udformning af auktionerne siden 1993. Byderne har derfor haft tid til at vænne sig til auktionsformen.

Udviklingen i budstrukturen må samlet vurderes positivt, da prisstillelsen ved auktionerne er blevet skarpere. På den baggrund synes skatkammerbevisauktionerne at være velfungerende.

Kapitel 7.

Ændrede styringsprincipper for nettovalutagælden

7.1. Indledning

Principperne, som valutasammensætningen af statens udenlandske gæld og valutareserven styres efter, har været uændrede siden 1992. Styringsprincipperne danner rammen for Nationalbankens nettovalutastyring.

På mødet mellem Finansministeriet, Økonomiministeriet og Nationalbanken om statsgældspolitikken for 1. kvartal 1996 blev de eksisterende styringsprincipper for nettovalutagælden revideret. Ændringerne indebærer for det første, at DEM fremover anvendes som basis ved måling af risiko. Det betyder, at porteføljemodellen, der anvendes ved styringen af nettovalutagælden, er ændret, så DEM i modellen betragtes som risikoneutral. For det andet måles neutralpositionerne og de faktiske positioner i absolutte i stedet for relative størrelser. Det medfører, at risikoen ikke løbende ændres ved ændringer i nettogældens størrelse, og at til- og afgang til nettogælden alene sker i EMS-valutaerne, mens rammerne for de øvrige valutaer er konstante i absolutte størrelser.

7.2. Overgang til DEM-basis

Den neutrale valutasammensætning for den udenlandske nettogæld kan betragtes som bestående af en risikoneutral valutasammensætning og en afvigelse fra den risikoneutrale fordeling, der afspejler en afvejning af forventede omkostninger i forhold til risiko.

En risikoneutral valutasammensætning

Ved anvendelsen af porteføljemodellen er valutakursrisikoen hidtil målt i DKK, og den risikoneutrale portefølje har været en sammensætning af EMS-valutaer. Ved denne metode sker der en sammenblanding af forhold, som administrationen af nettostyringen er ansvarlig for, og andre forhold som fx udviklingen i DKK over for andre valutaer.

Det må i denne forbindelse overvejes, hvad der forstås ved risikoneutralitet, og dermed i forhold til hvilken valutasammensætning valutakursrisikoen skal måles. Risikoneutralitet defineres her som den lavest mulige valutakursrisiko.

Den danske valutakurspolitik har til formål at stabilisere DKK over for kernevalutaerne i EMS-systemet. Da valutakursrisikoen over for DEM må betragtes som meget lav, og det af praktiske og forståelsesmæssige grunde er en fordel, at der kun indgår 1 valuta i risikomålingen, er det besluttet, at der anvendes 100 pct. DEM som risikoneutral sammensætning, og at valutakursrisikoen ved forskellige lånsammensætninger måles over for DEM.

Neutralfordeling med DEM som basis

Neutralfordelingen til brug for styringen af nettovalutagælden bestemmes med udgangspunkt i porteføljemodellen, hvor der sker en afvejning af forventede omkostninger og risiko. Som resultat leverer porteføljemodellen en række forskellige valutasammensætninger af neutralporteføljen, en såkaldt efficient rand, der viser de efficiente kombinationer af omkostninger og risiko.

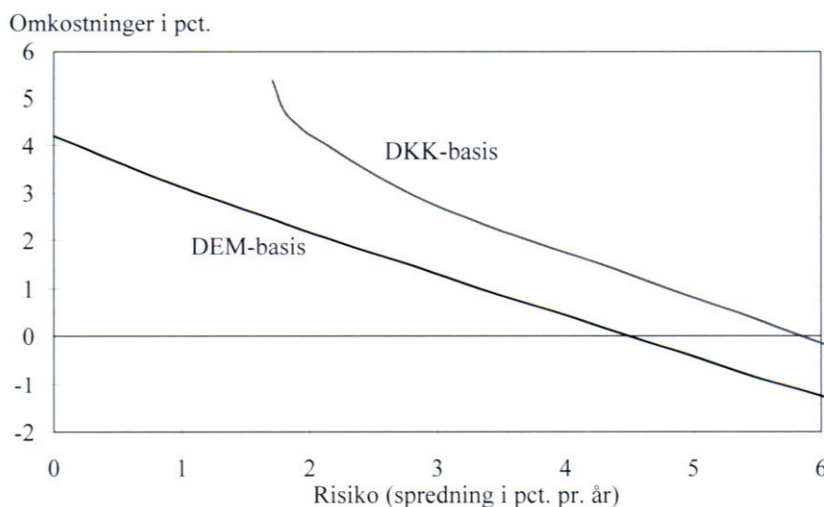
I tabel 7.2.1. er vist de estimerede standardafvigelser med henholdsvis DKK og DEM som basis. Standardafvigelserne, der estimeres på baggrund af ugegennemsnit for valutakurserne, viser, hvor meget de faktiske omkostninger forventes at afvige fra de forventede omkostninger.

Tabel 7.2.1. Standardafvigelser for perioden 1991-1995.

Pct.	USD	JPY	GBP	CHF	DEM	FRF	NLG	XEU	BEF
DKK basis	10,4	9,1	6,3	4,2	2,5	2,0	2,4	2,3	2,1
DEM basis	10,6	9,0	6,5	3,4	-	2,4	0,3	2,3	1,9

Standardafvigelserne målt i DKK og DEM er stort set ens for USD, JPY og GBP. Hvad der er mere interessant, er standardafvigelserne inden for EMS-valutaerne. Som det fremgår af tabellen, er standardafvigelserne vedrørende EMS-valutaerne noget forskellige med henholdsvis DKK og DEM som basis. Det gælder bl.a. standardafvigelserne over for NLG, hvor den tætte sammenhæng i udviklingen i DEM og NLG klart fremgår. Standardafvigelserne viser på den anden side, at der ikke er baggrund for at forvente store ændringer i porteføljesammensætningen ved at gå fra DKK til DEM basis.

Figur 7.2.1. Den efficiente rand med DKK- og DEM-basis.



Valutakursrisikoen på nettogælden kan med DEM som basis elimineres i porteføljemodellen ved at have nettogælden i 100 pct. DEM, jf. figur 7.2.1. Med DKK som basis stiller situationen sig anderledes, idet det ikke giver mening at betragte DKK som risikofrit passiv, da valutareserven ikke kan placeres i DKK. I dette tilfælde er porteføljen med mindst risiko en kombination af hovedsageligt EMS-valutaer og ikke 100 pct. DEM, fordi DEM ikke har lavest risiko, når der måles i DKK.

I modsætning til den efficiente rand med DKK som basis er den efficiente rand med DEM som basis en næsten ret linje. I porteføljemodellen er indlagt restriktioner på de enkelte valutaer for at undgå uacceptable løsninger. Hvis der ikke var indlagt restriktioner i modellen, ville den efficiente rand med DEM som basis være en ret linje og dermed afspejle, at alle efficiente porteføljer er lineære kombinationer af det risikofrie passiv og de øvrige valutaer i modellen. Randenes forskellige form og placering afspejler risikoen for DKK over for DEM, og at der ikke indgår et risikofrit passiv i modellen med DKK som basis.

Når man bevæger sig mod højre ad den efficiente rand, øges den forventede risiko, mens de forventede omkostninger reduceres. Det interessante er imidlertid, at sammensætningen af porteføljerne stort set er ens, når man bevæger sig ned ad randen med henholdsvis DEM og DKK som basis. Valget af en valutasammensætning ud fra porteføljemodellen er dermed stort set uafhængig af, om DKK eller DEM er basis.

7.3. Absolut eller relativ risiko

Som nævnt ovenfor kan valget af neutralfordeling opdeles i to, dels valget af en risikoneutral valutasammensætning, og dels en forventningsdrevet afvigelse fra denne. Efter de tidligere principper, hvor den procentvise valutasammensætning blev fastlagt uafhængigt af nettogældens størrelse, afhang risikoen på den forventningsdrevne position af nettogældens størrelse. Hvis denne position i stedet er defineret som den absolutte valutaeksponering, vil risikoen målt i kroner ikke ændre sig, når nettogælden stiger eller falder. I praksis vil det have den effekt, at tilgange og afgangene alene sker i EMS-valutaer. Dette indebærer samtidig en betydelig lettelse af den daglige administration.

Tabel 7.3.1. Neutralfordeling pr. 1. januar 1996.

	USD	JPY	GBP	CHF	EMS ¹⁾
Neutralfordeling (pct. af 50 mia.)	-8	5	0	9	94 (resten)
Neutralfordeling (mia.kr.)	-4,0	2,5	0,0	4,5	47,0 (resten)

Anm.: Nationalbanken kan normalt afvige fra neutralfordelingen med 2,5 mia.kr. i hver valuta.

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

Benævnelsen "resten" i tabel 7.3.1. skal forstås således, at det er EMS-andelen, der tilpasses, når nettogælden ændrer sig. Den absolutte sammensætning er beregnet på basis af en nettogæld på 50 mia.kr., hvilket var niveauet ved udgangen af 1995. Overgangen til absolutte størrelser betyder, at der ikke sker nogen automatisk fordeling af ændringerne, hvis nettogælden ændres som følge af interventioner. Den absolutte risikos størrelse vil naturligvis løbende blive vurderet, og positionerne kan derfor tilpasses, hvis der sker større ændringer i nettogældens størrelse.

Kapitel 8.

Renterisiko på statens udlandsgæld

8.1. Indledning

Valutakursrisikoen på statens udlandsgæld styres sammen med valuta-kursrisikoen på Nationalbankens valutareserve, jf. kapitel 2. For andre risici, som fx renterisiko og kreditrisiko, styres statens udlandsgæld og Nationalbankens valutareserve separat.

I dette kapitel diskuteres, hvad der forstås ved rentemæssig risiko i forbindelse med den udenlandske statsgæld. Der er tale om generelle overvejelser, og konklusionerne kan derfor ikke direkte overføres til den faktiske gældsforvaltning. Hertil kommer, at andre hensyn som fx forventede låneomkostninger og refinansieringsrisiko må indgå i fastsættelsen af udlandsgældens struktur.

8.2. Hvilke aktiver modsvarer statens udlandsgæld?

Diskussionen af renterisiko kan tage udgangspunkt i at betragte den udenlandske statsgæld som bestående af to dele: Dels en "ny" gæld, der alene er optaget af hensyn til valutareserven og modsvarer af indeståendet på statens konto i Nationalbanken, dels en "gammel" gæld, der har bidraget til finansiering af statslige budgetunderskud forud for den indenlandske norms fulde indførelse i 1983. Ved udgangen af 1995 udgjorde den "nye" gæld ca. 35 mia.kr., mens den "gamle" gæld udgjorde ca. 75 mia.kr.

Hvad angår renterisiko, bør den "nye" udlandsgæld ikke ses isoleret fra den finansielle modpost i form af statens kontoindestående i Nationalbanken. Det vil være muligt - men ikke nødvendigvis hensigtsmæssigt - at minimere statens renterisiko på denne del af gælden ved at matche renterisikoen på "ny" gæld med renterisikoen på de modstående aktiver, dvs. kontoindeståendet i Nationalbanken. Samtidig giver samstyring af renterisiko på "ny" udlandsgæld og modsvarende valutareserve mindst renterisiko for staten og Nationalbanken set under et. For den "nye" gæld er det således muligt på en gang at minimere statens isolerede renterisiko og den konsoliderede renterisiko for stat og Nationalbank ved at matche gæld og modsvarende aktiver.

Den "gamle" udlandsgæld har derimod ingen modsvarende finansielle aktiver for staten. De renterisikomæssige overvejelser, der skal gøres i denne forbindelse, vil primært dreje sig om risikoen for en negativ udvikling i statens rentebetalinger, der påvirker statens drifts-, anlægs- og udlånsbudget (DAU-saldoen) - et forhold, der på tilsvarende vis har betydning for renterisikoen på den indenlandske statsgæld.

8.3. Renterisiko på "ny" udenlandsk statsgæld

Den indenlandske statsgældsnorm sikrer, at der altid er fuld indenlandsk finansiering af statens korrigerede bruttokasseunderskud¹⁾. Med andre ord bidrager udenlandsk lånoptagelse ikke til finansiering af underskuddet. Som konsekvens heraf påvirker udenlandsk lånoptagelse og afdrag statens konto direkte.

Situationen, hvor udlandslån alene optages til finansiering af valuta-reserven, dvs. med fuld respekt for den indenlandske norm, er skematisk beskrevet i tabel 8.3.1.

Tabel 8.3.1. Udenlandsk låntagning på 100 til finansiering af valutareserven.

	Stat		Nationalbank		Netto	
	Kroner	Valuta	Kroner	Valuta	Kroner	Valuta
Valutareserve				100		100
Statens konto	100		-100		0	
Udenlandsk gæld		-100				-100
Memo: Nettogæld					0	0

Anm.: Positiv værdi angiver aktiver, mens negativ værdi angiver gæld. Valutabeløb er omregnet til danske kroner.

Når staten optager lån i udlandet, sker der en samtidig forøgelse af statens aktiver og passiver. Provenuet i valuta placeres i Nationalbankens valutareserve, og modværdien i kroner indsættes på statens konto i Nationalbanken. Kroneværdien kan ikke anvendes til statslige udgifter, idet det korrigerede bruttokasseunderskud som følge af den indenlandske norm finansieres ved indenlandsk obligationsudstedelse.

¹⁾ Hermed menes bruttokasseunderskuddet fratrukket afdrag på udenlandsk statsgæld. Normen for statens låntagning er nærmere beskrevet i kapitel 1 og 2.

For Nationalbanken sker der ligeledes en samtidig forøgelse af aktiver og passiver, idet modstykket til statens tilgodehavende i kroner er placeringerne af låneprovenu i valuta. Set under et er statens og Nationalbankens nettogæld i valuta ikke ændret.

Statens indestående på kontoen i Nationalbanken forrentes med diskontoen, der må betragtes som en variabel rente. For staten vil det give mindst renterisiko - og dermed mindst påvirkning af DAU-saldoen af renteændringer - hvis forrentningen af den udenlandske statsgæld sker med en variabel rente, der må forventes at være tættere korreleret med den danske diskonto end en lang udenlandsk rente. Ved variabel rente vil stigende renteudgifter på gælden typisk blive modsvaret af stigende renteindtægter på statens konto. Risikoen kan ikke elimineres helt, da der ikke er nogen sikker samvariation mellem den danske diskonto og de korte renter i udlandet.

Når valutareserven anvendes til intervention til støtte for kronen, sælger Nationalbanken valuta og køber kroner. Dermed erstatter Nationalbanken aktiver i valuta med aktiver i kroner i form af en forøgelse af pengeinstitutternes nettogæld til Nationalbanken. I tabel 8.3.2. er vist en situation, hvor en del af reserven anvendes til intervention.

Tabel 8.3.2. Udenlandsk låntagning på 100 til finansiering af valutareserven og efterfølgende intervention for 50.

	Stat		Nationalbank		Netto	
	Kroner	Valuta	Kroner	Valuta	Kroner	Valuta
PI-nettostilling ¹⁾			50		50	
Valutareserve				100-50 = 50		50
Statens konto	100		-100		0	
Udenlandsk gæld		-100				-100
Memo: Nettogæld					50	-50

¹⁾ PI-nettostilling angiver Nationalbankens nettofordringer på pengeinstitutterne.

Anm.: Positiv værdi angiver aktiver, mens negativ værdi angiver gæld. Valutabeløb er omregnet til danske kroner.

Som det ses, modsvares nettogælden i valuta af fordringer på pengeinstitutterne. Endvidere fremgår det, at valutaintervention ikke påvirker statens isolerede risikoprofil, idet den statslige valutagæld både før og efter intervention modsvares af indeståendet på kontoen i Nationalbanken.

Betragtes statens og Nationalbankens renterisiko under et, kan lange udenlandske lån i princippet afbalanceres med lange valutaplaceringer,

således at gevinst hos staten modsvares af tab hos Nationalbanken og omvendt. Med et sådant gælds- og placeringsmønster vil positionerne ganske vist udligne hinanden, men hver for sig får staten og Nationalbanken stor renterisiko. Hvis lange lån modsvares af lange placeringer, og valutareserven efterfølgende anvendes til intervention, vil nettogælden endvidere få en høj renterisiko, når den ses over for pengeinstitutstillingen, idet gevinst og tab for staten ikke længere modsvares af tab og gevinst hos Nationalbanken.

Herudover kan det nævnes, at forskellige regnskabsprincipper for staten og Nationalbanken vanskeliggør opgørelsen af en sådan afbalancering af renterisikoen på den udenlandske statsgæld og valutareserven. Gælden opgøres nominelt, og kursreguleringer som følge af renteændringer registreres ikke på statens regnskab. Nationalbanken anvender derimod et mark-to-market princip, der betyder, at børskursgevinster og -tab påvirker resultatet direkte.

Ved at holde kort varighed på både "ny" gæld og valutareserven er det muligt for staten og Nationalbanken både hver for sig og under et at begrænse den rentemæssige risiko. Renterisikoen kan ikke elimineres, idet der altid vil være en risiko, der afspejler forskelle i udviklingen i den korte rente i Danmark og udlandet.

Sammenfattende kan det konkluderes, at en risikominimerende strategi for den "nye" gæld med hensyn til renteudviklingen for staten isoleret set er at holde en kort varighed på denne del af gælden, idet den modsvares af kontoindeståendet i Nationalbanken. For staten og Nationalbanken set under et vil en risikominimerende strategi være, at varigheden på gælden svarer til varigheden af valutareserven eller - i det omfang reserver er brugt til intervention - til varigheden af pengeinstitutstillingen over for Nationalbanken.

8.4. Renterisiko på "gammel" udenlandsk statsgæld

For den "gamle" udlandsgæld, der dels har bidraget til finansiering af statens kasseunderskud forud for normens fulde indførelse i 1983, dels har dækket valutakurstab, er det ikke helt så indlysende, hvad der kan betragtes som en risikominimerende strategi med hensyn til renteudviklingen. Problemet er, at "gammel" gæld ikke som "ny" gæld modsvares af finansielle aktiver for staten.

Det betyder for staten isoleret set, at renterisikoen på den "gamle" gæld ikke kan matches med renterisikoen på nogle modstående finansielle aktiver. Set fra Nationalbankens side er der i dette tilfælde ingen renterisikomæssig kobling til staten, som det er tilfældet med "ny" gæld via statens konto. Nationalbankens isolerede omlægninger af aktiver fx i

form af valutaopkøb eller -intervention påvirker kun Nationalbankens egen renterisikoprofil og ikke statens risiko på DAU-saldoen. For den "gamle" del af gælden er der derfor ingen mening i at styre statens og Nationalbankens renterisiko under et.

De renterisikomæssige overvejelser, der kan gøres i forbindelse med den "gamle" gæld, svarer i højere grad til dem, der gøres om den indenlandske statsgæld. Hvis den "gamle" udlandsgæld har en relativt lang varighed, vil statens renteudgifter variere mindre, end hvis varigheden er kortere. Såfremt der ønskes en begrænset variabilitet på DAU-saldoen, taler det isoleret set for en relativt lang varighed på den "gamle" gæld.

8.5. Refinansieringsrisiko

Der er også andre hensyn, som er relevante ved fastlæggelsen af varigheden på den udenlandske statsgæld. Et eksempel herpå er refinansieringsrisikoen. Det må normalt antages, at Danmark har gode muligheder for at låne på de internationale kapitalmarkeder. På den anden side er der en risiko for, at staten skal låne i en situation, hvor lånevilkårene er specielt dårlige for Danmark. I en sådan situation ville det være u hensigtsmæssigt, hvis staten skulle låne betydelige beløb til refinansiering af eksisterende udlandsgæld.

Jo større del af gælden, der refinansieres pr. år, jo større vil effekten af sådanne ugunstige forhold være. Derfor er det et hensyn, at afdragsprofilen på statsgælden er passende jævn, således at der ikke sker en sammenklumpning af afdragene på enkelte år.

Det skal pointeres, at refinansieringsrisiko ikke er det samme som renterisiko, idet variabelt forrentede lån kan have en lang løbetid og dermed bidrage til en lav refinansieringsrisiko.

8.6. Konklusion

Med hensyn til renterisiko kan den udenlandske statsgæld opdeles i "ny" og "gammel" gæld afhængigt af, om der findes modstående finansielle aktiver for staten.

For den "nye" gæld vil en risikominimerende strategi med hensyn til renteudviklingen for staten være at matche gældens renterisiko med renterisikoen på de modstående finansielle aktiver i form af indeståendet på statens konto i Nationalbanken. For stat og Nationalbank under et kan renterisikoen minimeres ved at matche renterisikoen på "ny" gæld med renterisikoen på den modsvarende valutareserve. Det er vigtigt at be-

mærke, at der ingen modstrid er mellem en sådan minimering af renterisikoen for staten isoleret set og for stat og Nationalbank set under et.

For den "gamle" gæld skal der stort set gøres de samme renterisikoovervejelser som for den indenlandske statsgæld, idet denne gæld er optaget med henblik på finansiering af statslige budgetunderskud. Valg af risikoprofil må bl.a. bero på en afvejning af forventet renterisiko mod forventede låneomkostninger samt af hensynet til afdragsprofil og DAU-saldoen.

Kapitel 9.

Statens betalinger

9.1. Indledning

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

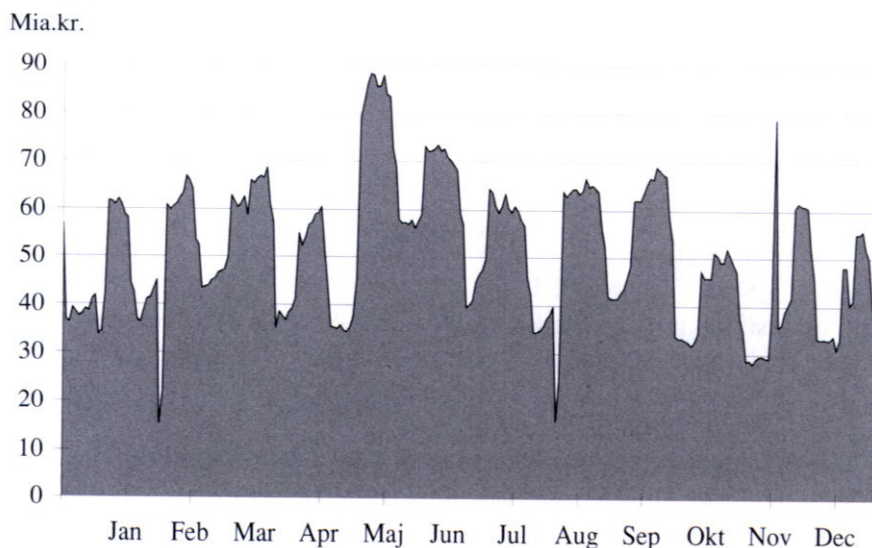
Nationalbanken har etableret et system, der benyttes til at udarbejde skøn over månedsfordelingen af de statslige betalinger. Månedsfordelingssystemet er nærmere beskrevet i *Statens låntagning og gæld 1994*, hvorfor beskrivelsen nedenfor er af mere summarisk karakter.

9.2. Statens konto

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

Der er normalt ganske store tidsforskydninger mellem statens løbende indbetalinger, løbende udbetalinger og lånoptagelser til dækning af statens finansieringsbehov. Det betyder, dels at saldoen på statens konto varierer med store beløb, jf. figur 9.2.1., dels at statens betalinger giver sig udslag i pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken.

Figur 9.2.1. Indestående på statens løbende konto i 1995.



9.3. Månedsfordeling

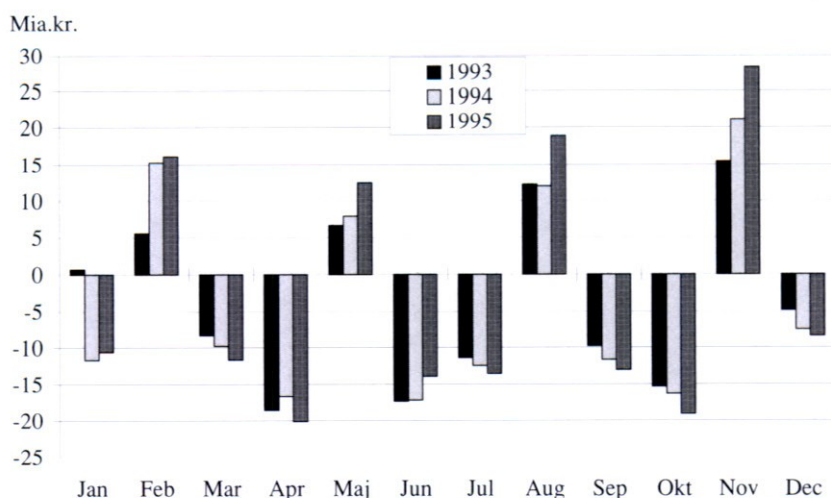
Nationalbanken udarbejder og udsender en månedsfordeling af statens betalinger i maj, august, oktober og december. Til grund for månedsfordelingerne ligger Finansministeriets skøn over statsfinanserne, der offentliggøres i budgetoversigterne på disse tidspunkter. Med udgangspunkt i budgetoversigterne fordeles de større poster på finansloven ud på måneder.

Månedsfordelingen består af en oversigtstabel, en indbetalingstabel og en udbetalingstabel. Af bilag 9.1. fremgår den seneste udsendte månedsfordeling fra december 1995. Den er udarbejdet på baggrund af finansloven for 1996.

Ved udarbejdelsen af månedsfordelingen anvendes finanslovens opgørelse af nettokassesaldoen. De efterfølgende justeringer af nettokassesaldoen i budgetoversigterne indarbejdes 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.

Der er et tydeligt mønster i nettokassesaldoens fordeling på måneder, jf. figur 9.3.1. Et tilsvarende mønster kan genfindes i en stor del af de enkelte betalinger.

Figur 9.3.1. Statens nettokassesaldo 1993-1995.



Interesserede kan løbende få tilsendt månedsfordelingen (på papir eller diskette) ved henvendelse til Nationalbanken, Pengepolitisk Kontor, tlf. 33141411, lokal 3905. Efter den 16. marts tlf. 33636105.

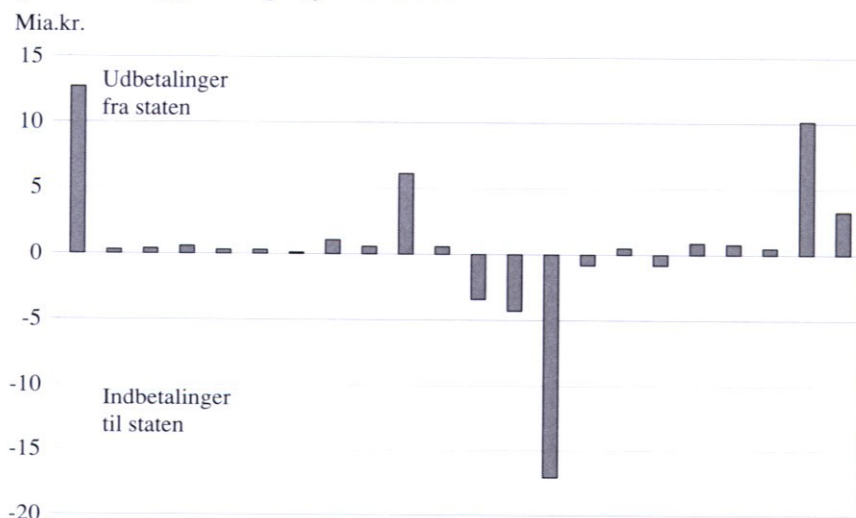
9.4. Dagsfordelinger

Med udgangspunkt i månedsfordelingen udarbejder Nationalbanken prognoser over fordelinger af de statslige betalinger på dage. Formålet er at afdække behovet for pengeinstitutternes anvendelse af genkøbsforretninger og indskudsbeviser. Dagsfordelingsprognosen udsendes hver måned den næstsidste bankdag og omfatter statens likviditetspåvirkning for de næste to måneder.

Likviditetspåvirkningen er opgjort som de betalinger, staten har med pengeinstitutterne via statens løbende konto i Nationalbanken. Eksempelvis modtager pengeinstitutterne en gang om måneden A-skatter fra deres virksomhedskunder. Disse beløb overføres til statens konto i Nationalbanken.

Der er i likviditetsprognosen taget hensyn til ændrede betalinger i forhold til den seneste offentliggjorte månedsfordeling. Der kan derfor være forskel mellem summen af de daglige prognosetal og månedsfordelingens totaltal. Figur 9.4.1. viser den forventede likviditetspåvirkning fra staten fordelt på dage i januar 1996.

Figur 9.4.1. Dagsfordelingen, januar 1996.



9.5. Betalingstidspunkter

I det seneste år er der sket nogle få ændringer i betalingstidspunkterne.

På indbetalingssiden er de vigtigste ændringer afkortede kredittider for afgifter på mineralolieprodukter, elektricitet og kul i forbindelse med skatteomlægningen i 1993. I 1996 nedsættes kredittiden med fem dage, således at betalingsdatoen bliver den 15. i måneden efter salgsdatoen. Dermed vil betalings- og angivelsesfristerne for energiafgifterne være i overensstemmelse med de øvrige punktafgifter.

På udbetalingssiden er der intet at bemærke.

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 1996

Tabel 1. Oversigt.

Mill.kr.	Jan.96	Feb.96	Mar.96	Apr.96
Indbetalinger	27.594	53.927	23.177	11.802
Udbetalinger	33.128	34.086	32.155	33.065
Nettokassesaldo	-5.534	19.841	-8.978	-21.263
<i>Afdrag på indenlandsk gæld:</i>				
Afdrag på statsobligationer	3.862	2.678	0	0
Indløsning af statsgældsbeviser	0	19.528	0	0
<i>Afdrag på udenlandsk gæld:</i>				
Afdrag på udenlandsk statsgæld	0	1.718	4.904	23
Opkøb af værdipapirer vedr. udenlandsk gæld	0	0	0	0
Bruttokassesaldo	-9.396	-4.083	-13.882	-21.286
Afdrag på udenlandsk statsgæld	0	1.718	4.904	23
Opkøb af værdipapirer vedr. udenlandsk gæld	0	0	0	0
Bruttokassesaldo ekskl. udl. afdrag	-9.396	-2.365	-8.979	-21.263

Maj 96	Jun.96	Jul.96	Aug.96	Sep.96	Okt.96	Nov.96	Dec.96	1996
49.311	12.699	20.202	51.259	14.970	15.699	75.214	27.899	383.753
32.833	29.101	32.513	31.715	27.891	38.147	46.058	37.560	408.253
16.478	-16.402	-12.311	19.544	-12.921	-22.448	29.156	-9.661	-24.500
0	5	1.174	0	6	961	31.800	0	40.486
0	0	0	18.170	0	0	0	0	37.698
276	2.157	247	6.888	1.735	24	6.880	2.424	27.276
0	0	0	0	0	0	0	0	0
16.202	-18.564	-13.732	-5.514	-14.662	-23.433	-9.524	-12.085	-129.960
276	2.157	247	6.888	1.735	24	6.880	2.424	27.276
0	0	0	0	0	0	0	0	0
16.478	-16.407	-13.485	1.374	-12.927	-23.409	-2.644	-9.661	-102.684

Tabel 2. Indbetalinger.

Mill.kr.	Jan.96	Feb.96	Mar.96	Apr.96
Skatter:				
A-skat	23.991	16.895	16.743	17.687
B-skat	1.176	1.176	1.176	1.176
Overskydende skat inkl. § 55-beløb	-257	-382	-662	-2.295
Restskat	725	705	598	539
Frivillige indbetalinger	230	2.347	13	81
Særlig indkomstskat	55	39	26	19
Udbytte- og royaltyskat	245	46	10	147
Selskabsskat inkl. skat af fonde mv.	75	75	5.550	75
Kulbrinteskat	0	0	364	0
Realrenteafgift ekskl. DSP	0	0	0	0
Stempel- og aktieafgift	293	293	293	293
Andre skatter inkl. arve- og gaveafgift	622	622	622	622
Afregning til kommuner af indkomstskat	-13.516	-13.516	-13.516	-13.516
Arbejdsmarkedsfonde:				
Fonden for dagpenge	2.636	2.636	2.636	2.636
Aktiveringsfonden	1.111	1.111	1.111	1.111
Sygedagpengefonden	953	953	953	953
Merværdiafgift:				
Byerhverv	-1.001	38.524	0	-1.001
Eksporterhverv, månedlig afregning	-6.300	-6.300	-6.300	-6.500
Landbrug	0	0	700	0
Import	1.725	1.750	1.750	1.750
Andre afgifter:				
Olie, gas og kul	522	522	522	522
El	529	116	688	455
Benzin	681	681	681	681
Vægtafgift og ansvarsforsikring	499	499	499	499
Registreringsafgift	848	683	826	832
Spiritus, vin og øl	548	332	277	367
Tobak	729	464	610	633
Andre told- og forbrugsafgifter	298	298	298	298
Miljøafgifter	457	108	148	463
Elevbidrag fra kommuner	0	0	0	0
Koncessions- og olierørsafgift	26	26	26	26
Miljøafgifter på energi	300	300	300	300
Lønsumsafgift	552	15	15	552
EU:				
Told- og landbrugsafgift	186	146	182	178
Refusion fra EU's landbrugsfond	5.225	393	800	450
Overførsler til staten:				
Rente fra Nationalbanken	0	0	418	0
Overskud fra Nationalbanken	0	0	4.000	0
Overskud fra Hypotekbanken	0	0	0	0
DSP's renteindtægter og kursgevinster	2.200	2.100	550	1.500
Udbytter til staten	32	32	32	32
Ekstraordinære indbetalinger	1.200	240	240	240
Indbetalinger i alt	27.594	53.927	23.177	11.802

Maj 96	Jun.96	Jul.96	Aug.96	Sep.96	Okt.96	Nov.96	Dec.96	1996
18.656	18.478	18.351	17.150	17.355	18.250	17.968	18.377	219.900
1.176	169	1.176	1.176	1.176	1.176	1.176	169	12.100
-2.930	-3.698	-2.115	-1.310	-270	-314	-447	-323	-15.000
440	402	505	502	1.195	1.327	1.289	474	8.700
197	1.180	3.147	14	5	5	7	74	7.300
8	6	13	12	246	275	284	18	1.000
485	497	2	-70	23	32	-367	-150	900
75	75	75	75	75	-600	19.350	-2.081	22.820
0	0	0	0	0	0	436	0	800
0	0	0	0	0	0	0	15.000	15.000
293	293	293	293	293	293	293	293	3.510
622	622	622	622	622	622	622	622	7.465
-13.516	-13.516	-13.516	-13.516	-13.518	-13.518	-13.518	-13.518	-162.200
2.636	2.636	2.636	2.636	2.636	2.636	2.636	2.636	32.029
1.111	1.111	1.111	1.111	1.111	1.111	1.111	1.111	13.725
953	953	953	953	953	953	953	1.339	11.827
37.725	0	-1.001	39.825	0	-1.001	40.229	0	152.300
-6.500	-6.500	-6.500	-6.500	-6.500	-6.651	-6.651	-6.651	-77.850
0	1.100	0	0	1.100	0	0	725	3.625
1.775	1.775	1.775	1.775	1.825	1.825	1.875	1.875	21.475
522	522	522	522	522	522	522	522	6.260
178	660	628	41	407	533	128	688	5.050
681	681	681	681	681	681	681	681	8.175
499	499	499	499	499	499	499	499	5.985
919	1.017	1.916	1.771	1.716	1.703	1.449	1.420	15.100
305	356	343	390	357	320	315	414	4.325
559	579	642	729	516	525	558	656	7.200
298	298	298	298	298	298	298	298	3.570
73	91	573	70	85	525	53	108	2.755
0	0	1.697	189	0	0	0	0	1.885
26	690	26	26	26	26	26	26	971
300	300	300	300	300	300	300	300	3.600
15	15	552	112	15	552	15	15	2.425
159	270	176	167	189	177	162	258	2.250
450	450	450	450	450	450	450	450	10.468
0	418	0	0	418	0	0	418	1.670
0	0	0	0	0	0	0	0	4.000
0	0	607	0	0	0	0	0	607
850	0	2.600	100	0	2.000	2.350	200	14.450
32	32	32	32	32	32	32	32	381
240	240	135	135	135	135	130	130	3.200
49.311	12.699	20.202	51.259	14.970	15.699	75.214	27.899	383.753

Tabel 3. Udbetalinger.

Mill.kr.	Jan.96	Feb.96	Mar.96	Apr.96
Udland:				
Bistand til ulande	721	721	721	721
Tilskud til Grønland	203	203	203	203
EU's landbrugsfond	808	454	454	454
Afregning til EU af told mv.	150	125	165	132
Moms- og BNI-bidrag til EU	767	767	767	767
Kommuner:				
Generelle tilskud	2.646	2.646	2.646	2.646
Udligning af udgifter til merværdiafgift	784	784	784	784
Refusion af sociale ydelser	6.712	6.712	6.712	6.845
Aktiveringsordninger	114	114	114	114
Dagpenge, sygdom og fødsel	724	724	724	724
Boligtilskud:				
Boligyldelse og boligsikring	1.411	0	0	1.411
Rentesikring	0	0	190	0
Rente- og afdragsbidrag samt ydelsesstøtte	0	0	0	0
Tilskud til forbedringsarbejder	1	1	1	1
Børn:				
Børnetilskud	469	0	0	469
Børnefamilieydelse	2.136	89	0	2.136
Andet:				
Arbejdsløshedsdagpenge	2.187	2.218	2.205	2.280
Efterløn	1.365	1.271	1.485	1.387
Iværksætter-, uddannelses- og orlovsydelse	565	565	565	565
Statens uddannelsesstøtte	423	423	423	423
Driftstilskud til skoler	337	337	337	337
Løn, pension mv.:				
Lønninger	1.772	1.772	1.772	1.772
Skat af løn	1.086	1.086	1.086	1.086
Pensioner	513	513	513	513
Skat af pensioner	342	342	342	342
Anlægsudgifter	448	448	448	448
Renter mv.:				
Rente af indenlandsk statsgæld	-31	5.106	4.378	758
Rente af udenlandsk statsgæld	122	562	267	594
DSP's nettoobligationskøb	1.500	1.250	0	300
Residual	4.853	4.853	4.853	4.853
Udbetalinger i alt	33.128	34.086	32.155	33.065

Maj.96	Jun.96	Jul.96	Aug.96	Sep.96	Okt.96	Nov.96	Dec.96	1996
721	721	721	721	721	721	721	721	8.656
203	203	203	203	203	203	203	203	2.441
454	454	454	454	454	3.887	1.817	353	10.500
165	241	152	151	150	158	169	243	2.000
767	767	767	767	767	767	767	767	9.200
2.646	2.646	2.646	2.646	2.646	2.646	2.646	2.646	31.753
784	784	784	784	784	784	784	784	9.402
6.845	6.845	6.986	6.986	6.986	7.113	7.113	7.114	82.971
114	114	114	114	114	114	114	114	1.371
724	724	724	724	724	724	724	724	8.683
0	0	1.411	0	0	1.411	0	0	5.645
0	190	0	0	190	0	0	190	760
0	1.597	0	0	0	0	0	1.597	3.193
1	1	1	1	1	1	1	1	10
0	0	469	0	0	469	0	0	1.877
89	0	2.136	89	0	2.136	89	0	8.900
2.182	2.095	1.984	1.915	2.100	2.259	2.066	2.210	25.700
1.298	1.346	1.330	1.430	1.498	1.400	1.336	1.559	16.705
565	565	565	565	565	565	565	565	6.780
423	423	423	423	423	423	423	423	5.081
337	337	337	337	337	337	337	337	4.039
1.790	1.790	1.790	1.790	1.790	1.790	1.790	1.790	21.408
1.097	1.097	1.097	1.097	1.097	1.097	1.097	1.097	13.121
513	513	513	513	513	513	513	513	6.154
342	342	342	342	342	342	342	342	4.103
448	448	448	448	448	448	448	448	5.381
5.273	-370	233	3.084	-521	997	21.324	7.695	47.926
200	376	381	1.279	705	689	315	272	5.762
0	0	650	0	0	1.300	-4.500	0	500
4.853	4.853	4.853	4.853	4.853	4.853	4.853	4.853	58.231
32.833	29.101	32.513	31.715	27.891	38.147	46.058	37.560	408.253

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	løbende
Landbrug	§ 38.21.01.10.61	d. 10. i mar., jun., sep. og dec.
Import	§ 38.21.01.10.61	d. 16.
Andre afgifter:		
Olie, gas og kul	§ 38.22.01.10.61 § 38.22.01.30.61 § 38.22.01.40.61 § 38.22.03.10.61	d. 15.
El	§ 38.22.01.20.61	d. 15.
Benzin	§ 38.22.05.10.61	d. 15.
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	§ 23.73.01.10.25 § 23.73.02.10.62	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
Udbytter til staten	§ 23.73.04	
	§ 28.11.66	
	§ 28.61.08	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		

Betalinger	Konto på finansloven	Betalingsdato
Kommuner (fortsat)		
merværdiafgift	§ 13.85.01.10.72	næstsidste bankdag
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	
Tilskud til forbedringsarbejder	§ 14.36.01.10.72	sidste bankdag i jun. og dec. 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
Iværksætter-, uddannelses- og orlovsydelse	§ 17.46.11	
	§ 17.46.21	løbende
	§ 17.47.08-10	sidste bankdag

Betalinger	Konto på finansloven	Betalingsdato
Andet (fortsat)		
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 1985 til 1995.

Mill.kr.	1985	1986	1987
A. Lån			
I. Indenlandske lån i DKK ¹⁾			
1. obligationer, fast forrentede	302.749	282.451	243.212
obligationer, variabelt forrentede	27.125	39.935	56.935
2. præmieobligationer	1.200	1.200	1.200
3. bunden opsparing	1.404	1.497	1.464
4. statsgældsbeviser	28.760	27.500	43.675
5. skatkammerbeviser	-	-	-
6. beholdning af egne obligationer	-41	-30	-21
I alt indenlandske lån i DKK	361.197	352.553	346.465
II. Indenlandske lån i XEU			
1. obligationer, fast forrentede	-	-	-
2. beholdning af egne obligationer	-	-	-
I alt indenlandsk nettogæld	361.197	352.553	346.465
III. Udenlandske lån			
1. i USD	42.056	55.313	44.637
2. i CHF	10.513	12.160	16.572
3. i DEM	15.778	21.131	26.799
4. i XEU	2.588	5.874	10.191
5. i JPY	11.775	9.874	13.781
6. i andre valutaer samt flermøntede	10.220	15.561	15.657
7. beholdning af egne obligationer ²⁾	-545	-2.463	-1.516
I alt udenlandsk nettogæld	92.385	117.450	126.121
I alt inden- og udenlandske lån	453.582	470.003	472.586
Inden- og udenlandske lån i pct. af BNP	73,7	70,5	67,5
B. Indestående i Danmarks Nationalbank ³⁾	-20.752	-51.448	-57.960
C. Den Sociale Pensionsfond			
1. statspapirer	-24.133	-25.543	-27.667
2. andre værdipapirer	-65.278	-69.491	-73.091
I alt Den Sociale Pensionsfond, nominelt	-89.411	-95.034	-100.758
Samlet statsgæld, netto (A-B-C)	343.419	323.521	313.868
Samlet statsgæld, netto, i pct. af BNP	55,8	48,5	44,8

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.

³⁾ Kan ikke direkte sammenlignes med Nationalbankens balance, jf. kapitel 3, tabel 3.1.1., note 3.

1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
215.492	221.592	229.221	252.481	316.690	357.346	409.565	466.608
82.785	88.410	85.010	85.010	57.147	41.241	30.345	20.722
1.200	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200
1.425	1.375	864	392	-	-	-	-
54.085	64.550	68.850	74.050	71.150	94.200	111.705	102.697
-	-	21.350	49.250	55.485	58.339	56.238	58.385
-18	-11	-5	-1	0	-	-	-
354.969	377.116	406.490	462.382	501.672	552.326	609.053	649.612
-	-	-	-	9.827	9.824	9.698	9.244
-	-	-	-	-	-	-970	-1.138
354.969	377.116	406.490	462.382	511.499	562.150	617.781	657.719
32.983	27.624	15.556	17.103	37.802	50.889	24.912	6.425
20.452	17.919	21.033	15.785	13.952	20.914	18.393	13.836
29.374	30.034	36.700	28.464	23.758	47.223	42.772	49.476
14.480	16.970	18.103	18.025	14.942	9.364	5.576	6.778
12.718	10.156	3.597	1.866	3.159	5.612	10.419	9.329
14.326	13.328	24.112	11.096	11.019	31.610	29.494	25.319
-1.569	-1.574	-1.126	-1.374	-1.151	-1.338	-1.784	-5.516
122.764	114.457	117.975	90.965	103.482	164.274	129.782	105.647
477.733	491.573	524.465	553.347	614.981	726.424	747.563	763.366
65,3	64,1	65,6	66,8	72,2	83,0	80,2	78,2
-39.855	-35.254	-45.206	-11.649	-30.927	-88.781	-55.263	-30.824
-27.009	-30.212	-36.193	-38.872	-43.611	-45.270	-50.143	-68.889
-79.215	-81.164	-82.254	-86.836	-88.583	-93.105	-96.689	-82.517
-106.224	-111.376	-118.447	-125.708	-132.194	-138.375	-146.832	-151.406
331.654	344.943	360.812	415.990	451.860	499.268	545.468	581.136
45,3	45,0	45,2	50,2	53,1	57,1	58,5	59,6

Bilagstabel 2.

Indenlandske statslån optaget i 1995.¹⁾

Nr. 264, 7 pct. stående lån 2024

Udstedt beløb i 1995, mill.kr.	9.378
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 1995, mill.kr.	109
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 1995, mill.kr.	5.282
Rentetermin	-
Fondskode	0980536
Udstedelse påbegyndt	1.jul.1994
Lånet afdrages i sin helhed	3.apr.1995

Nr. 268, Skatkammerbevis 1995 III

Udstedt beløb i 1995, mill.kr.	10.624
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 1995, mill.kr.	50.165
Rentetermin	15.mar.
Fondskode	0991864
Udstedelse påbegyndt	5.dec.1994
Lånet afdrages i sin helhed	15.mar.2006

Nr. 270, Skatkammerbevis 1995 IV

Udstedt beløb i 1995, mill.kr.	20.879
Rentetermin	-
Fondskode	0980552
Udstedelse påbegyndt	2.jan.1995
Lånet afdrages i sin helhed	2.okt.1995

Nr. 271, 7 pct. statsgældsbevis 1997 II

Udstedt beløb i 1995, mill.kr.	35.682
Rentetermin	15.aug.
Fondskode	0991880
Udstedelse påbegyndt	4.jan.1995
Lånet afdrages i sin helhed	15.aug.1997

Nr. 272, 8 pct. stående lån 2001

Udstedt beløb i 1995, mill.kr.	36.135
Rentetermin	15.nov.
Fondskode	0991872
Udstedelse påbegyndt	9.jan.1995
Lånet afdrages i sin helhed	15.nov.2001

Nr. 273, Skatkammerbevis 1996 I

Udstedt beløb i 1995, mill.kr.	24.829
Rentetermin	-
Fondskode	0980560
Udstedelse påbegyndt	3.apr.1995
Lånet afdrages i sin helhed	2.jan.1996

Nr. 274, Skatkammerbevis 1996 II

Udstedt beløb i 1995, mill.kr.	23.153
Rentetermin	-
Fondskode	0980579
Udstedelse påbegyndt	3.jul.1995
Lånet afdrages i sin helhed	1.apr.1996

Nr. 275, 7 pct. statsgældsbevis 1998 I

Udstedt beløb i 1995, mill.kr.	11.400
Rentetermin	15.feb.
Fondskode	0991899
Udstedelse påbegyndt	3.jul.1995
Lånet afdrages i sin helhed	15.feb.1998

Nr. 276, Skatkammerbevis 1996 III

Udstedt beløb i 1995, mill.kr.	15.121
Rentetermin	-
Fondskode	0980587
Udstedelse påbegyndt	2.okt.1995
Lånet afdrages i sin helhed	1.jul.1996

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

Bilagstabel 3.

Udenlandske statslån mv. optaget i 1995.¹⁾

Nr. 608, Lån

Acceptdato	6. december 1994
Hjemtagelsesdato	31. januar 1995
Udløbsdato	10. december 1997
Lånetype	EIB-projektlån, Danske Motorveje 2 A (ED)
Långiver	Den Europæiske Investeringsbank, Luxembourg
Nominelt lånebeløb	XEU 28.290.000
Nominel rente	7,50 pct. p.a., helårlig betaling
Emissionskurs	100
Kommissioner	Ingen
Andre omkostninger	Ingen
Effektiv rente	7,50 pct. p.a.
Tilbagebetalingskurs	100
Førtidig indfrielse	Det er muligt helt eller delvis at førtidsindfri lånet på en terminsdato, 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	31. januar 1995: XEU 28.290.000 à DKK 7,4613 = DKK 211.080.177.

Lånet er førtidigt indfriet pr. 10. december 1995.

¹⁾ Sædvanligvis vil der i lånebetingelserne indgå en bestemmelse om, at staten skal holde obligationsejerne skadesløse for en eventuel fremtidig kuponskat. Til gengæld kan staten opsige lånet til førtidig indfrielse, hvis pålæggelsen af skatten har været uden for den danske stats kontrol. Denne mulighed for 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. 609, Lån

Acceptdato	6. december 1994
Hjemtagelsesdato	31. januar 1995
Udløbsdato	10. december 1997
Lånetype	EIB-projektlån, DSB Elektrificering 3 C
Långiver	Den Europæiske Investeringsbank, Luxembourg
Nominelt lånebeløb	XEU 40.040.000
Nominel rente	7,50 pct. p.a., helårlig betaling
Emissionskurs	100
Kommissioner	Ingen
Andre omkostninger	Ingen
Effektiv rente	7,50 pct. p.a.
Tilbagebetalingskurs	100
Førtidig indfrielse	Det er muligt helt eller delvis at førtidsindfri lånet på en terminsdato, 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	31. januar 1995: XEU 40.040.000 à DKK 7,4613 = DKK 298.750.452.

Lånet er førtidigt indfriet pr. 10. december 1995.

Nr. 610, Lån

Acceptdato	6. december 1994
Hjemtagelsesdato	31. januar 1995
Udløbsdato	10. december 1997
Lånetype	EIB-projektlån, DSB Elektrificering 3 D
Långiver	Den Europæiske Investeringsbank, Luxembourg
Nominelt lånebeløb	XEU 31.670.000
Nominel rente	7,50 pct. p.a., helårlig betaling
Emissionskurs	100
Kommissioner	Ingen
Andre omkostninger	Ingen
Effektiv rente	7,50 pct. p.a.
Tilbagebetalingskurs	100
Førtidig indfrielse	Det er muligt helt eller delvis at førtidsindfri lånet på en terminsdato, 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	31. januar 1995: XEU 31.670.000 à DKK 7,4613 = DKK 236.299.371.

Lånet er førtidigt indfriet pr. 10. december 1995.

Nr. 611, Swap

Acceptdato	6. december 1994
Startdato	31. januar 1995
Udløbsdato	10. december 1997
Modpart	National Westminster Bank PLC, London

	Staten betaler	Staten modtager
	ydelse svarende til	ydelse svarende til
Hovedstole	XEU 100.000.000	XEU 100.000.000
Rente	6-mdrs. XEU-Libor	7,50 pct. p.a.
	-0,48 pct. p.a.	
Omkostninger	Ingen	
Bemærkning	Denne swap matcher EIB-lån nr. 608, nr. 609 og nr. 610.	
Udveksling af hovedstole ..	Ingen	

Swappen er termineret pr. 20. oktober 1995.

Nr. 612, Lån

Acceptdato	8. december 1994
Hjemtagelsesdato	8. februar 1995
Udløbsdato	10. december 1997
Lånetype	EIB-projektlån, DSB Elektrificering 3 E
Långiver	Den Europæiske Investeringsbank, Luxembourg
Nominelt lånebeløb	XEU 43.326.000
Nominel rente	7,65 pct. p.a., helårlig betaling
Emissionskurs	100
Kommissioner	Ingen
Andre omkostninger	Ingen
Effektiv rente	7,65 pct. p.a.
Tilbagebetalingskurs	100
Førtidig indfrielse	Det er muligt helt eller delvis at førtidsindfri lånet på en terminsdato, 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	8. februar 1995: XEU 43.326.000 à DKK 7,4312 = DKK 321.964.171,20.

Lånet er førtidigt indfriet pr. 10. december 1995.

Nr. 613, Lån

Acceptdato	8. december 1994
Hjemtagelsesdato	8. februar 1995
Udløbsdato	10. december 1997
Lånetype	EIB-projektlån, Danske Motorveje 2 B

Nr. 613 fortsat

Långiver	Den Europæiske Investeringsbank, Luxembourg
Nominelt lånebeløb	XEU 56.674.000
Nominel rente	7,65 pct. p.a., helårlig betaling
Emissionskurs	100
Kommissioner	Ingen
Andre omkostninger	Ingen
Effektiv rente	7,65 pct. p.a.
Tilbagebetalingskurs	100
Førtidig indfrielse	Det er muligt helt eller delvis at førtidsindfri lånet på en terminsdato, 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	8. februar 1995: XEU 56.674.000 à DKK 7,4312 = DKK 421.155.828,80.

Lånet er førtidigt indfriet pr. 10. december 1995.

Nr. 614, Swap

Acceptdato	8. december 1994	
Startdato	8. februar 1995	
Udløbsdato	10. december 1997	
Modpart	National Westminster Bank PLC, London	
	Staten betaler	Staten modtager
	ydelser svarende til	ydelser svarende til
Hovedstole	XEU 100.000.000	XEU 100.000.000
Rente	6-mdrs. XEU-Libor	7,65 pct. p.a.
	-0,44 pct. p.a.	
Omkostninger	Ingen	
Bemærkning	Denne swap matcher EIB-lån nr. 612 og nr. 613.	
Udveksling af hovedstole ..	Ingen	

Swappen er termineret pr. 25. oktober 1995.

Nr. 615, Lån med tilknyttet swapLån:

Udbudsdato	3. januar 1995
Hjemtagelsesdato	27. januar 1995
Udløbsdato	27. januar 1997
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån
	Udstedelse nr. 23 under statens EMTN-program
Ledende bank	Banque Paribas, London
Nominelt lånebeløb	USD 200.000.000

Nr. 615 fortsat

Nominel rente	8 pct. p.a., helårlig betaling
Emissionskurs	101,035
Kommissioner	1,125 pct.
Andre omkostninger	Ingen
Tilbagebetalingskurs	100
Førtidig indfrielse	Ikke mulig

Swap:

Startdato	27. januar 1995
Indhold	Alle forpligtelser i henhold til lånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet stående lån i USD med samme løbetid. Staten har ved swappens start modtaget et engangsbeløb på USD 180.000 fra swapmodparten, udgørende forskellen mellem det nominelle lånebeløb og låneprovenuet.
Swapmodpart	Banque Paribas, Paris, garanteret af Paribas Dérivés Garantis
Hovedstol	USD 200.000.000
Nominel rente	6-mdrs. USD-Libor -0,35 pct., halvårlig betaling, mod lånets renteforpligtelse.
Effektiv rente	0,35 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6-mdrs. USD-Libor.
Lånebeløb i DKK	27. januar 1995: USD 200.000.000 à DKK 5,9470 = DKK 1.189.400.000.

Nr. 616, Swap

Acceptdato	16. januar 1995
Startdato	27. januar 1995
Udløbsdato	27. januar 1997
Modpart	ABN AMRO Bank N.V., Amsterdam

	Staten betaler	Staten modtager
	ydelser svarende til	ydelser svarende til
Hovedstole	DEM 307.000.000	USD 200.000.000
Rente	6-mdrs. DEM-Libor	6-mdrs. USD-Libor
	-0,29 pct. p.a.	-0,35 pct. p.a.

Omkostninger	Ingen
Bemærkning	Denne swap matcher lån nr. 615.
Udveksling af hovedstole ..	Ved aftalens start og afslutning.

Nr. 617, Swap

Acceptdato	3. februar 1995
Startdato	8. februar 1995
Udløbsdato	28. februar 1997
Modpart	National Westminster Bank PLC, London

Nr. 617 fortsat

	Staten betaler ydelse svarende til	Staten modtager ydelse svarende til
Hovedstole	XEU 58.477.648,01	USD 72.600.000
Rente	6-mdrs. XEU-Libor -0,2775 pct. p.a.	6-mdrs. USD-Libor -0,27 pct. p.a.
Omkostninger	Ingen	
Udveksling af hovedstole ..	Ved aftalens start og afslutning.	

Nr. 618, Lån med tilknyttet swapLån:

Udbudsdato	14. februar 1995
Hjemtagelsesdato	21. marts 1995
Udløbsdato	21. marts 1996
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån Udstedelse nr. 24 under statens EMTN-program
Ledende bank	Crédit Commercial de France, Paris
Nominelt lånebeløb	XEU 500.000.000
Nominel rente	6,75 pct. p.a., helårlig betaling
Emissionskurs	100,849
Kommissioner	1,00 pct.
Andre omkostninger	Ingen
Tilbagebetalingskurs	100
Førtidig indfrielse	Ikke mulig

Swap:

Startdato	21. marts 1995
Indhold	Alle forpligtelser i henhold til lånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet stående lån i XEU med samme løbetid. Staten har ved swappens start modtaget et engangsbeløb på XEU 755.000 fra swapmodparten, udgørende forskellen mellem det nominelle lånebeløb og låneprovenuet.
Swapmodpart	General Re Financial Products Corporation, New York
Hovedstol	XEU 500.000.000
Nominel rente	6-mdrs. XEU-Libor -0,30 pct., halvårlig betaling, mod lånets renteforpligtelse.
Effektiv rente	0,30 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6-mdrs. XEU-Libor.
Lånebeløb i DKK	21. marts 1995: XEU 500.000.000 à DKK 733,84 = DKK 3.669.200.000.

Nr. 619, Lån med tilknyttet swapLån:

Udbudsdato	17. februar 1995
Hjemtagelsesdato	25. april 1995

Nr. 619 fortsat

Udløbsdato	25. april 2003
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån
Ledende bank	Bank Brussels Lambert S.A., Brussels
Nominelt lånebeløb	LUF 5.000.000.000
Nominel rente	0 pct. p.a.
Emissionskurs	55,50
Kommissioner	1,375 pct.
Andre omkostninger	LUF 1.000.000
Tilbagebetalingskurs	100
Førtidig indfrielse	Ikke mulig
<u>Swap:</u>	
Startdato	25. april 1995
Indhold	Forpligtelserne i henhold til lånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet stående lån i BEF med samme løbetid, idet dog de beløb, der modtages under swappen, er i BEF og ikke i LUF.
Swapmodpart	Morgan Guaranty Trust Company of New York, London
Hovedstol	BEF 2.705.250.000
Nominel rente	6-mdrs. BEF-Bibor -0,335 pct., halvårlig betaling.
Effektiv rente	0,335 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6-mdrs. BEF-Bibor.
Lånebeløb i DKK	25. april 1995: BEF 2.705.250.000 à DKK 0,19094 = DKK 516.540.435.

Nr. 620, Lån

Acceptdato	20. marts 1995
Hjemtagelsesdato	20. april 1995
Udløbsdato	20. januar 1998
Lånetype	Privat placering
	Udstedelse nr. 25 under statens EMTN-program
Ledende bank	Daiwa Europe (Deutschland) GmbH, Frankfurt
Nominelt lånebeløb	DEM 500.000.000
Nominel rente	0 pct. p.a.
Emissionskurs	86,15
Kommissioner	1,40 pct.
Andre omkostninger	Ingen
Effektiv rente	6,202 pct. p.a.
Tilbagebetalingskurs	100
Førtidig indfrielse	Ikke mulig
Lånebeløb i DKK	20. april 1995: DEM 500.000.000 à DKK 3,9378 = DKK 1.968.900.000.

Nr. 621, Lån

Acceptdato	9. juni 1995
Hjemtagelsesdato	6. juli 1995

Nr. 621 fortsat

Udløbsdato	6. juli 2000
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån
	Udstedelse nr. 26 under statens EMTN-program
Ledende bank	Goldman, Sachs & Co. oHG, Frankfurt
Nominelt lånebeløb	DEM 500.000.000
Nominel rente	6,125 pct. p.a., helårlig betaling
Emissionskurs	99,786
Kommissioner	0,1 pct.
Andre omkostninger	Ingen
Effektiv rente	6,20 pct. p.a.
Tilbagebetalingskurs	100
Førtidig indfrielse	Ikke mulig
Lånebeløb i DKK	6. juli 1995: DEM 500.000.000 à DKK 3,9051 = DKK 1.952.550.000.

Nr. 622, Lån

Acceptdato	16. juni 1995
Hjemtagelsesdato	29. juni 1995
Udløbsdato	1. juli 1996
Lånetype	Privat placering
	Udstedelse nr. 27 under statens EMTN-program
Ledende bank	Nikko Europe Plc, London
Nominelt lånebeløb	JPY 2.000.000.000
Nominel rente	4,35 pct. p.a., helårlig betaling
Emissionskurs	103,6116
Kommissioner	Ingen
Andre omkostninger	Ingen
Effektiv rente	0,72 pct.
Tilbagebetalingskurs	100
Førtidig indfrielse	Ikke mulig
Lånebeløb i DKK	29. juni 1995: JPY 2.000.000.000 à DKK 0,064349 = DKK 128.698.000.

Nr. 623, Lån

Acceptdato	29. juni 1995
Hjemtagelsesdato	7. juli 1995
Udløbsdato	8. juli 1996
Lånetype	Privat placering
	Udstedelse nr. 28 under statens EMTN-program
Ledende bank	Nikko Europe Plc, London
Nominelt lånebeløb	JPY 2.600.000.000
Nominel rente	4,807 pct. p.a., helårlig betaling
Emissionskurs	104,20
Kommissioner	0,1 pct.
Andre omkostninger	Ingen

Nr. 623 fortsat

Effektiv rente	0,68 pct. p.a.
Tilbagebetalingskurs	100
Førtidig indfrielse	Ikke mulig
Lånebeløb i DKK	7. juli 1995: JPY 2.600.000.000 à DKK 0,063692 = DKK 165.599.200.

Nr. 624, Swap

Acceptdato	21. juli 1995	
Startdato	25. juli 1995	
Udløbsdato	25. juli 2000	
Modpart	National Westminster Bank PLC, London	
	Staten betaler	Staten modtager
	ydelser svarende til	ydelser svarende til
Hovedstole	DEM 100.000.000	DEM 100.000.000
Rente	6,445 pct. p.a.	6-mdrs. DEM-Libor
Omkostninger	Ingen	
Udveksling af hovedstole ..	Ingen	

Nr. 625, Swap

Acceptdato	26. juli 1995	
Startdato	26. juli 1995	
Udløbsdato	27. juli 1998	
Modpart	Union Bank of Switzerland, London	
	Staten betaler	Staten modtager
	ydelser svarende til	ydelser svarende til
Hovedstole	GBP 50.000.000	GBP 50.000.000
Rente	7,725 pct. halvårlig	6-mdrs. GBP-Libor
Omkostninger	Ingen	
Udveksling af hovedstole ..	Ingen	

Nr. 626, Swap

Acceptdato	9. august 1995	
Startdato	11. august 1995	
Udløbsdato	11. august 2000	
Modpart	Credit Suisse Financial Products, London	
	Staten betaler	Staten modtager
	ydelser svarende til	ydelser svarende til
Hovedstole	DEM 100.000.000	DEM 100.000.000
Rente	6,23 pct. p.a.	6-mdrs. DEM-Libor

Nr. 626 fortsat

Omkostninger Ingen
 Udveksling af hovedstole .. Ingen

Nr. 627, Swap

Acceptdato 11. august 1995
 Startdato 15. august 1995
 Udløbsdato 15. november 1995
 Modpart Union Bank of Switzerland, London

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	USD 100.000.000	DEM 142.940.000
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger Ingen

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 142.439.000	USD 100.000.000

Nr. 628, Swap

Acceptdato 11. august 1995
 Startdato 15. august 1995
 Udløbsdato 15. november 1995
 Modpart Union Bank of Switzerland, London

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	USD 100.000.000	DEM 143.390.000
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger Ingen

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 142.890.000	USD 100.000.000

Nr. 629, Swap

Acceptdato 11. august 1995
 Startdato 15. august 1995
 Udløbsdato 15. november 1995
 Modpart Union Bank of Switzerland, London

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	USD 100.000.000	DEM 143.080.000
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger Ingen

Nr. 629 fortsat

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 142.590.000	USD 100.000.000

Nr. 630, Swap

Acceptdato	14. august 1995	
Startdato	16. august 1995	
Udløbsdato	16. november 1995	
Modpart	Morgan Guaranty Trust Company of New York, London	

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	USD 100.000.000	DEM 143.670.000
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger Ingen

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 143.155.000	USD 100.000.000

Nr. 631, Swap

Acceptdato	14. august 1995	
Startdato	16. august 1995	
Udløbsdato	16. november 1995	
Modpart	Deutsche Bank AG, Frankfurt	

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	USD 100.000.000	DEM 143.600.000
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger Ingen

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 143.089.000	USD 100.000.000

Nr. 632, Swap

Acceptdato	15. august 1995	
Startdato	17. august 1995	
Udløbsdato	17. november 1995	
Modpart	Morgan Guaranty Trust Company of New York, London	

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	USD 200.000.000	DEM 288.800.000
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger Ingen

Nr. 632 fortsat

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 287.772.000	USD 200.000.000

Nr. 633, Swap

Acceptdato	15. august 1995
Startdato	17. august 1995
Udløbsdato	17. november 1995
Modpart	Deutsche Bank AG, Frankfurt

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	USD 200.000.000	DEM 288.440.000
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger Ingen

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 287.414.000	USD 200.000.000

Nr. 634, Swap

Acceptdato	15. august 1995
Startdato	17. august 1995
Udløbsdato	17. november 1995
Modpart	Deutsche Bank AG, Frankfurt

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	USD 100.000.000	DEM 144.650.000
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger Ingen

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 144.138.000	USD 100.000.000

Nr. 635, Swap

Acceptdato	15. august 1995
Startdato	17. august 1995
Udløbsdato	17. november 1995
Modpart	Deutsche Bank AG, Frankfurt

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	USD 100.000.000	DEM 146.900.000
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger Ingen

Nr. 635 fortsat

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 146.402.000	USD 100.000.000

Nr. 636, Swap

Acceptdato	15. august 1995
Startdato	17. august 1995
Udløbsdato	17. november 1995
Modpart	Union Bank of Switzerland, London

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	USD 200.000.000	DEM 292.600.000
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger Ingen

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 291.595.000	USD 200.000.000

Nr. 637, Swap

Acceptdato	15. august 1995
Startdato	17. august 1995
Udløbsdato	17. november 1995
Modpart	Morgan Guaranty Trust Company of New York, London

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	USD 200.000.000	DEM 294.300.000
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger Ingen

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 293.305.000	USD 200.000.000

Nr. 638, Swap

Acceptdato	18. august 1995
Startdato	22. august 1995
Udløbsdato	22. august 2000
Modpart	Swiss Bank Corporation, London

	Staten betaler ydelser svarende til	Staten modtager ydelser svarende til
Hovedstole	DEM 100.000.000	DEM 100.000.000
Rente	6,31 pct. p.a.	6-mdrs. DEM-Libor

Nr. 638 fortsat

Omkostninger Ingen
 Udveksling af hovedstole .. Ingen

Nr. 639, Swap

Acceptdato 18. august 1995
 Startdato 22. august 1995
 Udløbsdato 22. august 2000
 Modpart Credit Suisse Financial Products, London

	Staten betaler	Staten modtager
	ydelser svarende til	ydelser svarende til
Hovedstole	DEM 200.000.000	DEM 200.000.000
Rente	6,305 pct. p.a.	6-mdrs. DEM-Libor

Omkostninger Ingen
 Udveksling af hovedstole .. Ingen

Nr. 640, Lån med tilknyttet swap

Lån:

Udbudsdato 30. august 1995
 Hjemtagelsesdato 12. september 1995
 Udløbsdato 5. september 1997
 Lånetype Privat placering
 Udstedelse nr. 29 under statens EMTN-program
 Ledende bank Schweizerische Bankgesellschaft, Frankfurt
 Nominelt lånebeløb DEM 25.000.000
 Nominel rente 4,42 pct. p.a., helårlig betaling
 Emissionskurs 101,30
 Kommissioner Ingen
 Andre omkostninger Ingen
 Tilbagebetaling Struktureret: 100+S, hvor S er værdien beregnet 2 London-bankdage
 før 5. september 1997 af en optionskontrakt, der giver indehaveren ret
 til højst at betale en bestemt DEM-rente i hver af de ti 6-måneders pe-
 rioder mellem september 2000 og september 2005.
 Førtidig indfrielse Ikke mulig

Swap:

Startdato 12. september 1995
 Indhold Alle forpligtelser i henhold til lånet ombyttes med forpligtelser sva-
 rende til et variabelt forrentet stående lån i DEM med samme løbetid.
 Swapmodpart Union Bank of Switzerland, London
 Hovedstol DEM 25.000.000
 Nominel rente 6-mdrs. DEM-Libor -0,30 pct., halvårlig betaling, mod lånets rente-
 forpligtelse.

Nr. 640 fortsat

Effektiv rente	0,30 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6-mdrs. DEM-Libor.
Lånebeløb i DKK	12. september 1995: DEM 25.000.000 à DKK 387,04 = DKK 96.760.000.

I december 1995 fjernedes efter ønske fra investor det strukturerede element (altså "S") fra lånet. Swappen justeredes tilsvarende. Ændringerne skete uden omkostninger for låntager.

Nr. 641, Swap

Acceptdato	1. september 1995
Startdato	5. september 1995
Udløbsdato	5. september 2000
Modpart	Dresdner Bank AG, Frankfurt

	Staten betaler ydelse svarende til	Staten modtager ydelse svarende til
Hovedstole	DEM 100.000.000	DEM 100.000.000
Rente	6,16 pct. p.a.	6-mdrs. DEM-Libor

Omkostninger	Ingen
Udveksling af hovedstole ..	Ingen

Nr. 642, Swap

Acceptdato	1. september 1995
Startdato	5. september 1995
Udløbsdato	5. september 2000
Modpart	Swiss Bank Corporation, London

	Staten betaler ydelse svarende til	Staten modtager ydelse svarende til
Hovedstole	DEM 200.000.000	DEM 200.000.000
Rente	6,1675 pct. p.a.	3-mdrs. DEM-Libor

Omkostninger	Ingen
Udveksling af hovedstole ..	Ingen

Nr. 643, Swap

Acceptdato	8. september 1995
Startdato	12. september 1995
Udløbsdato	12. september 2001
Modpart	Morgan Guaranty Trust Company of New York, London

Nr. 643 fortsat

	Staten betaler ydelse svarende til	Staten modtager ydelse svarende til
Hovedstole	DEM 100.000.000	DEM 100.000.000
Rente	6,33 pct. p.a.	6-mdrs. DEM-Libor
Omkostninger	Ingen	
Udveksling af hovedstole ..	Ingen	

Nr. 644, Swap

Acceptdato	8. september 1995
Startdato	12. september 1995
Udløbsdato	12. september 2001
Modpart	Credit Suisse Financial Products, London

	Staten betaler ydelse svarende til	Staten modtager ydelse svarende til
Hovedstole	DEM 100.000.000	DEM 100.000.000
Rente	6,31 pct. p.a.	6-mdrs. DEM-Libor
Omkostninger	Ingen	
Udveksling af hovedstole ..	Ingen	

Nr. 645, Lån

Acceptdato	27. september 1995
Hjemtagelsesdato	16. oktober 1995
Udløbsdato	16. oktober 2000
Lånetype	Privat placering
	Udstedelse nr. 30 under statens EMTN-program
Ledende bank	Daiwa Europe (Deutschland) GmbH, Frankfurt
Nominelt lånebeløb	DEM 200.000.000
Nominel rente	0 pct. p.a.
Emissionskurs	75,80
Kommissioner	0,25 pct.
Andre omkostninger	Ingen
Effektiv rente	5,818 pct.
Tilbagebetalingskurs	100
Førtidig indfrielse	Ikke mulig
Lånebeløb i DKK	16. oktober 1995: DEM 200.000.000 à DKK 3,8783 = DKK 775.660.000.

Nr. 646, Swap

Acceptdato	16. oktober 1995
Startdato	18. oktober 1995
Udløbsdato	18. oktober 2002

Nr. 646 fortsat

Modpart Union Bank of Switzerland, London

	Staten betaler	Staten modtager
	ydelser svarende til	ydelser svarende til
Hovedstole	DEM 100.000.000	DEM 100.000.000
Rente	6,46 pct. p.a.	6-mdrs. DEM-Libor

Omkostninger Ingen

Udveksling af hovedstole .. Ingen

Nr. 647, Swap

Acceptdato 18. oktober 1995
 Startdato 20. oktober 1995
 Udløbsdato 20. oktober 2002
 Modpart Credit Suisse Financial Products, London

	Staten betaler	Staten modtager
	ydelser svarende til	ydelser svarende til
Hovedstole	DEM 100.000.000	DEM 100.000.000
Rente	6,44 pct. p.a.	6-mdrs. DEM-Libor

Omkostninger Ingen

Udveksling af hovedstole .. Ingen

Nr. 648, Swap

Acceptdato 25. oktober 1995
 Startdato 27. oktober 1995
 Udløbsdato 28. oktober 2002
 Modpart ABN AMRO Bank N.V., Amsterdam

	Staten betaler	Staten modtager
	ydelser svarende til	ydelser svarende til
Hovedstole	DEM 100.000.000	DEM 100.000.000
Rente	6,40 pct. p.a.	6-mdrs. DEM-Libor

Omkostninger Ingen

Udveksling af hovedstole .. Ingen

Nr. 649, Swap

Acceptdato 26. oktober 1995
 Startdato 30. oktober 1995
 Udløbsdato 30. oktober 2002
 Modpart Barclays Bank PLC, London

Nr. 649 fortsat

	Staten betaler ydelse svarende til	Staten modtager ydelse svarende til
Hovedstole	DEM 100.000.000	DEM 100.000.000
Rente	6,39 pct. p.a.	6-mdrs. DEM-Libor
Omkostninger	Ingen	
Udveksling af hovedstole ..	Ingen	

Nr. 650, Swap

Acceptdato	6. november 1995	
Startdato	8. november 1995	
Udløbsdato	8. november 2000	
Modpart	AIG Financial Securities (U.K.) Limited, London	
	Staten betaler ydelse svarende til	Staten modtager ydelse svarende til
Hovedstole	DEM 100.000.000	DEM 100.000.000
Rente	5,73 pct. p.a.	6-mdrs. DEM-Libor
Omkostninger	Ingen	
Udveksling af hovedstole ..	Ingen	

Nr. 651, Lån med tilknyttet swapLån:

Udbudsdato	28. november 1995
Hjemtagelsesdato	11. december 1995
Udløbsdato	11. december 1997
Lånetype	Ikke børsnoteret Samurailån - Dual Currency JPY/AUD
Ledende bank	Nomura International plc, London
Nominelt lånebeløb	JPY 30.000.000.000
Nominel rente	5,75 pct. p.a., halvårlig betaling
Emissionskurs	100
Kommissioner	JPY 450.000.000
Andre omkostninger	JPY 22.000.000
Tilbagebetaling	AUD 395.256.600
Førtidig indfrielse	Ikke mulig

Swap:

Startdato	11. december 1995
Indhold	Alle forpligtelser i henhold til lånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet stående lån i DEM med samme løbetid.
Swapmodpart	Canadian Imperial Bank of Commerce, Toronto
Hovedstol	DEM 417.062.000
Nominel rente	6-mdrs. DEM-Libor -0,33 pct., halvårlig betaling, mod lånets renteforpligtelse.

Nr. 651 fortsat

Effektiv rente 0,33 pct. p.a. under rente for et lån forrentet med 6-mdrs. DEM-Libor.
 Lånebeløb i DKK 11. december 1995: DEM 417.062.000 à DKK 387,21 = DKK
 1.614.905.770,20.

Nr. 652, Swap

Acceptdato 9. november 1995
 Startdato 13. november 1995
 Udløbsdato 13. november 2000
 Modpart Swiss Bank Corporation, London

	Staten betaler	Staten modtager
	ydelse svarende til	ydelse svarende til
Hovedstole	DEM 200.000.000	DEM 200.000.000
Rente	5,63 pct. p.a.	6-mdrs. DEM-Libor

Omkostninger Ingen
 Udveksling af hovedstole .. Ingen

Nr. 653, Swap

Acceptdato 10. november 1995
 Startdato 14. november 1995
 Udløbsdato 14. november 2000
 Modpart ABN AMRO Bank N.V., Amsterdam

	Staten betaler	Staten modtager
	ydelse svarende til	ydelse svarende til
Hovedstole	DEM 100.000.000	DEM 100.000.000
Rente	5,645 pct. p.a.	6-mdrs. DEM-Libor

Omkostninger Ingen
 Udveksling af hovedstole .. Ingen

Nr. 654, Swap

Acceptdato 13. november 1995
 Startdato 15. november 1995
 Udløbsdato 29. november 1995
 Modpart Union Bank of Switzerland, London

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	USD 100.000.000	DEM 140.897.500
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger Ingen

Nr. 654 fortsat

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 140.800.000	USD 100.000.000

Nr. 655, Swap

Acceptdato	13. november 1995	
Startdato	15. november 1995	
Udløbsdato	29. november 1995	
Modpart	Morgan Guaranty Trust Company of New York, London	

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	USD 100.000.000	DEM 140.950.000
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger Ingen

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 140.852.000	USD 100.000.000

Nr. 656, Swap

Acceptdato	13. november 1995	
Startdato	15. november 1995	
Udløbsdato	29. november 1995	
Modpart	Morgan Guaranty Trust Company of New York, London	

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	USD 100.000.000	DEM 141.000.000
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger Ingen

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 140.902.500	USD 100.000.000

Nr. 657, Swap

Acceptdato	14. november 1995	
Startdato	16. november 1995	
Udløbsdato	30. november 1995	
Modpart	Morgan Guaranty Trust Company of New York, London	

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	USD 100.000.000	DEM 141.808.500
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger Ingen

Nr. 657 fortsat

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 141.710.000	USD 100.000.000

Nr. 658, Swap

Acceptdato	14. november 1995
Startdato	16. november 1995
Udløbsdato	30. november 1995
Modpart	Union Bank of Switzerland, London

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	USD 100.000.000	DEM 141.809.500
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger Ingen

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 141.710.000	USD 100.000.000

Nr. 659, Swap

Acceptdato	14. november 1995
Startdato	16. november 1995
Udløbsdato	16. november 2000
Modpart	Credit Suisse Financial Products, London

	Staten betaler ydelse svarende til	Staten modtager ydelse svarende til
Hovedstole	DEM 100.000.000	DEM 100.000.000
Rente	5,57 pct. p.a.	6-mdrs. DEM-Libor

Omkostninger Ingen

Udveksling af hovedstole .. Ingen

Nr. 660, Swap

Acceptdato	15. november 1995
Startdato	17. november 1995
Udløbsdato	1. december 1995
Modpart	Swiss Bank Corporation, London

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	USD 250.000.000	DEM 350.750.000
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger Ingen

Nr. 660 fortsat

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 350.500.000	USD 250.000.000

Nr. 661, Swap

Acceptdato	15. november 1995
Startdato	17. november 1995
Udløbsdato	1. december 1995
Modpart	Morgan Guaranty Trust Company of New York, London

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	USD 200.000.000	DEM 280.799.000
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger Ingen

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 280.600.000	USD 200.000.000

Nr. 662, Swap

Acceptdato	15. november 1995
Startdato	17. november 1995
Udløbsdato	1. december 1995
Modpart	ABN AMRO Bank N.V., Amsterdam

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	USD 250.000.000	DEM 350.775.000
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger Ingen

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 350.527.500	USD 250.000.000

Nr. 663, Swap

Acceptdato	15. november 1995
Startdato	17. november 1995
Udløbsdato	1. december 1995
Modpart	Morgan Guaranty Trust Company of New York, London

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	USD 100.000.000	DEM 140.198.000
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger Ingen

Nr. 663 fortsat

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 140.100.000	USD 100.000.000

Nr. 664, Swap

Acceptdato	15. november 1995
Startdato	17. november 1995
Udløbsdato	1. december 1995
Modpart	Swiss Bank Corporation, London

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	USD 100.000.000	DEM 140.100.000
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger Ingen

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 140.002.000	USD 100.000.000

Nr. 665, Swap

Acceptdato	15. november 1995
Startdato	17. november 1995
Udløbsdato	1. december 1995
Modpart	Swiss Bank Corporation, London

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	USD 100.000.000	DEM 140.150.000
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger Ingen

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 140.052.000	USD 100.000.000

Nr. 667, Swap

Acceptdato	27. november 1995
Startdato	29. november 1995
Udløbsdato	29. februar 1996
Modpart	Union Bank of Switzerland, London

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	USD 100.000.000	DEM 142.272.000
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger Ingen

Nr. 667 fortsat

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 141.600.000	USD 100.000.000

Nr. 668, Swap

Acceptdato	27. november 1995
Startdato	29. november 1995
Udløbsdato	29. februar 1996
Modpart	Swiss Bank Corporation, London

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	USD 100.000.000	DEM 142.275.000
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger Ingen

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 141.600.000	USD 100.000.000

Nr. 669, Swap

Acceptdato	27. november 1995
Startdato	29. november 1995
Udløbsdato	29. februar 1996
Modpart	Swiss Bank Corporation, London

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	USD 100.000.000	DEM 142.222.000
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger Ingen

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 141.550.000	USD 100.000.000

Nr. 670, Swap

Acceptdato	28. november 1995
Startdato	30. november 1995
Udløbsdato	29. februar 1996
Modpart	Morgan Stanley Derivative Products, New York

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	USD 100.000.000	DEM 143.802.500
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger Ingen

Nr. 670 fortsat

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 143.140.000	USD 100.000.000

Nr. 671, Swap

Acceptdato	28. november 1995
Startdato	30. november 1995
Udløbsdato	29. februar 1996
Modpart	ABN AMRO Bank N.V., Amsterdam

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	USD 100.000.000	DEM 143.800.000
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger Ingen

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 143.140.000	USD 100.000.000

Nr. 672, Swap

Acceptdato	29. november 1995
Startdato	1. december 1995
Udløbsdato	1. marts 1996
Modpart	ABN AMRO Bank N.V., Amsterdam

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	USD 200.000.000	DEM 286.745.000
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger Ingen

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 285.400.000	USD 200.000.000

Nr. 673, Swap

Acceptdato	29. november 1995
Startdato	1. december 1995
Udløbsdato	1. marts 1996
Modpart	Swiss Bank Corporation, London

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	USD 200.000.000	DEM 287.100.000
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger Ingen

Nr. 673 fortsat

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 285.758.000	USD 200.000.000

Nr. 674, Swap

Acceptdato	29. november 1995
Startdato	1. december 1995
Udløbsdato	1. marts 1996
Modpart	ABN AMRO Bank N.V., Amsterdam

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	USD 200.000.000	DEM 287.445.000
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger Ingen

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 286.100.000	USD 200.000.000

Nr. 675, Swap

Acceptdato	29. november 1995
Startdato	1. december 1995
Udløbsdato	1. marts 1996
Modpart	Morgan Stanley Derivative Products, New York

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	USD 100.000.000	DEM 143.707.000
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger Ingen

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 143.030.000	USD 100.000.000

Nr. 676, Swap

Acceptdato	29. november 1995
Startdato	1. december 1995
Udløbsdato	1. marts 1996
Modpart	Union Bank of Switzerland, London

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	USD 100.000.000	DEM 143.575.000
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger Ingen

Nr. 676 fortsat

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 142.900.000	USD 100.000.000

Nr. 677, Swap

Acceptdato	29. november 1995
Startdato	1. december 1995
Udløbsdato	1. marts 1996
Modpart	Swiss Bank Corporation, London

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	USD 100.000.000	DEM 143.900.000
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger Ingen

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 143.225.000	USD 100.000.000

Nr. 678, Swap

Acceptdato	29. november 1995
Startdato	1. december 1995
Udløbsdato	1. marts 1996
Modpart	Morgan Stanley Derivative Products, New York

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	USD 100.000.000	DEM 143.854.000
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger Ingen

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 143.180.000	USD 100.000.000

Nr. 679, Swap

Acceptdato	7. december 1995
Startdato	11. december 1995
Udløbsdato	13. december 1999
Modpart	AIG Financial Securities (U.K.) Limited, London

	Staten betaler ydelse svarende til	Staten modtager ydelse svarende til
Hovedstole	DEM 100.000.000	DEM 100.000.000
Rente	5,02 pct. p.a.	6-mdrs. DEM-Libor

Nr. 679 fortsat

Omkostninger Ingen
 Udveksling af hovedstole .. Ingen

Nr. 680, Swap

Acceptdato 7. december 1995
 Startdato 11. december 1995
 Udløbsdato 11. december 1999
 Modpart National Westminster Bank PLC, London

	Staten betaler	Staten modtager
	ydelser svarende til	ydelser svarende til
Hovedstole	DEM 100.000.000	DEM 100.000.000
Rente	5,045 pct. p.a.	6-mdrs. DEM-Libor

Omkostninger Ingen
 Udveksling af hovedstole .. Ingen

Nr. 681, Swap

Acceptdato 13. december 1995
 Startdato 15. december 1995
 Udløbsdato 15. december 1999
 Modpart Deutsche Bank AG, Frankfurt

	Staten betaler	Staten modtager
	ydelser svarende til	ydelser svarende til
Hovedstole	DEM 100.000.000	DEM 100.000.000
Rente	5,015 pct. p.a.	6-mdrs. DEM-Libor

Omkostninger Ingen
 Udveksling af hovedstole .. Ingen

Nr. 682, Swap

Acceptdato 13. december 1995
 Startdato 15. december 1995
 Udløbsdato 15. december 1999
 Modpart Morgan Guaranty Trust Company of New York, London

	Staten betaler	Staten modtager
	ydelser svarende til	ydelser svarende til
Hovedstole	DEM 100.000.000	DEM 100.000.000
Rente	5,02 pct. p.a.	6-mdrs. DEM-Libor

Omkostninger Ingen
 Udveksling af hovedstole .. Ingen

Bilagstabel 4.

Statsgaranterede enheders låntagning i 1995.¹⁾

A. Hypotekbanken: Udenlandsk låntagning i 1995.

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.
23.jun.	DKK	400,0	7,75	2000	Kredietbank N.V.		
	+ swap					Cibor-0,15	400
29.nov.	LUF	2.000,0	0,00	2003	Banque Internationale à Luxembourg	Cibor-0,17	224
	+ swap til DKK						
Total							624

B. Hypotekbanken: Isolerede swaptransaktioner i 1995.

Accept-dato	Der modtages			Der betales			Ud-løbsår	Beløb i mill.kr.
	Valuta	Mill.	Rente	Valuta	Mill.	Effektiv rente i pct. p.a.		
15.aug.	USD	65,0	Libor	USD	65,0	6,295	1997	365
15.aug.	CHF	200,0 ¹⁾	3,495	CHF	200,0 ¹⁾	Libor	1997	931
23.aug.	NLG	75,0	Aibor	NLG	75,0	4,8625	1997	260
19.okt.	FRF	100,0	6,35	DKK	111,0	6,20	1997	110
Total								1.666

¹⁾ Pr. 18. august 1996 vil det nominelle beløb på CHF 200 mill. blive reduceret til CHF 100 mill.

C. Dansk Naturgas A/S: Udenlandsk låntagning i 1995.

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.
							0
Total							0

¹⁾ Transaktioner med betaling i 1995.

Bilagstabel 4 - fortsat

D. Dansk Naturgas A/S: Isolerede swaptransaktioner i 1995.

Accept- dato	Der modtages			Der betales			Ud- løbsår	Beløb i mill.kr.
	Valuta	Mill.	Rente	Valuta	Mill.	Effektiv rente i pct. p.a.		
								0
Total								0

E. A/S Storebæltsforbindelsen: Udenlandsk låntagning i 1995.

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.nov. 1994	NLG + swap til USD	100,0	6,95	1997	EIB		
17.nov. 1994	LUF + swap til USD	400,0	7,85	2001	EIB	Libor-0,32	361
1.dec. 1994	LUF + swap til USD	1.000,0	7,75	2000	ABN AMRO Bank	Libor-0,36	76
6.dec. 1994	GBP + swap til USD	39,0	9,00	2004	EIB	Libor-0,27	188
7.dec. 1994	NLG + swap til USD	200,0	7,55	2001	EIB	Libor-0,285	365
22.mar. 1994	ITL + swap til USD	300.000,0	11,95	2000	EIB	Libor-0,28	683
10.apr. 1994	LUF + swap til DKK	2.000,0	7,75	2005	EIB	Cibor-0,235	992
13.jul. ¹⁾	JPY + swap til USD	2.000,0	²⁾	2007	Kredietbank N.V.	Libor-0,20	378
14.jul. ¹⁾	JPY + swap til USD	2.000,0	²⁾	2010	JP Morgan Securities	Libor-0,19	124
19.jul. ¹⁾	JPY + swap til USD	4.000,0	3,755 ³⁾	2007	JP Morgan Securities	Libor-0,17	125
2.aug. ¹⁾	JPY + swap til USD	1.000,0	²⁾⁴⁾	2005	JP Morgan Securities	Libor-0,19	245
2.aug. ¹⁾	JPY + swap til USD	1.000,0	²⁾⁴⁾	2005	Nikko Europe Plc	Libor-0,20	62
5.sep.	CHF	100,0	4,50	2002	Nikko Europe Plc	Libor-0,20	62
13.sep.	DKK + swap	400,0	7,50	2002	Credit Suisse	4,515	475
9.okt.	LUF + swap til DKK	2.000,0	6,50	2001	Banque Paribas	Cibor-0,165	400
					Banque Internationale à Luxembourg	Cibor-0,21	378

Accept-dato	Valuta	Beløb mill.	Kupon pct. p.a.	Udløbs-år	Ledende Bank/Långiver	Effektiv rente i pct. p.a.	Udbetalt beløb i mill.kr.
<i>Tabel E - fortsat</i>							
20.nov.	XEU	116,0	6,26	1999	EIB	Libor-0,34	837
	+ swap til USD						
Total							5.751

¹⁾ Udstedt under A/S Storebæltsforbindelsens EMTN-program.

²⁾ Struktureret.

³⁾ Kuponen betales i USD.

⁴⁾ Kuponen betales i AUD.

F. A/S Storebæltsforbindelsen: Isolerede swaptransaktioner i 1995.

Accept-dato	Der modtages			Der betales			Ud-løbsår	Beløb i mill.kr.
	Valuta	Mill.	Rente	Valuta	Mill.	Effektiv rente i pct. p.a.		
10.jan.	USD	55,5	Libor	DEM	86,4	Libor+0,05	2001	340
17.jan.	USD	12,5	Libor-0,36	CHF	16,1	5,355	2001	75
20.jan.	USD	31,2	Libor-0,27	DEM	47,8	Libor-0,2125	2000	188
6.feb.	USD	60,9	Libor-0,285	CHF	78,3	5,42	2004	365
7.feb.	USD	50,0	Libor-0,28	DEM	75,9	7,30	2001	299
7.feb.	USD	64,0	Libor-0,28	DEM	97,1	Libor-0,23	2001	383
8.feb.	USD	62,9	Libor-0,23	DEM	95,5	Libor-0,1825	2001	377
24.mar.	DEM	97,1	Libor+0,03	DEM	97,1	6,99	2000	382
5.apr.	DEM	75,0	Libor	DEM	75,0	5,73	1997	295
19.apr.	USD	68,8	Libor-0,40	DKK	369,6	Cibor-0,3625	1997	370
26.apr.	USD	56,7	Libor-0,15	DEM	78,3	Libor-0,10	1999	308
11.maj	DEM	60,0	Libor-0,15	DEM	60,0	6,925	2004	235
11.maj	DEM	50,6	Libor-0,1775	DEM	50,6	6,56	2001	198
24.maj	USD	69,6	Libor-0,20	CHF	83,9	4,925	2005	398
24.maj	USD	85,0	Libor-0,105	USD	85,0	Libor-0,19	1997	480
13.jun.	JPY	17.000,0	8,00 ¹⁾	USD	217,0	Libor-0,15	2000	1.185
13.jun.	USD	102,5	Libor	DKK	559,9	Cibor+0,0425	2000	560
5.jul.	JPY	16.650,0	4,40	USD	213,5	Libor-0,17	1998	1.169
5.jul.	JPY	16.650,0	4,40	USD	213,5	Libor-0,17	1998	1.169
7.jul.	USD	15,0	Libor-0,0625	USD	15,0	6,75	1997	83
7.jul.	USD	24,5	Libor	JPY	2.000,0	3,20	1997	135
10.jul.	USD	25,0	Libor	JPY	2.000,0	4,625	1998	138
11.jul.	USD	52,0	Libor-0,01	JPY	4.000,0	5,25	1998	286
11.jul.	USD	100,9	Libor-0,2375	DKK	550,0	Cibor-0,2125	1998	550
17.jul.	JPY	20.000,0	4,25	USD	250,0	Libor-0,05	1998	1.349
18.jul.	USD	19,0	Libor-0,04	USD	19,0	7,875	1998	105

Bilagstabel 4 - fortsat

Accept- dato	Der modtages			Der betales			Ud- løbsår	Beløb i mill.kr.
	Valuta	Mill.	Rente	Valuta	Mill.	Effektiv rente i pct. p.a.		

Tabel F - fortsat

18.jul.	USD	22,5	Libor-0,02	JPY	2.000,0	4,625	1998	124
19.jul.	USD	37,5	Libor-0,02	JPY	3.300,0	5,125	1998	207
7.nov.	DEM	78,3	Libor-0,10	DEM	78,3	4,27	1997	303
22.nov.	USD	54,2	Libor-0,20	DKK	295,7	5,44	1997	296
22.nov.	USD	54,2	Libor-0,20	DKK	295,7	Cibor-0,18	1997	296
12.dec. ²⁾	USD	60,9	Libor-0,23	USD	60,9	Libor-0,23	2000	342
Total								12.990

¹⁾ Kuponen betales i AUD.

²⁾ Swappen har til formål at tilpasse rentedatoer.

G. A/S Øresundsforbindelsen: Udenlandsk låntagning i 1995.

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.dec. 1994	LUF + swap til USD	2.000,0	8,00	2002	Banque Internationale à Luxembourg	Libor-0,20	370
23.maj ¹⁾	JPY + swap til USD	2.000,0	²⁾	2010	Nikko Europe Plc	Libor-0,18	130
1.jun.	LUF + swap til USD ³⁾ + swap til JPY + swap til JPY	2.000,0	7,00	2002	Banque Internationale à Luxembourg	Libor-0,20 Libor-0,255 2,65	163 208
29.aug.	DKK + swap	400,0	7,50	2001	Unibank	Cibor-0,14	400
Total							1.271

¹⁾ Step-Up Reverse Dual Currency.

²⁾ 1995 til 2000: 4,00 pct. p.a. i JPY.

2001 til 2010: 4,50 pct. p.a. i DEM.

³⁾ LUF 2.000 mill. blev swappet til USD 68,2 mill. Heraf blev USD 30 mill. swappet til JPY 2.640 mill. til variabel rente og USD 38,2 mill. til JPY 3.358,6 mill. til fast rente.

H. A/S Øresundsforbindelsen: Isolerede swaptransaktioner i 1995.

Accept-dato	Der modtages			Der betales			Udløbsår	Beløb i mill.kr.
	Valuta	Mill.	Rente	Valuta	Mill.	Effektiv rente i pct. p.a.		
12.jan.	USD	25,0	Libor-0,20	DEM	38,2	Libor-0,1425	2002	151
16.mar.	DEM	38,2	Libor-0,1425	DEM	38,2	Struktureret	2000	152
28.apr.	CHF	50,0	Libor	CHF	50,0	4,70	1999	238
12.jul.	USD	36,8	Libor-0,20	DKK	201,5	Cibor-0,1775	2002	202
9.okt.	CHF	25,0	Libor	CHF	25,0	Libor-0,33 ¹⁾	1997	121
7.nov.	USD	47,5	Libor-0,14	DEM	67,1	²⁾	2004	260
10.dec.	DKK	178,7	Cibor-0,35	DKK	178,7	³⁾	2005	179
Total								1.303

¹⁾ Fastsat bagud.²⁾ 29. december 1995 til 29. december 2000: 5,02 pct., men hvis 6 mdr. DEM-Libor $\geq$ 8 pct., da 6 mdr. DEM-Libor-0,60.

29. december 2000 til 29. juni 2004: 6 mdr. DEM-Libor-0,10.

³⁾ 3,3268 pct. i realrente. Hovedstolene på både aktiv- og passivbenet amortiseres over løbetiden.*I. Øresundskonsortiet: Udenlandsk låntagning i 1995.*

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.dec. 1994	SEK + swap + swap til USD + swap til DKK	300,0	0,00	2000	Svenska Handelsbanken	Stibor-0,27 Libor-0,25 Cibor-0,195	145
16.jan.	SEK + swap + swap til DEM	337,3	0,00	2000	Skandinaviska Enskilda Banken	Stibor-0,27 Libor-0,20	161
3.mar.	SEK ¹⁾ + swap til USD + swap til DKK + swap til JPY	300,0	Stibor -0,25	2000	Nordbanken	Libor-0,23 Cibor-0,18 3,65	238
30.mar.	SEK + swap ²⁾ + swap til CHF + swap til CHF	300,0	11,15	1999	Skandinaviska Enskilda Banken	Stibor-0,20 4,68 Libor-0,114	224

Bilagstabel 4 - fortsat

Accept-dato	Valuta	Beløb mill.	Kupon pct. p.a.	Udløbs-år	Ledende Bank/Långiver	Effektiv rente i pct. p.a.	Udbetalt beløb i mill.kr.
<i>Tabel I - fortsat</i>							
2.maj	SEK	900,0	0,00	2005	Svenska Handelsbanken		
	+ swap					Stibor-0,18	
	+ swap til USD					Libor -0,145	
	+ swap til DKK					Cibor-0,1125	226
11.sep. ³⁾⁴⁾	JPY	5.000,0	3,30	2005	Industrial Bank of Japan		
	+ swap til JPY ⁵⁾						276
16.okt. ³⁾	JPY	10.000,0	7)	2015	Morgan Stanley Bank		
	+ swap til USD					Libor-0,18	551
3.okt. ³⁾	DEM	100,0	8)	2000	Morgan Stanley Bank		379
9.nov.	LUF	2.000,0	6,125	2001	Banque et Caisse d'Epargne de l'Etat	Bibor-0,20	385
Total							2.585

¹⁾ Af SEK 300 mill. blev SEK 150 mill. swappet til USD 20,4 mill. til variabel rente (og derefter til DKK 118,8 mill. til variabel rente), og SEK 150 mill. blev swappet til JPY 1.936,5 mill. til fast rente.

²⁾ Af SEK 300 mill. blev SEK 150 mill. swappet til CHF 23 mill. til fast rente, og SEK 150 mill. blev swappet til CHF 23 mill. til variabel rente.

³⁾ Udstedt under Øresundskonsortiets EMTN-program.

⁴⁾ Lånet kan førtidsindfries af Øresundskonsortiet pr. 9. april 1996.

⁵⁾ Swappen kan førtidsindfries af swapmodparten pr. 9. april 1996.

⁶⁾ 6. oktober 1995 til 9. april 1996: JPY-Libor-0,30.

9. april 1996 til 6. oktober 2005: JPY-Libor-0,25.

⁷⁾ Enten AUD 7.645.537 eller DEM 7.475.317 som årlig rentebetaling (dvs. Øresundskonsortiet har call-option).

⁸⁾ Struktureret.

J. Øresundskonsortiet: Isolerede swaptransaktioner i 1995.

Accept-dato	Der modtages			Der betales			Udløbsår	Beløb i mill.kr.
	Valuta	Mill.	Rente	Valuta	Mill.	Effektiv rente i pct. p.a.		
12.dec. 1994 ¹⁾	SEK	100,0	11,36	SEK	100,0	Stibor	1998	82
7.feb. ²⁾	DEM	29,8	7,40	CHF	25,0	5,40	2000	117 ³⁾
13.jul. ⁴⁾	DEM	40,6	Libor-0,20	DEM	40,6	5,48	2000	158
21.jul.	SEK	305,0	Faste beløb ⁵⁾	DKK	228,8	Faste beløb ⁵⁾	2000	229
2.aug.	DKK	145,1	Cibor-0,195	DKK	145,1	⁶⁾	2000	145
10.okt.	CHF	23,0	Libor	CHF	23,0	Libor-0,305 ⁷⁾	1997	110
9.nov.	SEK	1.477,0	Faste beløb	DKK	1.211,6	Faste beløb	2000	1.212
9.nov.	SEK	684,8	Faste beløb	DKK	561,8	Faste beløb	2001	562
16.nov.	BEF	1.000,0	Bibor	BEF	1.000,0	Bibor-0,40 ⁷⁾	1997	189

Accept- dato	Der modtages			Der betales			Ud- løbsår	Beløb i mill.kr.
	Valuta	Mill.	Rente	Valuta	Mill.	Effektiv rente i pct. p.a.		
Tabel J - fortsat								
21.nov.	USD	99,7	Libor-0,18	CHF	113,5	Libor-0,13	2005	544
28.nov.	CHF	50,0	Libor-0,13	CHF	50,0	⁸⁾	2000	241
Total								3.589

¹⁾ Indeholder en lang forwardstart pr. 16. november 1995. Termineret 18. september 1995.

²⁾ Solgt en swaption med exercisedato 14. august 1995. Swaptionen blev exerciset og termineret samme dag.

³⁾ Valutakurs pr. acceptdato.

⁴⁾ Modpart har ret til at terminere swappen 12. august 1998.

⁵⁾ En serie af nul kuponbetalinger.

⁶⁾ DEM-Libor+1,335 (betales i DKK).

⁷⁾ Fastsat bagud.

⁸⁾ Rentebetalingen afhænger af spredet mellem den 5-årige swaprente i henholdsvis CHF og DEM.

Bilagstabel 5.

Samtlige indenlandske statslån pr. 31. december 1995.¹⁾

Løbe- nr.	Pålydende rente	Titel ²⁾	Sidste termin	Udestående beløb pr. 31.dec.1995 (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	25.700,0
218	9	Stående lån 1998 Udstedt 2.jan.1989 - 29.jun.1990 og 2.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
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	14.915,0
265	6	Stående lån 1999 Udstedt 14.apr.1994 - 30.dec.1994 og 2.jan.1996 -	10.dec.1999	41.350,0
269	8	Stående lån 2006 Udstedt 5.dec.1994 -	15.mar.2006	52.760,0
272	8	Stående lån 2001 Udstedt 9.jan.1995 -	15.nov.2001	36.135,0
Serielån				
13	4,5	S 1997 Udstedt 10.dec.1952 - 12.sep.1958	15.okt.1997 ³⁾	26,3
14	5	S 2007 Udstedt 20.okt.1953 - 12.sep.1958	15.sep.2007 ³⁾	66,1

Bilagstabel 5 - fortsat

Løbe- nr.	Pålydende rente	Titel	Sidste termin	Udestående beløb pr. 31.dec.1995 (mill.DKK)
Fast forrentede obligationslån - fortsat				
16	4	S 2017 Udstedt 29.nov.1955 - 12.sep.1958	15.jun.2017 ³⁾	115,8
38	12	S 2001 Udstedt 6.okt.1980 - 9.maj 1983	15.feb.2001	16.065,0
56	10	S 1999 Udstedt 10.maj 1983 - 12.jul.1985	15.jul.1999	4.693,0
57	10	S 2004 Udstedt 10.maj 1983 - 30.aug.1985	15.okt.2004	8.532,0
85	10	S 2001 Udstedt 15.jul.1985 - 30.aug.1985	15.jul.2001	3,0
Uamortisable				
1	3,5	Dansk-Statsslån 1886 Udstedt 11.dec.1886	uamortisabelt ³⁾	46,2
80	5	Dansk Islandske Fond 1918 Udstedt 1.jun.1918	uamortisabelt	1,0
I alt fast forrentede obligationslån				466.608,4
Statsgældsbeviser				
259	6,00	Statsgældsbevis 1996 I Udstedt 1.jul.1993 - 30.jun.1994	10.feb.1996	19.128,0
262	5,25	Statsgældsbevis 1996 II Udstedt 3.jan.1994 - 30.jun.1994	10.aug.1996	18.170,0
267	6,25	Statsgældsbevis 1997 I Udstedt 1.jul.1994 - 30.dec.1994	10.feb.1997	18.317,0
271	7,00	Statsgældsbevis 1997 II Udstedt 4.jan.1995 - 29.dec.1995	15.aug.1997	35.682,0

Løbe- nr.	Pålydende rente	Titel	Sidste termin	Udestående beløb pr. 31.dec.1995 (mill.DKK)
Statsgældsbeviser - fortsat				
275	7,00	Statsgældsbevis 1998 I Udstedt 3.jul.1995 -	15.feb.1998	11.400,0
I alt statsgældsbeviser				102.697,0
Skatkammerbeviser				
273	0	Skatkammerbevis 1996 I Udstedt 3.apr.1995 - 2.okt.1995	2.jan.1996	20.111,0
274	0	Skatkammerbevis 1996 II Udstedt 3.jul.1995 -	1.apr.1996	23.153,0
276	0	Skatkammerbevis 1996 III Udstedt 2.okt.1995 -	1.jul.1996	15.121,0
I alt skatkammerbeviser				58.385,0
Variabelt forrentede obligationslån				
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				20.722,0
Præmieobligationslån				
11	3,5	Præmieobligationslån af 1948/98 Udstedt 20.jun.1948	20.jun.1998	100,0
15	4	Præmieobligationslån af 1954/99 Udstedt 7.okt.1954	1.okt.1999	100,0

Bilagstabel 5 - fortsat

Løbe- nr.	Pålydende rente	Titel	Sidste termin	Udestående beløb pr. 30.dec.1995 (mill.DKK)
Præmieobligationslån - fortsat				
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	100,0
21	7	Præmieobligationslån af 1969/2009 Udstedt 1.okt.1969	31.dec.2009	100,0
24	8	Præmieobligationslån af 1977/2002 I Udstedt 14.apr.1977 II Udstedt 3.jun.1977 III Udstedt 24.jun.1977 IV Udstedt 28.jul.1977 V Udstedt 30.aug.1977	15.feb.2002 15.maj 2002 15.jun.2002 15.jul.2002 15.aug.2002	100,0 100,0 100,0 100,0 100,0
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				649.612,4
XEU-lån				
249	8,5	Stående lån 1,3 mia.XEU 2002 Udstedt 24.apr.1992	24.apr.2002	9.244,4
Heraf opkøbt		(160 mill.XEU)		-1.137,8
I alt XEU-lån				8.106,6
Indenlandsk gæld, i alt				657.719,0

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 skatkammerbeviserne refererer datoerne til valørdato. For de papirer, der fortsat sælges i, er dette markeret med en "-" efter 1. udstedelsesdato. Visse papirer er kun solgt på en dato. For disse papirer er kun denne dato angivet.

³⁾ Kan indfries af staten med 3 måneders varsel.

Bilagstabel 6.

Samtlige udenlandske statslån pr. 31. december 1995.

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.1995 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1995 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
AUD-lån					
396	7,3	1989/96 AUD(rente af 1.068 mill.)/ JPY(hovedstol)	0,0	0,0	
-	7,3	1989/96 swap af rentebetaling af AUD 623,0 mill. til fast rente i JPY	-0,0	-0,0	
-	7,3	1989/96 swap af rentebetaling af AUD 445,0 mill. til variabel rente i DEM	-0,0	-0,0	
433	7	1990/97 AUD(rente af 124,6 mill.)/ JPY(hovedstol)	0,0	0,0	
-	7	1990/97 swap fra AUD rente af 124,6 mill. til variabel rente i USD	-0,0	-0,0	
651	0	1995/97 AUD(hovedstol)/JPY(rente)	395,5	1.632,6	
-	0	1995/97 swap til DEM med variabel rente	-395,5	-1.632,6	
I alt AUD			0,0	0,0	
BEF-lån					
619	0	1995/2003 swappet til variabel rente	-5.000,0	-942,7	
-	var.	1995/2003 swappet fra fast rente	2.705,3	510,0	
I alt BEF			-2.294,8	-432,7	
CAD-lån					
533	7,5	1993/96	300,0	1.219,8	
-	7,5	1993/96 swap til USD med variabel rente	-150,0	-609,9	
-	7,5	1993/96 swap til CHF med variabel rente	-150,0	-609,9	
535	7,5	1993/98 swappet til variabel rente	250,0	1.016,5	
-	var.	1993/98 swap til DEM med variabel rente	-250,0	-1.016,5	
554	6,625	1993/97	200,0	813,2	
-	6,625	1993/97 swap til DEM med variabel rente	-200,0	-813,2	
574	6,5	1993/99	250,0	1.016,5	
-	6,5	1993/99 swap til USD med variabel rente	-250,0	-1.016,5	
I alt CAD			0,0	0,0	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1995 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1995 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
CHF-lån					
141	7,7	EIB-lån, Farøbroerne 1982/97	7,6	36,5	(2)
163	6,45	EIB-lån, Farøbroerne 1982/97	6,7	32,5	(2)
164	6,45	EIB-lån, Farøbroerne, NIC 1982/97	9,0	43,5	(2)
179	6,6	EIB-lån, grønlandske pakhuse 1983/98	2,6	12,6	(2)
198	6,85	EIB-lån IV 1984/99	2,7	13,0	(2)
252	5,4	EIB-lån global XII 1986/96	0,8	3,8	(2)
313	0	1987/2002	100,0	482,2	
499	7,165	1992/97 swap fra DEM med fast rente	278,0	1.340,3	
533	var.	1993/96 swap fra CAD med fast rente	176,0	848,6	
-	var.	1993/96 swap fra USD med variabel rente	175,8	847,7	
540	var.	1993/98 swappet til fast rente	150,0	723,3	
547	4,75	1993/99	150,0	723,3	
549	var.	1993/98 swap fra GBP med fast rente	335,1	1.615,9	
550	4,8	1993/98 swap fra USD med fast rente	125,0	602,8	
551	4,5	1993/97	250,0	1.205,6	
559	4,25	1993/99	1.000,0	4.822,2	
581	var.	1993/96 swap fra USD med variabel rente	100,0	482,2	
I alt CHF			2.869,2	13.836,1	
DEM-lån					
140	9,8	EIB-lån, P&T kabelforbindelse 1982/97	0,3	1,0	(2)
164	8,5	EIB-lån, Farøbroerne, NIC 1982/97	17,7	68,4	(2)
341	6,29	1987/97 swappet fra variabel rente	100,0	387,2	
-	var.	1987/97 swappet til fast rente	-100,0	-387,2	
343	var.	1987/97 swappet fra fast rente	50,0	193,6	
-	6,3	1987/97 swappet til variabel rente	-50,0	-193,6	
-	var.	1987/97 swappet fra fast rente	50,0	193,6	
-	6,725	1987/97 swappet til variabel rente	-50,0	-193,6	
347	var.	1987/96 swappet fra fast rente	100,0	387,2	
-	6,64	1987/96 swappet til variabel rente	-100,0	-387,2	
350	var.	1987/97 swappet fra fast rente	100,0	387,2	
-	6,6	1987/97 swappet til variabel rente	-100,0	-387,2	
396	var.	1989/96 swap fra JPY(hovedstol)/ AUD(rente) med fast rente	636,9	2.466,3	
484	8,79	1991/97 swappet fra variabel rente	100,0	387,2	
-	var.	1991/97 swappet til fast rente	-100,0	-387,2	
498	8,25	1992/97	500,0	1.936,2	
499	8,3	1992/97 swap til CHF med fast rente	-300,0	-1.161,7	

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1995 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1995 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
DEM-lån - fortsat					
507	8,93	1992/96 swappet fra variabel rente	100,0	387,2	
-	var.	1992/96 swappet til fast rente	-100,0	-387,2	
508	8,93	1992/96 swappet fra variabel rente	100,0	387,2	
-	var.	1992/96 swappet til fast rente	-100,0	-387,2	
509	8,345	1992/2002 swappet fra variabel rente	100,0	387,2	
-	var.	1992/2002 swappet til fast rente	-100,0	-387,2	
512	8,3	1992/2002 swappet fra variabel rente	100,0	387,2	
-	var.	1992/2002 swappet til fast rente	-100,0	-387,2	
515	8,285	1992/2002 swappet fra variabel rente	50,0	193,6	
-	var.	1992/2002 swappet til fast rente	-50,0	-193,6	
516	8,31	1992/2002 swappet fra variabel rente	50,0	193,6	
-	var.	1992/2002 swappet til fast rente	-50,0	-193,6	
524	8,03	1992/2002 swappet fra variabel rente	100,0	387,2	
-	var.	1992/2002 swappet til fast rente	-100,0	-387,2	
528	7,94	1992/2001 swappet fra variabel rente	100,0	387,2	
-	var.	1992/2001 swappet til fast rente	-100,0	-387,2	
534	var.	1993/98 swap fra USD med variabel rente	1.651,7	6.396,0	
535	var.	1993/98 swap fra CAD med variabel rente	323,1	1.251,2	
536	6,35	1993/98 swappet fra variabel rente	100,0	387,2	
-	var.	1993/98 swappet til fast rente	-100,0	-387,2	
537	6,125	1993/98	2.000,0	7.744,8	
539	6,55	1993/98 swappet fra variabel rente	100,0	387,2	
-	var.	1993/98 swappet til fast rente	-100,0	-387,2	
542	6,65	1993/98 swappet fra variabel rente	50,0	193,6	
-	var.	1993/98 swappet til fast rente	-50,0	-193,6	
543	6,64	1993/98 swappet fra variabel rente	100,0	387,2	
-	var.	1993/98 swappet til fast rente	-100,0	-387,2	
544	6,65	1993/98 swappet fra variabel rente	100,0	387,2	
-	var.	1993/98 swappet til fast rente	-100,0	-387,2	
545	6,61	1993/98 swappet fra variabel rente	100,0	387,2	
-	var.	1993/98 swappet til fast rente	-100,0	-387,2	
546	6,6	1993/98 swappet fra variabel rente	100,0	387,2	
-	var.	1993/98 swappet til fast rente	-100,0	-387,2	
553	var.	1993/97 swap fra USD med fast rente	420,8	1.629,4	
554	var.	1993/97 swap fra CAD med fast rente	265,0	1.026,2	
556	6,1811	1993/98 swap fra NLG med fast rente	886,4	3.432,5	
557	6,2	1993/97 swappet fra variabel rente	100,0	387,2	
-	var.	1993/97 swappet til fast rente	-100,0	-387,2	
562	5,93	1993/97 swap fra USD med variabel rente	336,1	1.301,5	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1995 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1995 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
DEM-lån - fortsat					
563	5,8	1993/97 swap fra USD med variabel rente	167,0	646,7	
564	5,815	1993/97 swap fra USD med variabel rente	168,0	650,6	
566	5,83	1993/97 swap fra USD med variabel rente	198,0	766,7	
567	5,83	1993/97 swap fra USD med variabel rente	206,3	798,7	
568	5,785	1993/97 swap fra USD med variabel rente	329,5	1.276,0	
569	5,7575	1993/97 swap fra USD med variabel rente	88,9	344,1	
570	5,77	1993/97 swap fra USD med variabel rente	161,5	625,4	
572	6,07	1993/2000	9,7	37,6	
576	var.	1993/98 swap fra ESP med variabel rente	119,8	464,1	
577	5,43	1993/97 swap fra USD med variabel rente	160,7	622,3	
579	5,69	1993/99 swap fra USD med variabel rente	300,0	1.161,7	
591	var.	1994/96 swap fra GBP med fast rente	39,8	154,0	
616	var.	1995/97 swap fra USD med variabel rente	307,0	1.188,8	
620	0	1995/98	500,0	1.936,2	
621	6,125	1995/2000	500,0	1.936,2	
624	6,445	1995/2000 swappet fra variabel rente	100,0	387,2	
-	var.	1995/2000 swappet til fast rente	-100,0	-387,2	
626	6,23	1995/2000 swappet fra variabel rente	100,0	387,2	
-	var.	1995/2000 swappet til fast rente	-100,0	-387,2	
638	6,31	1995/2000 swappet fra variabel rente	100,0	387,2	
-	var.	1995/2000 swappet til fast rente	-100,0	-387,2	
639	6,305	1995/2000 swappet fra variabel rente	200,0	774,5	
-	var.	1995/2000 swappet til fast rente	-200,0	-774,5	
640	4,42	1995/97 swappet til variabel rente	25,0	96,8	
641	6,16	1995/2000 swappet fra variabel rente	100,0	387,2	
-	var.	1995/2000 swappet til fast rente	-100,0	-387,2	
642	6,1675	1995/2000 swappet fra variabel rente	200,0	774,5	
-	var.	1995/2000 swappet til fast rente	-200,0	-774,5	
643	6,33	1995/2001 swappet fra variabel rente	100,0	387,2	
-	var.	1995/2001 swappet til fast rente	-100,0	-387,2	
644	6,31	1995/2001 swappet fra variabel rente	100,0	387,2	
-	var.	1995/2001 swappet til fast rente	-100,0	-387,2	
645	0	1995/2000	200,0	774,5	
646	6,46	1995/2002 swappet fra variabel rente	100,0	387,2	
-	var.	1995/2002 swappet til fast rente	-100,0	-387,2	
647	6,44	1995/2002 swappet fra variabel rente	100,0	387,2	
-	var.	1995/2002 swappet til fast rente	-100,0	-387,2	
648	6,4	1995/2002 swappet fra variabel rente	100,0	387,2	
-	var.	1995/2002 swappet til fast rente	-100,0	-387,2	

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1995 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1995 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
DEM-lån - fortsat					
649	6,39	1995/2002 swappet fra variabel rente	100,0	387,2	
-	var.	1995/2002 swappet til fast rente	-100,0	-387,2	
650	5,73	1995/2000 swappet fra variabel rente	100,0	387,2	
-	var.	1995/2000 swappet til fast rente	-100,0	-387,2	
651	var.	1995/97 swap fra JPY(rente)/ AUD(hovedstol) med fast rente	417,1	1.615,0	
652	5,63	1995/2000 swappet fra variabel rente	200,0	774,5	
-	var.	1995/2000 swappet til fast rente	-200,0	-774,5	
653	5,645	1995/2000 swappet fra variabel rente	100,0	387,2	
-	var.	1995/2000 swappet til fast rente	-100,0	-387,2	
659	5,57	1995/2000 swappet fra variabel rente	100,0	387,2	
-	var.	1995/2000 swappet til fast rente	-100,0	-387,2	
667	0	1995/96 kort valutaswap fra USD	141,6	548,3	
668	0	1995/96 kort valutaswap fra USD	141,6	548,3	
669	0	1995/96 kort valutaswap fra USD	141,6	548,2	
670	0	1995/96 kort valutaswap fra USD	143,1	554,3	
671	0	1995/96 kort valutaswap fra USD	143,1	554,3	
672	0	1995/96 kort valutaswap fra USD	285,4	1.105,2	
673	0	1995/96 kort valutaswap fra USD	285,8	1.106,6	
674	0	1995/96 kort valutaswap fra USD	286,1	1.107,9	
675	0	1995/96 kort valutaswap fra USD	143,0	553,9	
676	0	1995/96 kort valutaswap fra USD	142,9	553,4	
677	0	1995/96 kort valutaswap fra USD	143,2	554,6	
678	0	1995/96 kort valutaswap fra USD	143,2	554,5	
679	5,02	1995/99 swappet fra variabel rente	100,0	387,2	
-	var.	1995/99 swappet til fast rente	-100,0	-387,2	
680	5,045	1995/99 swappet fra variabel rente	100,0	387,2	
-	var.	1995/99 swappet til fast rente	-100,0	-387,2	
681	5,015	1995/99 swappet fra variabel rente	100,0	387,2	
-	var.	1995/99 swappet til fast rente	-100,0	-387,2	
682	5,02	1995/99 swappet fra variabel rente	100,0	387,2	
-	var.	1995/99 swappet til fast rente	-100,0	-387,2	
I alt DEM			12.776,7	49.476,4	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1995 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1995 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
DKK-lån					
1	3	1894 uamortisabelt (5)	66,3	66,3	
2	3,5	1901 uamortisabelt (5)	30,7	30,7	
3	3,5	1909 uamortisabelt (5)	40,3	40,3	
I alt DKK			137,3	137,3	
ESP-lån					
576	var.	1993/98	9.776,0	446,6	
-	var.	1993/98 swap til DEM med variabel rente	-9.776,0	-446,6	
I alt ESP			0,0	0,0	
FRF-lån					
224	12,9	EIB-lån, DSB 1984/99	36,8	41,7	(2)
390	9	1989/96	1.000,0	1.132,6	
420	0	1990/2005	1.000,0	1.132,6	
445	var.	1990/96 swappet fra fast rente	1.000,0	1.132,6	
-	10,8	1990/96 swappet til variabel rente	-1.000,0	-1.132,6	
471	0	1990/2005	5.000,0	5.663,0	
-	0	1990/2005 swappet til variabel	-3.000,0	-3.397,8	
-	var.	1990/2005 swappet fra fast rente	864,7	979,4	
-	0	1990/2005 værdiregulering ved genudlån til Storebælt	-2.000,0	-2.265,2	
-	0	1990/2005 værdiregulering ved genudlån til Storebælt	447,3	506,6	
514	var.	1992/2002 swappet fra fast rente	250,0	283,2	
-	9,43	1992/2002 swappet til variabel rente	-250,0	-283,2	
575	5,5	1993/99	7.000,0	7.928,2	
I alt FRF			10.348,9	11.721,1	
GBP-lån					
120	13	1980/2005	31,8	272,5	
138	12,25	EIB-lån, Jakobshavn Lufthavn 1982/97	0,5	4,6	(2)
247	11,55	EIB-lån, DSB 1985/2000	5,1	43,9	(2)
359	8,67	1988/98	43,0	368,5	
-	8,67	1988/98 swap til USD med variabel rente	-43,0	-368,5	
407	11,625	1990/2000	100,0	857,0	
-	11,625	1990/2000 swap til USD med variabel rente	-75,0	-642,7	

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1995 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1995 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
GBP-lån - fortsat					
407	11,625	1990/2000 swap til USD med variabel rente	-25,0	-214,2	
541	7,15	EIB-lån, DSB Elektrificering II 2 (ED) 1993/98	121,7	1.042,5	
548	7,5	EIB-lån, Danske Motorveje 2 (ED) 1993/98	28,4	243,0	
549	7,15	1993/98 swap til CHF med variabel rente	-150,0	-1.285,5	
558	6,75	1993/98	800,0	6.855,8	
-	var.	1993/98	500,0	4.284,9	
591	0	1994/96	16,0	137,1	
-	0	1994/96 swap til DEM med variabel rente	-16,0	-137,1	
625	7,725	1995/98 swappet fra variabel rente	50,0	428,5	
-	var.	1995/98 swappet til fast rente	-50,0	-428,5	
I alt GBP			1.337,4	11.461,5	

JPY-lån

130	9,3	EIB-lån, Grønlands telekommunikation 1981/96	105,6	5,7	(2)
245	7,5	1985/97 JPY(rente af 11.000 mill.)/ USD(hovedstol)	0,0	0,0	
-	7,5	1985/97 swap af JPY rentebetaling til USD rentebetaling	-0,0	-0,0	
254	6,375	1986/96	10.000,0	538,7	
-	6,375	1986/96 swap til USD med fast rente	-10.000,0	-538,7	
295	9	1986/96 JPY(hovedstol)/NZD(hovedstol/ rente) swap til USD med variabel rente	-12.800,0	-689,5	
391	5,375	1989/96	16.600,0	894,3	
-	9	1989/96 JPY(hovedstol)/NZD(hovedstol/ rente) swap fra USD med variabel rente	12.800,0	689,5	
396	0	1989/96 JPY(hovedstol)/AUD(rente)	120.240,0	6.477,4	
-	0	1989/96 swap af AUD rentebetaling til JPY med fast rente	-70.140,0	-3.778,5	
-	5,4833	1989/96 swap fra AUD rentebetaling med fast rente	70.000,0	3.771,0	
-	0	1989/96 swap fra JPY(hovedstol)/ AUD(rente) til DEM med variabel rente	-50.100,0	-2.698,9	
433	0	1990/97 JPY(hovedstol)/AUD(rente)	15.000,0	808,1	
-	0	1990/97 swap fra JPY(hovedstol) til USD med variabel rente	-15.000,0	-808,1	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1995 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1995 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
JPY-lån - fortsat					
479	7,5	1991/97 swap fra USD (52 mill.) med variabel rente	0,0	0,0	
486	var.	1991/98 swappet fra fast rente	10.000,0	538,7	
-	6,265	1991/98 swappet til variabel rente	-10.000,0	-538,7	
560	var.	1993/2000 swappet til variabel rente	10.000,0	538,7	
586	struk.	1994/98 swappet til variabel rente	9.940,0	535,5	
588	var.	1994/97 swappet til variabel rente	2.000,0	107,7	
603	0	1994/96	25.000,0	1.346,8	
-	3	1994/97 swappet til variabel rente	24.922,5	1.342,6	
607	3,4	1994/96 swappet til variabel rente	10.000,0	538,7	
622	4,35	1995/96	2.000,0	107,7	
623	4,807	1995/96	2.600,0	140,1	
651	5,75	1995/97 JPY(rente af JPY 30.000 mill.)/ AUD(hovedstol)	0,0	0,0	
-	5,7615	1995/97 swap fra JPY rente af 30.000 mill. til DEM med variabel rente	-0,0	-0,0	
I alt JPY			173.168,1	9.328,7	
LUF-lån					
138	13	EIB-lån, Jakobshavn Lufthavn 1982/97	42,3	8,0	(2)
163	12,75	EIB-lån, Farøbroerne 1982/97	386,7	72,9	(2)
179	10,4	EIB-lån, grønlandske pakhuse 1983/98	65,7	12,4	(2)
252	9,55	EIB-lån global XII 1986/96	19,7	3,7	(2)
619	0	1995/2003	5.000,0	942,7	
I alt LUF			5.514,3	1.039,7	
NLG-lån					
140	11,25	EIB-lån, P&T kabelforbindelse 1982/97	1,1	3,9	(2)
141	11,4	EIB-lån, Farøbroerne 1982/97	10,0	34,7	(2)
211	9,5	1984/2004	56,3	194,6	(4)
224	8,15	EIB-lån, DSB 1984/99	54,4	188,1	(2)
227	8,375	1985/2000	30,5	105,5	(4)
265	6,5	1986/96	250,0	864,9	
556	6,125	1993/98	1.000,0	3.459,5	
-	6,125	1993/98 swap til DEM med fast rente	-1.000,0	-3.459,5	
I alt NLG			402,3	1.391,6	

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1995 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1995 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
NZD-lån					
295	9	1986/96 NZD(hovedstol/rente)/JPY(hoved- stol) swap til USD med variabel rente	-39,2	-141,9	
391	9	1989/96 NZD(hovedstol/rente)/JPY(hoved- stol) swap fra USD med variabel rente	39,2	141,9	
I alt NZD			0,0	0,0	
USD-lån					
148	9,25	CECA IV 1978/97	8,2	45,3	(3)
245	0	1985/97 USD(hovedstol)/JPY(rente)	57,4	318,2	
-	9,4677	1985/97 swap fra JPY rentebetaling swappet til variabel rente	-21,7	-120,6	
254	8,795	1986/96 swap fra JPY med fast rente	50,0	277,3	
263	0	1986/98 swappet til variabel rente	95,4	528,9	
273	var.	1986/96 floating rate notes swappet til anden variabel rente	1.000,0	5.546,0	
281	7,25	1986/96 swappet til variabel rente	11,0	61,0	
-	7,25	1987/96 swappet til variabel rente	96,0	532,4	
295	var.	1986/96 swap fra JPY(hovedstol)/ NZD(hovedstol/rente) med fast rente	78,8	436,9	
306	7,75	1986/96	300,0	1.663,8	
359	var.	1988/98 swap fra GBP med fast rente	75,7	419,7	
391	var.	1989/96 swap til NZD(hovedstol/rente)/ JPY(hovedstol) med fast rente	-117,3	-650,5	
407	var.	1990/2000 swap fra GBP med fast rente	123,3	683,6	
-	var.	1990/2000 swap fra GBP med fast rente	41,1	227,9	
433	var.	1990/97 swap fra JPY(hovedstol)/ AUD(rente) med fast rente	93,4	518,0	
479	var.	1991/97 swap til JPY (9.000 mill.) med fast rente	-5,1	-28,0	
492	6,375	1992/97 swappet til variabel rente	200,0	1.109,2	
513	4,9	1992/96 swappet til variabel rente	100,0	554,6	
-	5,4	1992/97 swappet til variabel rente	100,0	554,6	
525	5,5	1992/97	500,0	2.773,0	
533	var.	1993/96 swap fra CAD med fast rente	118,1	654,8	
-	var.	1993/96 swap til CHF med variabel rente	-118,1	-654,8	
534	5,75	1993/98 swappet til variabel rente	1.000,0	5.546,0	
-	var.	1993/98 swap til DEM med variabel rente	-1.000,0	-5.546,0	
550	var.	1993/98 swap til CHF med fast rente	-87,2	-483,8	

Bilagstabel 6 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1995 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1995 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
USD-lån - fortsat					
553	4,75	1993/97	350,0	1.941,1	
-	4,75	1993/97 swap til DEM med variabel rente	-250,0	-1.386,5	
-	4,75	1993/97 swappet til variabel rente	-100,0	-554,6	
-	var.	1993/97 swappet fra fast rente	100,0	554,6	
561	var.	1993/97	1.000,0	5.546,0	
562	var.	1993/97 swap til DEM med fast rente	-200,0	-1.109,2	
563	var.	1993/97 swap til DEM med fast rente	-100,0	-554,6	
564	var.	1993/97 swap til DEM med fast rente	-100,0	-554,6	
566	var.	1993/97 swap til DEM med fast rente	-120,0	-665,5	
567	var.	1993/97 swap til DEM med fast rente	-125,0	-693,3	
568	var.	1993/97 swap til DEM med fast rente	-200,0	-1.109,2	
569	var.	1993/97 swap til DEM med fast rente	-55,0	-305,0	
570	var.	1993/97 swap til DEM med fast rente	-100,0	-554,6	
574	var.	1993/99 swap fra CAD med fast rente	187,5	1.039,9	
577	var.	1993/97 swap til DEM med fast rente	-100,0	-554,6	
579	var.	1993/99 swap til DEM med fast rente	-187,5	-1.039,9	
581	var.	1993/96 swap til CHF med variabel rente	-66,5	-368,9	
587	struk.	1994/97 swappet til variabel rente	20,0	110,9	
598	6,8	1994/99 swappet til variabel rente	48,8	270,4	
600	struk.	1994/96 swappet til variabel rente	30,0	166,4	
615	8	1995/97 swappet til variabel rente	200,0	1.109,2	
616	var.	1995/97 swap til DEM med variabel rente	-200,0	-1.109,2	
617	var.	1995/97 swap til XEU med variabel rente	-72,6	-402,6	
667	0	1995/96 kort valutaswap til DEM	-100,0	-554,6	
668	0	1995/96 kort valutaswap til DEM	-100,0	-554,6	
669	0	1995/96 kort valutaswap til DEM	-100,0	-554,6	
670	0	1995/96 kort valutaswap til DEM	-100,0	-554,6	
671	0	1995/96 kort valutaswap til DEM	-100,0	-554,6	
672	0	1995/96 kort valutaswap til DEM	-200,0	-1.109,2	
673	0	1995/96 kort valutaswap til DEM	-200,0	-1.109,2	
674	0	1995/96 kort valutaswap til DEM	-200,0	-1.109,2	
675	0	1995/96 kort valutaswap til DEM	-100,0	-554,6	
676	0	1995/96 kort valutaswap til DEM	-100,0	-554,6	
677	0	1995/96 kort valutaswap til DEM	-100,0	-554,6	
678	0	1995/96 kort valutaswap til DEM	-100,0	-554,6	
I alt USD			1.158,4	6.424,7	

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1995 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1995 (mill.kr.) (1)	Af- drags- form
XEU-lån					
316	7,75	1987/97	50,0	355,6	
375	7,9	EIB-lån global XIV 1988/98	2,2	15,4	
506	var.	1992/96 swappet fra fast rente	100,0	711,1	
-	10	1992/96 swappet til variabel rente	-100,0	-711,1	
510	var.	1992/2002 swappet fra fast rente	50,0	355,6	
-	9,73	1992/2002 swappet til variabel rente	-50,0	-355,6	
511	var.	1992/2002 swappet fra fast rente	50,0	355,6	
-	9,69	1992/2002 swappet til variabel rente	-50,0	-355,6	
518	var.	1992/2002 swappet fra fast rente	50,0	355,6	
-	9,63	1992/2002 swappet til variabel rente	-50,0	-355,6	
519	var.	1992/2002 swappet fra fast rente	50,0	355,6	
-	9,63	1992/2002 swappet til variabel rente	-50,0	-355,6	
520	var.	1992/2002 swappet fra fast rente	50,0	355,6	
-	9,61	1992/2002 swappet til variabel rente	-50,0	-355,6	
521	var.	1992/99 swappet fra fast rente	50,0	355,6	
-	9,72	1992/99 swappet til variabel rente	-50,0	-355,6	
522	var.	1992/2002 swappet fra fast rente	100,0	711,1	
-	9,29	1992/2002 swappet til variabel rente	-100,0	-711,1	
523	var.	1992/2002 swappet fra fast rente	50,0	355,6	
-	9,33	1992/2002 swappet til variabel rente	-50,0	-355,6	
529	var.	1992/2002 swappet fra fast rente	25,0	177,8	
-	9,38	1992/2002 swappet til variabel rente	-25,0	-177,8	
530	var.	1992/2002 swappet fra fast rente	25,0	177,8	
-	9,4	1992/2002 swappet til variabel rente	-25,0	-177,8	
538	4,19	1993/2008 swappet til variabel rente	52,6	373,8	
552	6,75	1993/96	250,0	1.777,8	
597	6,65	EIB-lån, Danske Motorveje 2 B 1994/99	40,0	284,4	
617	var.	1995/97 swap fra USD med variabel rente	58,5	415,8	
618	6,75	1995/96 swappet til variabel rente	500,0	3.555,6	
I alt XEU			953,2	6.778,4	
Beholdning af egne obligationer				-5.516,0	
Udenlandsk statsgæld i alt				105.646,8	

(1) Det udestående beløb pr. 31. december 1995 er udregnet efter følgende kurser pr. 29. december 1995 som kurs pr. 100 enheder: AUD = 412,84, BEF = 18,854, CAD = 406,60, CHF = 482,22, DEM = 387,24, ESP = 4,568, FRF = 113,26, GBP = 856,97, JPY = 5,3871, LUF = 18,854, NLG = 345,95, NZD = 362,49, USD = 554,60, XEU = 711,11.

Bilagstabel 6 - fortsat

- (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) 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 1995.

Mia.kr.	Fast forrentet			Variabelt forrentet			I alt			
	Renter	Afdrag	Total	Renter ¹⁾	Afdrag	Total	Renter	Afdrag	Total	FEKT ²⁾
1996	45,2	130,4	175,6	1,1	3,9	4,9	46,3	134,3	180,5	4,5
1997	40,1	58,8	98,9	0,7	6,5	7,1	40,8	65,3	106,0	2,3
1998	35,9	75,8	111,7	0,3	6,1	6,4	36,2	81,9	118,1	2,7
1999	29,2	46,3	75,5	0,3	4,3	4,6	29,5	50,6	80,1	4,4
2000	26,2	62,8	89,0	0,0	0,0	0,0	26,2	62,8	89,0	3,7
2001	20,5	39,8	60,2	0,0	0,0	0,0	20,5	39,8	60,2	1,6
2002	17,1	10,7	27,8	0,0	0,0	0,0	17,1	10,7	27,8	0,3
2003	16,2	70,0	86,2	0,0	0,0	0,0	16,2	70,0	86,2	3,8
2004	10,6	75,5	86,1	0,0	0,0	0,0	10,6	75,5	86,1	1,8
2005	5,3	0,3	5,6	0,0	0,0	0,0	5,3	0,3	5,6	0,0
2006	5,3	52,8	58,0	0,0	0,0	0,0	5,3	52,8	58,0	1,8
2007	1,0	0,0	1,1	0,0	0,0	0,0	1,0	0,0	1,1	0,0
2008	1,0	0,0	1,1	0,0	0,0	0,0	1,0	0,0	1,1	0,0
2009	1,0	0,0	1,1	0,0	0,0	0,0	1,0	0,0	1,1	0,0
2010	1,0	0,0	1,1	0,0	0,0	0,0	1,0	0,0	1,1	0,0
2011	1,0	0,0	1,1	0,0	0,0	0,0	1,0	0,0	1,1	0,0
2012	1,0	0,0	1,1	0,0	0,0	0,0	1,0	0,0	1,1	0,0
2013	1,0	0,0	1,1	0,0	0,0	0,0	1,0	0,0	1,1	0,0
2014	1,0	0,0	1,1	0,0	0,0	0,0	1,0	0,0	1,1	0,0
2015	1,0	0,0	1,1	0,0	0,0	0,0	1,0	0,0	1,1	0,0
2016	1,0	0,0	1,1	0,0	0,0	0,0	1,0	0,0	1,1	0,0
2017	1,0	0,1	1,1	0,0	0,0	0,0	1,0	0,1	1,1	0,0
2018	1,0	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0	1,0	0,0	1,0	0,0
2019	1,0	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0	1,0	0,0	1,0	0,0
2020	1,0	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0	1,0	0,0	1,0	0,0
2021	1,0	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0	1,0	0,0	1,0	0,0
2022	1,0	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0	1,0	0,0	1,0	0,0
2023	1,0	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0	1,0	0,0	1,0	0,0
2024	1,0	14,9	16,0	0,0	0,0	0,0	1,0	14,9	16,0	2,6

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

¹⁾ Beregnet med rentesatser pr. 29. december 1995.

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 1995.¹⁾

Mia.kr.	Renter	Afdrag ²⁾	Total
1996	5,7	27,3	33,0
1997	4,4	23,2	27,6
1998	3,0	36,7	39,7
1999	1,2	15,2	16,4
2000	0,4	4,1	4,5
2001	0,1	-0,1	0,0
2002	0,1	0,1	0,3
2003	0,2	0,1	0,3
2004	0,2	-0,4	-0,2
2005	0,2	4,8	5,0
2006	0,0	0,0	0,0
2007	0,0	0,1	0,1
2008	0,0	0,1	0,1

¹⁾ Rentesatser og valutakurser pr. 29. december 1995.

²⁾ Beholdninger af egne obligationer er ikke trukket fra.

Bilagstabel 9.

Locationswap-ordningens sammensætning pr. 31. december 1995.

Løbenr.	Pålyden- de rente	Papir	Beløb ultimo 1994 mill.kr.	Bevægelser i 1995 mill.kr.	Beløb ultimo 1995 mill.kr.
254	9,25	Statsgældsbevis 1995 II	1.000	-1.000	0
232	9	Stående lån 1995	1.000	-1.000	0
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
271	7,00	Statsgældsbevis 1997 II	0	+2.000	2.000
275	7,00	Statsgældsbevis 1998 I	0	+2.000	2.000
218	9	Stående lån 1998	2.000	-	2.000
265	6	Stående lån 1999	2.000	-	2.000
226	9	Stående lån 2000	2.000	-	2.000
272	8	Stående lån 2001	0	+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			21.000	+4.000	25.000

Note: Bevægelser i 1995 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 der 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. Arbitrage giver en tendens til prisudligning. 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 procentpoint, dvs. 0,01 procentpoint. Anvendes især for renter.

Benchmark:

Benyttes om en obligation, der er toneangivende på obligationsmarkedet, og i forhold til hvilken andre obligationer prisfastsættes.

Bid/offer price:

Køber-/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.

Cibor:

Copenhagen Inter Bank Offered Rate: Tilbudt udlånsrente for en periode af 1, 2, 3, 4, 5, 6, 9 eller 12 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 månedligt 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 mindst CIRR-renten, ikke kunne betragtes som subsidieret långivning.

Commercial papers (CP):

Betegnelsen bruges først og fremmest om korte gældsbeviser i USA, hvor løbetiden kan variere fra 1 til 270 dage, men commercial papers kan også udstedes på andre nationale markeder og på euromarkedet (**Euro commercial paper**) med løbetider 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.

Dual currency loan:

Obligation, denomineret i en valuta, hvor en del af ydelsen (renter eller afdrag) sker i en anden valuta.

ECB:

Den Europæiske Centralbank. ECB skal føre møntunionens monetære politik i 3. fase af ØMU'en. Den fælles centralbank vil i 3. fase af ØMU'en blive ledet af et såkaldt Styrelsesråd bestående af de deltagende landes centralbankchefer og ECB's direktionens 4-6 medlemmer. Formanden for ECB's direktion er samtidig formand for Styrelsesrådet.

ECU:

European Currency Unit (ISO-møntkode XEU) er en såkaldt valutakurv. Den er fastsat af EU ved en rådsbeslutning og anvendes som regningsenhed i EU og som reservenhed i EMS-centralbankerne. 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. ecu's nuværende sammensætning blev fastsat i september 1989 og er følgende:

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

ecu-kurvens sammensætning er blevet fastlåst ved Maastricht-traktatens ikrafttræden den 1. november 1993. I Maastricht-traktaten benævnes den fælles valuta, der skal gælde i 3. fase af ØMU'en ecu. På EU-topmødet i Madrid i december 1995 besluttedes det at navngive den fælles valuta "euro".

Værdien af 1 ecu beregnet på grundlag af de valutaer, som indgår i kurven, var ultimo 1995 7,29737 kr. Der handles også ecu i det private marked, hvor der ikke er nogen direkte forbindelse til valutakurven. Markedsværdien af 1 ecu var ultimo 1995 7,1111 kr.

Effektiv rente:

Den tidsuafhængige diskonteringsrente, der gør obligationens nutidsværdi lig med dens faktiske pris:

$$K + V = \sum C_t (1 + i)^{-(t-t_0)}$$

hvor i er den effektive rente i dag, K er obligationens kursværdi i dag, V den vedhængende rente i dag, C_t er betalingen fra obligationen på tidspunkt t , og $t-t_0$ er længden af tidsperioden fra i dag til tidspunkt t . Ved beregning af den effektive rente medtages alle betalinger, uanset om der er tale om rente- og/eller afdragsbetalinger.

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 ØMU'en. EMI har til formål at videreføre det penge- og valutapolitiske samarbejde mellem centralbankerne, samt at sørge for de tekniske forberedelser af den europæiske centralbank (ECB) 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. Emissionskurstab udgiftsføres i takt med lånets forfald. Se **Fordelte emissionskurstab**.

ESCB:

Det Europæiske System af Centralbanker består i 3. fase af ØMU'en af de deltagende landes centralbanker og ECB. Der oprettes et generelt råd bestående af alle EU-landenes centralbankchefer og formand og viceformand for Styrelsesrådet (se **ECB**). Det generelle råd drøfter monetære spørgsmål af fælles interesse for alle medlemslandene.

Euro Commercial Paper (ECP):

Commercial paper udstedt på euromarkedet.

Eurobondmarkedet:

Markedet for obligationer, der sælges uden for det land, hvis valuta obligationen er denomineret i. 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.

European Medium Term Notes (EMTN):

Medium Term Notes udstedt på **eurobondmarkedet**.

Exercise af option eller warrant:

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

Floating Rate Note (FRN):

Variabelt forrentet obligationslån.

Fordelte emissionskurstab:

På finansloven og i statsregnskabet bliver **emissionskurstab** posteret som udgift på rentekontoen, tidsmæssigt fordelt svarende til lånets afdrag.

Forward (exchange) rate:

Angiver prisen for at få en valuta, fx USD, leveret på et aftalt fremtidigt tidspunkt. Udtrykkes som fradrag i eller tillæg til spotkursen (dagskursen), fx kronekursen på USD.

Forward Rate Agreement (FRA):

Aftale mellem to eller flere parter om fastsættelse af en rentesats for et aftalt beløb over en fremtidig aftalt periode. Fx er en "3 mod 9" FRA en aftale mellem to parter om at lade en given hovedstol forrente med en aftalt fast rente i 6 måneder begyndende om 3 måneder. Under FRA'en aftales en referencerentesats, typisk en **Libor**-sats. To valørdage før forrentningsperioden starter, afregnes en eventuel forskel mellem den aftalte fastrentesats og den på afregningsdagen aktuelle referencerentesats. Dette er den eneste udveksling af beløb mellem de to parter.

Købs- og salgsprisen for en FRA afspejles i den faste rente, som det er muligt at indgå en given FRA til. Ifølge gængs markedsterminologi er køber den part, som ønsker at sikre sig imod en rentestigning, og sælger den part som ønsker at sikre sig imod et rentefald. Under FRA'en modtager køber derfor et forskelsbeløb, såfremt referencerentesatsen overstiger fastrentesatsen. Tilsvarende modtager sælger, såfremt det modsatte er tilfældet.

Forwardrente:

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

En implicit forwardrente er den rente, der kan udledes af (nulkupon-) **rente-strukturen** som gældende for fremtidigt udlån. Den implicite forwardrente i dag for udlån mellem de fremtidige tidspunkter t og T , $f_{t,T}$, er den rente, der skal gælde, for at et $(T-t_0)$ -årigt udlån i dag skal give samme forrentning som et $(t-t_0)$ -årigt udlån efterfulgt af et $(T-t)$ -årigt udlån, hvor $t-t_0$ er længden af tidsperioden fra i dag til tidspunkt t , dvs.:

$$(1 + r_t)^{t-t_0} \times (1 + f_{t,T})^{T-t} = (1 + r_T)^{T-t_0}$$

hvor r_t er den $(t-t_0)$ -årige nulkuponrente 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.

IBCA:

Internationalt kreditvurderingsbureau (rating agency), 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.

Konverterbar obligation:

Obligation, der under nærmere bestemte betingelser af debitor kan indfries før udløb. Er ensbetydende med, at debitor har en eller flere call **optioner** på obligationerne.

Kreditværdighed:

Se sidst i ordlisten.

Lead manager:

Den bank, der arrangerer et obligationslån. Lead manager er ansvarlig for koordinations, distribution og dokumentation af udbuddet. Distribution af obligationslånet foretages af et syndikat af banker.

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.

Location-swap:

En transaktion, der kan bestå i, at en værdipapirhandler køber obligationer af en kunde mod betaling og afvikling i en 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.

Herved undgås, at obligationer, der er registreret i et 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. Det er derfor ikke nødvendigt at indgå location-swaps, såfremt der er et direkte link mellem de to clearingsystemer, der ønskes anvendt.

Mark-to-market:

Løbende værdiansættelse af et værdipapir eller en markedsposition, så den afspejler den aktuelle genanskaffelsesværdi.

Market maker:

En handler, som til stadighed stiller både køber- og sælgerkurser, som han er villig til at handle til (sædvanligvis med maksimum for handelsstørrelse). I adskillige lande har den pågældende stat systemer med officielt udpegede market makers.

Medium Term Note (MTN):

En obligation med løbetid, der oftest er længere end løbetiden for et **commercial paper**. Normalt udstedt i mindre portioner under et låneprogram aftalt med et antal banker (dealers). Forekommer både på det amerikanske marked og på **eurobond-markedet (EMTN)**.

Mindsterenten:

Den mindste kuponrente på værdipapirer, der tillades, hvis kursgevinster for personer skal friholdes for skattepligt, jf. kursgevinstloven (lovbekendtgørelse nr. 597 af 10. juli 1995).

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.

Der kan ekstraordinært fastsættes en ny mindsterente, hvis den effektive obligationsrente i 10 på hinanden følgende børsdage er mere end 2 procentpoint højere eller 1 procentpoint lavere end det gennemsnit, der danner grundlag for den gældende mindsterente. Den ny mindsterente beregnes på grundlag af et simpelt gennemsnit af den effektive obligationsrente i disse 10 børsdage.

Den ordinært fastsatte mindsterente var i 1. og 2. halvår 1995 7 pct. Med virkning fra den 22. december 1995 er mindsterenten ekstraordinært nedsat til 6 pct. Mindsterenten for 1. halvår af 1996 er 6 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 en valuta til en anden.

Negative pledge:

En låneklausul, der begrænser låntagers muligheder for at stille sikkerhed. I sin strengeste form indeholder klausulen et forbud mod at give (gammel og) ny gæld en fortrinsstilling i form af pant eller anden sikkerhed. Sædvanligvis er klausulen dog begrænset til, at låntager ikke må stille sikkerhed for gæld uden at stille tilsvarende sikkerhed for det pågældende lån. Yderligere indskrænkninger er almindelige: Således er i statens udlandslån, som normalt indeholder en negative pledge, lån til fx ejendomskøb undtaget fra klausulen, ligesom bestemmelsen er begrænset til gæld, der skal/kan tilbagebetales i udenlandsk valuta.

Nettokassesaldo:

Bruttokassesaldoen fratrukket afdrag på statens gæld. Se også kapitel 1.

NIB:

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

Nulkuponobligation:

Obligation hvor der ikke betales kupon i obligationens løbetid, og hvor afdragsbetalingen er placeret ved lånets udløb. Omkostningerne ved et nulkuponobligationslån fremkommer alene som et **emissionskurstab** ved obligationsudstedelsen.

Nulkuponrente:

Den **effektive rente** på en **nulkuponobligation**. Nulkuponrentestrukturen angiver sammenhængen mellem restløbetid og nulkuponrente.

Option:

En kontrakt, der giver ejeren (køberen) ret, men ikke pligt, til at købe eller sælge et underliggende instrument (en vare, et finansielt instrument eller en valuta) til en aftalt pris (strike price) på et aftalt fremtidigt tidspunkt. 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 (exercises), 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.

Plain vanilla issue:

Et regulært obligationslån uden særlige vilkår knyttet til lånet. Som særlige vilkår betegnes fx en variabel rentekupon eller specielle indfrielsesbetingelser.

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 **nulkuponobligationer**.

Repo:

(Repo er afledt af "repurchase", dvs. genkøb). Beskriver situationen, hvor placering af likviditet (dvs. udlån) sker mod sikkerhed i obligationer. Ved en repo-forretning er det kun råderetten til obligationerne, der ændres. Nært beslægtet med repo-forretninger er buy/sell back-forretninger. Her aftaler køberen af nogle obligationer med sælger på købstidspunktet, til hvilken pris køber på et givet fremtidigt tidspunkt kan levere obligationerne tilbage til sælger. Her ændres også ejerskabet i udlånsperioden.

Samurai-lån:

Yen-obligationslån udstedt på det japanske marked af udlændinge.

SDR (Special Drawing Rights):

En reserveenhed skabt af Den Internationale Valutafond. Den er defineret som valutakurven bestående af:

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

Værdien af 1 SDR var ultimo 1995 8,2416 kr.

Sekundært marked:

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

Serielån:

Lån, hvor gælden afdrages med lige store beløb ved hvert terminstidspunkt. Da restgælden falder gennem lånets løbetid, bliver rentebetalingerne og dermed den samlede ydelse mindre 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 (rating agency), 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, typisk med løbetider i intervallet fra 1-6 år. 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 forstås en transaktion, hvorved to parter indgår en aftale om at udveksle betalinger i den samme valuta. Betalingen udregnes som rentebetalinger af samme beregningsmæssige hovedstol, men på grundlag af forskellige renteberegningsprincipper. Renteswaps kan laves mellem fast og variabel rente eller mellem et variabelt renteindeks og et andet.

En valutaswap består i bytte af ydelser svarende til lån i forskellige valutaer. Den ene part kan fx udlåne et beløb til fast eller variabel rente i DEM, mens den anden udlåner et beløb i USD (normalt værdimæssigt svarende til DEM-beløbet på starttidspunktet) til fast eller variabel rente med samme løbetid. Den første part skal så forrente og tilbagebetale USD-hovedstolen og modtager til gengæld ydelser på DEM-hovedstolen. Der er normalt udveksling af hovedstole både ved arrangementets start og slutning, men undertiden udelades det ved start (hvor de værdier, der skal udveksles, som nævnt sædvanligvis er lige store).

Swaprente:

Udtrykket anvendes i forbindelse med en rente-**swap**. Swaprenten angiver typisk den faste rente, som kan opnås ved et renteswap fra variabel til fast rente.

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.

Tapsalg:

Løbende emission, dvs. successiv udstedelse af obligationer i samme serie. Statspapirer og realkreditobligationer holdes i Danmark oftest åbne i en længere periode. Se kapitel 5.

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 sker ofte ske en differenceafvikling, der svarer til forskellen mellem den aftalte pris og prisen på det underliggende instrument. Se også **Futures**.

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 vejet gennemsnit af løbetiderne for de enkelte betalinger. Vægtene er ydelserne tilbagediskonteret til begyndelsestidspunktet med den gældende effektive rente. Med betegnelserne C_t = ydelse på tidspunkt t , i = **effektiv rente** og $t-t_0$ længden af tidsperioden fra i dag til tidspunkt t , fås

$$\text{Varighed} = \frac{\sum (t - t_0) C_t (1 + i)^{-(t - t_0)}}{\sum C_t (1 + i)^{-(t - t_0)}}$$

For en **nulkuponobligation** er varigheden således lig med den resterende løbetid.

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 end 30 dage til næste terminsdato, betaler sælgeren rente til køberen for perioden indtil næste termin, til gengæld beholder sælgeren kuponbetalingen på dette tidspunkt.

Warrant:

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

ISO-møntkoder:

Land	Møntsort	ISO-møntkode
Australien	Dollar	AUD
Belgien	Franc	BEF
Canada	Dollar	CAD
Danmark	Krone	DKK
England	Pund	GBP
Finland	Mark	FIM
Frankrig	Franc	FRF
Grækenland	Drachme	GRD
Holland	Gylden	NLG
Irland	Punt	IEP
Island	Krone	ISK
Italien	Lire	ITL
Japan	Yen	JPY
Luxembourg	Franc	LUF
New Zealand	Dollar	NZD
Norge	Krone	NOK
Portugal	Escudo	PTE
Schweiz	Franc	CHF
Spanien	Peseta	ESP
Sverige	Krone	SEK
Tyskland	Deutsche Mark	DEM
USA	Dollar	USD
Østrig	Schilling	ATS
ECU	Europæisk regneenhed	XEU
SDR	Speciel trækningsrettighed	XDR

Kreditvurderingsbetegnelser:

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

¹⁾ Som publiceret pr. november/december 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