

Statens låntagning og gæld 1997



DANMARKS NATIONALBANK

STATENS LÅNTAGNING OG GÆLD 1997

Tryk: Schultz Grafisk

Papir: Scandia 2000, 115 g

Oplag: 2.400

ISSN: 0902-6681

Omslag: Palle Lorentzen

Danmarks Nationalbank

Havnegade 5

1093 København K

Telefon 33 63 63 63

Telefax 33 63 71 15

Redaktionel note:

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

Redaktionen er afsluttet den 23. februar 1998.

Indholdsfortegnelse

Forord	7
Beretningskapitler	
Kapitel 1: Indenlandsk låntagning	9
1.1. Indledning	9
1.2. Obligationsmarkedet i 1997	9
1.3. Principperne for den indenlandske statsgældspolitik ...	13
1.4. Rente- og refinansieringsrisiko	15
1.5. Låneviften	18
1.6. Fordelingen af statspapirsalg og opkøb over året	24
1.7. Salgsmetode	26
1.8. Placering af statspapirer	31
1.9. Statens locationswap-ordning	32
1.10. Postordresalg af statsobligationer	33
1.11. ØMU'en og statsgældspolitikken	34
1.12. Lovvalg og værneting samt force majeure-klausuler ...	34
1.13. Statsgældspolitikken i 1998	35
Kapitel 2: Udenlandsk låntagning	37
2.1. Sammenfatning	37
2.2. Rammerne for den udenlandske låntagning	37
2.3. Styringsinstrumenter i den udenlandske statsgældspolitik	38
2.4. Låntagning i 1997	40
2.5. Mellem- og langfristet låntagning	42
2.6. Kortfristet låntagning	44
2.7. Swaps	45
2.8. ØMU'en og den udenlandske statsgældspolitik	47
2.9. Låntagning i 1998	47
2.10. Valutamæssig samstyring af udenlandsk statsgæld og valutareserve	48
Kapitel 3: Statens gæld	55
3.1. Sammenfatning	55
3.2. Statsgælden	55

3.3.	Renteudgifter af statsgælden	57
3.4.	Nye regnskabsprincipper	58
3.5.	Den offentlige sektors bruttogæld - ØMU-gæld	66
Kapitel 4:	Den Sociale Pensionsfond	69
4.1.	Generel baggrund og forvaltning af fonden	69
4.2.	Fondens løbende betalinger og beholdning	69
4.3.	Fondens placeringspolitik	71
Kapitel 5:	Statens betalinger	73
5.1.	Statens konto	73
5.2.	Påvirkning af pengeinstitutternes nettostilling	74
5.3.	Månedsfordeling	75
5.4.	Dagsfordeling	76
5.5.	Betalingstidspunkter	77
	Bilag	78
 Specialkapitler		
Kapitel 6:	Analyse af statsgældspolitikken	91
6.1.	Baggrund	91
6.2.	Rammer for statsgældspolitikken	91
6.3.	Omkostninger og risiko på statens indenlandske gæld ..	92
6.4.	Likviditetspræmie på danske statspapirer	93
6.5.	Implikationer af ØMU'en for den danske statsgældspolitik	93
6.6.	Erfaringer med samstyring af statens og Nationalbankens valutaeksponering	94
6.7.	Sammenfatning	94
Kapitel 7:	Omkostninger og risiko på statens indenlandske gæld	95
7.1.	Indledning	95
7.2.	Målsætninger for låntagningen	97
7.3.	Styring af risiko	98
7.4.	Opgørelse af låneomkostninger	100
7.5.	Renterisiko	101
7.6.	Opgørelse af risiko	103
7.7.	Opsummering	107
7.8.	Omkostninger ved uændret rentestruktur	108
7.9.	Omkostninger ved ændringer i rentestrukturen	109

7.10. Monto Carlo-simulation	112
7.11. Realistiske scenarier for låntagningen	120
7.12. Hvilken risiko påtager staten sig?	125
7.13. Metodekritik	126
7.14. Konklusion	127
Appendikser	129
Kapitel 8: Likviditetspræmien på danske statspapirer	143
8.1. Indledning	143
8.2. Beskrivelse af likviditetsbegrebet	144
8.3. Faktorer, der har betydning for likviditetspræmien	147
8.4. Likviditetspræmien på det danske statsobligationsmarked	153
8.5. Forskellen mellem den indenlandske og udenlandske statsgældspolitik	160
8.6. Sammenfatning	161
Kapitel 9: Implikationer af ØMU'en for den danske statsgældspolitik	163
9.1. Introduktion	163
9.2. De europæiske kapitalmarkeder efter 1. januar 1999	164
9.3. ØMU'ens konsekvenser for den indenlandske statsgældspolitik	169
9.4. Harmonisering af markedskonventioner og konsekvenserne for det danske obligationsmarked	173
9.5. Konsekvenserne for statens udenlandske låntagning	176
9.6. Konklusion	179
Kapitel 10: Erfaringer med samstyring af statens og Nationalbankens valutaeksponering	183
10.1. Indledning	183
10.2. Nettostyring: Historisk baggrund og praktisk implementering	183
10.3. Erfaringer med nettostyringen	188
10.4. Sammenfatning og konklusion	195

Bilagstabeller

1.	Statsgælden ved udgangen af finansårene 1987 til 1997	198
2.	Indenlandske statslån optaget i 1997	201
3.	Udenlandske statslån mv. optaget i 1997	203
4.	Samtlige indenlandske statslån pr. 31. december 1997	
	Fast forrentede obligationslån	237
	Statsgældsbeviser	238
	Skatkammerbeviser	239
	Variabelt forrentede obligationslån	239
	Præmieobligationslån	239
	XEU-lån	240
5.	Samtlige udenlandske statslån pr. 31. december 1997	
	AUD-lån	241
	BEF-lån	242
	CAD-lån	242
	CHF-lån	242
	DEM-lån	243
	DKK-lån	250
	ESP-lån	250
	FRF-lån	250
	GBP-lån	251
	JPY-lån	252
	LUF-lån	254
	NLG-lån	254
	NZD-lån	254
	USD-lån	255
	XEU-lån	256
6.	Renter og afdrag af statens indenlandske gæld, ultimo 1997	258
7.	Renter og afdrag af statens udenlandske gæld, ultimo 1997	259
8.	Locationswap-ordningens sammensætning pr. 31. december 1997	260
	Ordliste over finansielle begreber	261

Forord

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

Der blev i 1991 aftalt en arbejdsdeling mellem Finansministeriet og Nationalbanken, hvorefter Nationalbanken varetager 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 kvartalsmæssige 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: En *beretningsdel*, der redegør for udviklingen i låntagningen og gælden i det forløbne år, og en *specialdel*. *Specialdelen* er resultatet af en analyse af statsgældspolitikken gennemført af en arbejdsgruppe med deltagelse af Finansministeriet, Økonomiministeriet og Nationalbanken. Analysen er baseret på oplæg udarbejdet af Nationalbanken.

Beretningsdelen omfatter de første fem kapitler. Den indenlandske låntagning beskrives i kapitel 1, og den udenlandske låntagning og samstyningen af statens og Nationalbankens valutaeksponering i kapitel 2. I kapitel 3 er der en overordnet redegørelse for de enkelte dele af statens gæld, herunder en beskrivelse af de nye regnskabsprincipper for statsgælden. Kapitel 4 beskriver forvaltningen af Den Sociale Pensionfonds portefølje, og endelig giver kapitel 5 en beskrivelse af fordelingen af statens betalinger.

Specialdelen omfatter kapitel 6 til kapitel 10. Kapitel 6 giver en kort introduktion til analysen af statsgældspolitikken. I kapitel 7 diskuteres omkostninger og risiko på den indenlandske statsgæld. Kapitel 8 omhandler likviditetspræmien på danske statspapirer, og i kapitel 9 analyseres behovet for tilpasning af den danske statsgældspolitik i lyset af ØMU. Afslutningsvis beskriver kapitel 10 erfaringerne med samstyningen af statens og Nationalbankens valutaeksponering.

Kapitel 1.

Indenlandsk låntagning

1.1. Indledning

Markedsforholdene på obligationsmarkedet og betingelserne for statspapirsalget var gode i 1997. Den lange rente faldt med over 1 procentpoint. Rentespændet til Tyskland indsnævredes i løbet af året til ca. 0,3 procentpoint, det laveste niveau i næsten 4 år. Rentekurven blev fladere efter at have været historisk set meget stejl ved indgangen til 1997.

Statspapirsalget i 1997 udgjorde ca. 73 mia.kr. eller godt 20 mia.kr. mindre end i 1996. I 1998 forventes et indenlandsk finansieringsbehov på knap 75 mia.kr.

Tilrettelæggelsen af statspapirsalget i 1998 vil følge de samme overordnede retningslinjer som i tidligere år. Det vil som hidtil blive tilstræbt, at de enkelte statspapirserier bliver store og likvide. For at øge likviditeten i nyåbnede statspapirer blev der i januar 1998 etableret en værdipapirudlånsordning for disse papirer.

Varigheden på den indenlandske statsgæld lå på et niveau på omkring 4,2 år i 1997. Der sigtes mod at fastholde varigheden på ca. 4 år i 1998.

1.2. Obligationsmarkedet i 1997

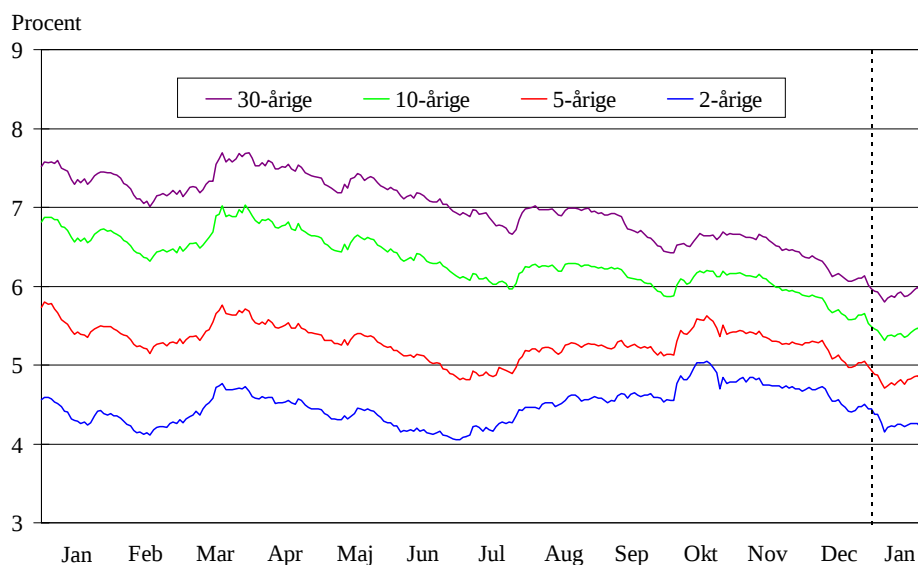
Betingelserne for statspapirsalget var gunstige i stort set hele 1997. Det samlede salg af indenlandske statspapirer i 1997 var 74,8 mia.kr. til nominel værdi og 73,0 mia.kr. til kursværdi. Til sammenligning udgjorde salget til kursværdi i 1995 og 1996 henholdsvis 137,2 og 96,0 mia.kr.

I 1997 var afdrag og opkøb af den indenlandske statsgæld 79,0 mia.kr., og det samlede nettosalg af indenlandske statspapirer til kursværdi udgjorde dermed -5,9 mia.kr.

Indenlandsk renteudvikling

Renten på 10-årige statspapirer steg en smule i begyndelsen af året, men faldt herefter og var ved udgangen af 1997 godt 1 procentpoint lavere end ved årets begyndelse. De lange renter var dermed på det laveste niveau siden begyndelsen af 1994, og renterne faldt yderligere i begyndelsen af 1998. Til forskel fra 1994 er de lange renter forblevet på et lavt niveau i et længere tidsrum. I figur 1.2.1. er vist de effektive renter for udvalgte statspapirer.

Figur 1.2.1. Renten på danske statspapirer med udvalgte løbetider, 1997-januar 1998.



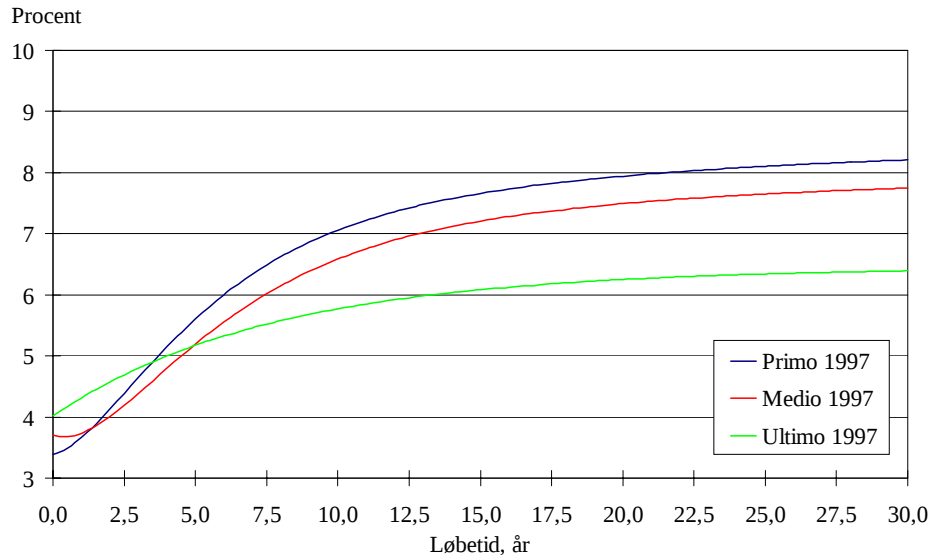
Rentekurven blev fladere i løbet af året i takt med, at de lange renter faldt, og de korte renter steg en smule i 2. halvår. Udviklingen i nulku-
ponrentestrukturen i 1997 fremgår af figur 1.2.2.

International renteudvikling

De danske obligationsrenter bevægede sig parallelt med renterne på de toneangivende udenlandske obligationsmarkeder.

I Tyskland faldt den lange rente med 0,7 procentpoint til et historisk lavt niveau på 5,3 pct. ved udgangen af 1997. Rentefaldet skal ses i lyset af fortsat lav vækst og lav inflation, herunder at de finansielle markeder har tillid til, at prisstigningstakten også på længere sigt vil forblive lav.

Figur 1.2.2. Estimerede nulkuponrentestrukturer, 1997.



Anm.: Nulkuponrentekurven er en estimeret kurve af renterne på ikke-kuponbærende obligationer, der viser sammenhængen mellem rente og løbetid på et givet tidspunkt.

I USA faldt de lange renter med 0,8 procentpoint i 1997. En væsentlig årsag til rentefaldet var, at inflationen forblev stabil trods fortsat høj vækst og lav arbejdsløshed. Medvirkende til det internationale rentefald i slutningen af året var derudover, at der i forbindelse med finanskrisen i Sydøstasien skete porteføljeomlægninger fra aktier til obligationer.

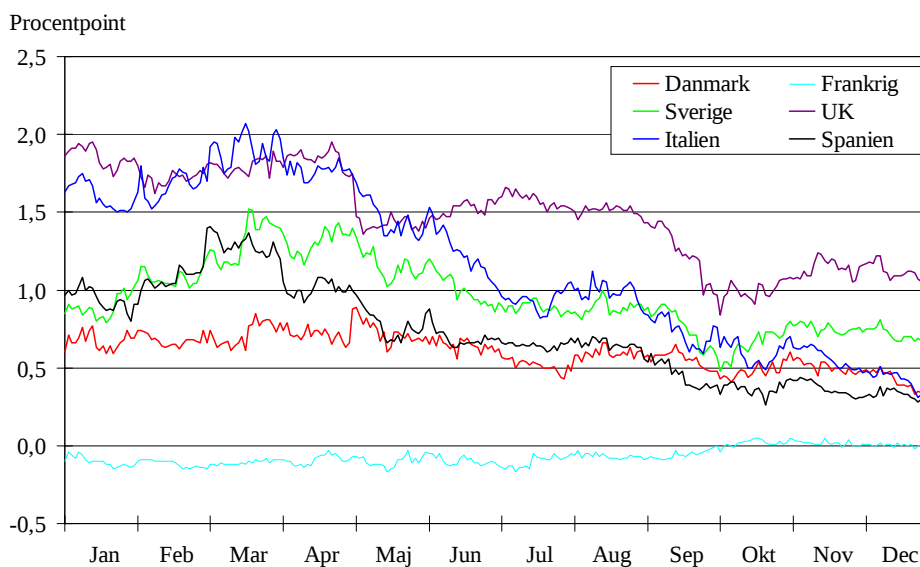
De korte renter steg i de fleste EU-lande i 1997. Rentestigningen blev udløst af, at Den Tyske Forbundsbank og andre europæiske centralbanker strammede pengepolitikken i oktober. I USA var den korte rente derimod nogenlunde stabil over året. Den amerikanske centralbank strammede pengepolitikken i marts, men indgrebet fik ikke varig effekt på de lidt længere løbetider.

Rentespænd

Det dansk-tyske 10-årige rentespænd indsnævredes gradvist fra ca. 75 basispoint i begyndelsen af 1997 til godt 30 basispoint ved udgangen af året, jf. figur 1.2.3. Rentespændet var derved på det laveste niveau siden januar 1994. Det lange rentespænd over for Frankrig fulgte nogenlunde samme mønster som over for Tyskland.

Indsnævringen af rentespændet over for Tyskland skal ses i lyset af den generelle tilnærmelse af niveauet for de lange renter i de fleste EU-lande. En væsentlig årsag til denne konvergens var markedsforventninger om, at 3. fase af ØMU'en begynder med en bred kreds af deltagerlande. Rentefaldet var stort i lande som Italien og Spanien, der ønsker at deltage i ØMU'ens 3. fase fra begyndelsen af 1999. Indsnævringen af rentespændet var også markant i Danmark, Sverige og Storbritannien, som alle har meddelt, at de ikke deltager i 3. fase fra 1. januar 1999.

Figur 1.2.3. Det 10-årige rentespænd over for Tyskland, 1997.



1.3. Principperne for den indenlandske statsgældspolitik

Formålet med statens låntagning er at finansiere det løbende underskud og refinansiere afdrag på statsgælden. Det er et overordnet mål for statsgældspolitikken at opnå så lave langsigtede låneomkostninger som muligt, uden at staten påtager sig en unødigt stor risiko på gælden.

Grundlaget for den indenlandske statsgældspolitik har i henved 15 år været den indenlandske lånenorm. Den indenlandske norm fastlægger, at for året som helhed skal statens indenlandske låntagning svare til det løbende underskud og afdrag på den indenlandske gæld. På den måde neutraliseres likviditetsvirkningen af statens betalinger. Normen sikrer en klar opdeling mellem penge- og finanspolitikken, således at likviditetspolitiske foranstaltninger alene foretages af pengepolitiske hensyn. Normen er nærmere beskrevet i box 1.3.1.

Ved låntagningen tages der hensyn til, at der altid er et passende indestående på statens konto. Maastricht-traktatens artikel 104 forbyder monetær finansiering og dermed overtræk på statens konto i Nationalbanken.

Staten havde i 1997 et bruttokasseunderskud på 99,0 mia.kr., hvoraf afdrag og opkøb af udenlandsk statsgæld (og indenlandsk ecu-gæld) udgjorde 25,2 mia.kr., således at det indenlandske bruttofinansieringsbehov var 73,8 mia.kr., jf. tabel 1.3.1.

I praksis er der mindre afvigelser mellem det indenlandske bruttofinansieringsbehov og årets indenlandske statspapirsalg. Afvigelserne skyldes primært, at det faktiske bruttofinansieringsbehov først kendes ved årets udgang, dvs. efter at statspapirsalget for året er ophørt. Forskellene mellem salget og finansieringsbehovet har de seneste år været små. I 1997 blev der solgt statspapirer for 0,8 mia.kr. mindre end det indenlandske finansieringsbehov, jf. tabel 1.3.2.

Box 1.3.1. Normen for statspapirsalget.

Normen

Omfanget af statens låntagning er fastlagt ved normen for den statslige låntagning. Normen er defineret i en aftale mellem regeringen og Nationalbanken.

Aftalen består af to dele, en norm for den indenlandske låntagning og en norm for den udenlandske låntagning.

Normen for den indenlandske låntagning bestemmer, at salget af indenlandske statspapirer i kroner skal svare til statens samlede finansieringsbehov (bruttokasseunderskuddet) fratrukket afdrag på den udenlandske statsgæld.

Normen for den udenlandske låntagning består i, at statens afdrag på udenlandsk statsgæld refinansieres ved udenlandsk låntagning.

Den indenlandske norm

Den indenlandske norm giver en fast kvote for indenlandske kronelån og udgør et vigtigt element i skillelinjen mellem finanspolitik på den ene side og pengepolitik på den anden. Den indenlandske norm indebærer, at statens indenlandske betalinger for året som helhed ikke påvirker den indenlandske likviditet (pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken).

Ved tilrettelæggelsen af det indenlandske statspapirsalg inden for året kan der tages likviditetspolitiske hensyn, ligesom der kan tages hensyn til situationen på lånemarkedet og til indeståendet på statens konto i Nationalbanken. I henhold til Maastricht-traktatens artikel 104 forbydes monetær finansiering, således at statens konto i Nationalbanken på intet tidspunkt må være i overtræk.

Den faste norm for indenlandsk låntagning er kombineret med, at Nationalbanken opkøber valuta i markedet til dækning af statens løbende valutaudgifter, herunder statens rentebetalinger på den udenlandske statsgæld. Dette er en forudsætning for, at statens betalinger er likviditetsmæssigt neutrale. Der sælges ganske vist flere indenlandske obligationer end svarende til statens indenlandske underskud, men denne likviditetsinddragelse modvirkes af, at der opkøbes valuta i markedet til statens løbende udlandsbetalinger.

Den udenlandske norm

Normen for den udenlandske låntagning indebærer refinansiering af afdrag på den udenlandske statsgæld, herunder opkøb og førtidsindfrielse.

Den udenlandske norm indebærer sammen med den indenlandske norm, at statens udenlandske betalinger er neutrale over for valutareserven.

Normen for den udenlandske låntagning kan fraviges efter aftale med Finansministeriet og Økonomiministeriet. Statens udenlandske låntagning er begrundet i hensynet til opretholdelse af en passende valutareserve. Der kan derfor opstå situationer, hvor der er behov for væsentlige valutabeløb til intervention, eller hvor valutatilgangen er så stor, at valutareserven vokser mere end ønskeligt. Hvis valutareserven vokser mere, end det anses for nødvendigt, kan den udenlandske norm blive reduceret, såfremt indeståendet på statens konto i Nationalbanken åbner mulighed herfor.

Tabel 1.3.1. Statens DAU-, netto- og bruttokassesaldo.

Mia.kr.	1994	1995	1996	1997
Drifts-, anlægs-, og udlånsbudget	-39,7	-31,3	-21,5	3,0
Nettoobligationskøb ¹⁾	-12,0	-11,5	-4,4	8,2
Genudlån af statslån	-5,1	-1,6	-1,4	-0,7
Fordelte emissionskurstab	8,2	5,7	7,4	5,2
Andre kapitalposter	-0,8	0,1	0,4	-10,5 ²⁾
Nettokassesaldo	-49,4	-38,5	-19,5	5,2
<i>Afdrag på indenlandsk statsgæld</i>				
Statsobligationer	50,5	48,4	38,7	25,5
- Heraf opkøbt til annullering	(8,6)	(2,9)	(0,1)	(14,4)
Statsgældsbeviser	22,5	56,1	38,0	53,4
- Heraf opkøbt til annullering	(6,3)	(5,0)	(0,7)	(12,1)
Afdrag på udenlandsk statsgæld ³⁾	13,1	28,5	30,8	25,2
Bruttokassesaldo	-135,5	-171,5	-127,0	-99,0
Indenlandsk bruttofinansieringsbehov ⁴⁾ .	119,8	138,8	94,7	73,8

Kilde: 1994-1996 er statsregnskabstal. 1997 er foreløbige tal baseret på Budgetoversigt 4-97, Nationalbankens månedlige pressemeddelelse samt statens bogføring.

¹⁾ Især Den Sociale Pensionsfonds køb samt opkøb til statens beholdning af egne papirer.

²⁾ Bestemt residualt således at nettokassen tillagt afdrag på statsgælden er lig statens bruttofinansieringsbehov ifølge Nationalbankens pressemeddelelse fra den 5. januar 1998.

³⁾ Inkl. statens ecu-obligationer. Tallene kan ikke direkte sammenlignes med opgørelsen i tabel 2.4.1., da opkøbte, men ikke annullerede papirer i statsregnskabet ikke medregnes som et afdrag, men som et obligationskøb.

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

Tabel 1.3.2. Salg af indenlandske statspapirer.

Mia.kr.	1994	1995	1996	1997
Salg af statspapirer, kursværdi	119,6	137,2	96,0	73,0
Indenlandsk bruttofinansieringsbehov . .	119,8	138,8	94,7	73,8
Difference	-0,2	-1,6	1,2	-0,8

1.4. Rente- og refinansieringsrisiko

Den centrale risiko for den indenlandske statsgæld er rente- og refinansieringsrisikoen. Statens rente- og refinansieringsrisiko afspejler usikkerheden om den fremtidige renteudvikling og dermed risikoen for, at de

fremtidige renteomkostninger varierer. I kapitel 7 er sammenhængen mellem omkostninger og risiko på statens gæld belyst nærmere.

Den overordnede styring af rente- og refinansieringsrisikoen på den indenlandske statsgæld sker i form af en varighedsmålsætning for gælden. Varigheden er et udtryk for middeltidspunktet for betalingerne på gælden. Hvis varigheden er lav, dvs. gælden skal refinansieres ofte, er rente- og refinansieringsrisikoen på gælden stor.

Ved udgangen af 1997 var varigheden 4,2 år, jf. tabel 1.4.1. Varigheden lå omkring dette niveau i hele 1997, jf. figur 1.4.1. Varigheden er opgjort som Macaulay-varigheden, jf. *Statens låntagning og gæld 1996*, kapitel 6, hvor forskellige varighedsbegreber er omtalt.

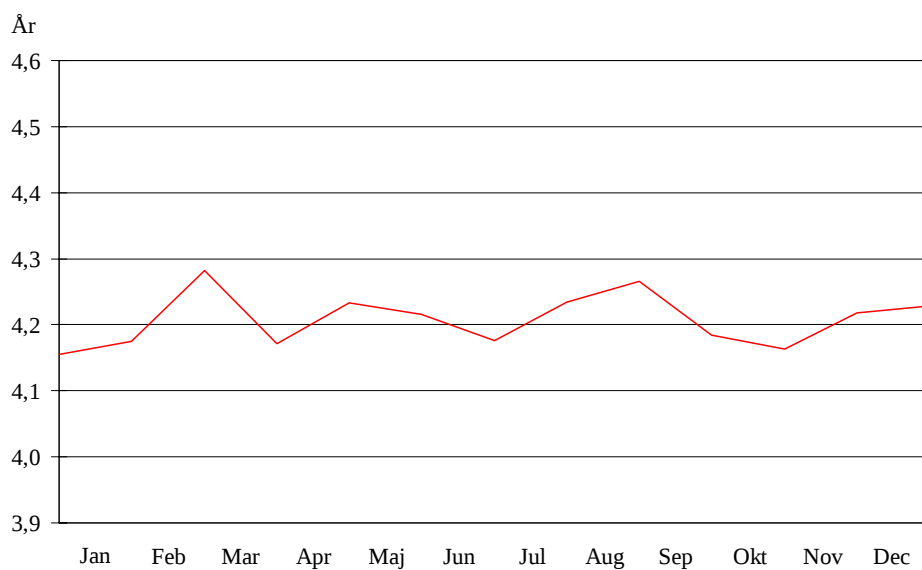
Tabel 1.4.1. Varighed og gennemsnitlig restløbetid ultimo året.

År	Varighed		Gennemsnitlig restløbetid
	Fast forrentede papirer	Alle papirer	
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
1996	4,2	4,2	5,3
1997	4,3	4,2	5,3

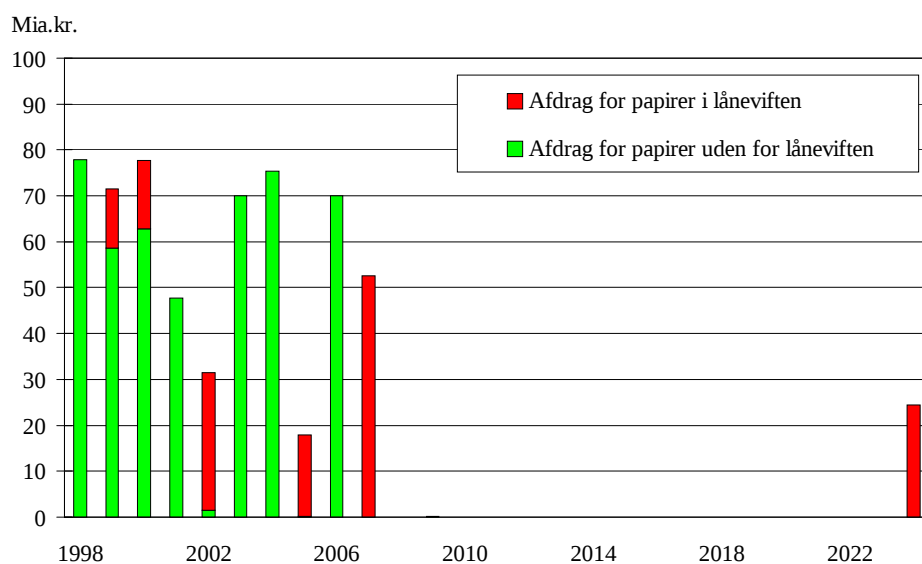
¹⁾ Beregningsmetoden ændret fra og med 1990.

Varigheden er et gennemsnitsmål for rente- og refinansieringsrisikoen og udtrykker ikke noget om den tidsmæssige spredning af afdragene på statsgælden. For at mindske rente- og refinansieringsrisikoen er det vigtigt, at afdragsbyrden er spredt nogenlunde jævnt mellem årene. I figur 1.4.2. er afdrag på de papirer, der indgår i låneviften for 1. halvår 1998 markeret med rødt, jf. nedenfor. Det fremgår af figuren, at udstedelserne først og fremmest sker i papirer med udløb i de år, hvor afdragene er små. Derved udjævnes afdragsprofilen.

Figur 1.4.1. Udviklingen i varigheden, 1997.



Figur 1.4.2. Afdragsprofil på den indenlandske statsgæld, ultimo 1997.



1.5. Låneviften

Låneviften består af de statspapirserier, der udstedes i. Obligationerne i viften er forskellige med hensyn til løbetid, kupon og termin. Låneviften sammensættes i lyset af de overordnede målsætninger om at sikre så lave omkostninger som muligt og begrænse rente- og refinansieringsrisikoen på gælden.

Papirerne i låneviften har løbetider fra 3 måneder til 30 år. Staten får derved adgang til en bred kreds af investorer samt, i nogen grad, mulighed for at tage hensyn til markedsforholdene i de enkelte løbetidssegmenter ved tilrettelæggelsen af salget.

Låneviftens opbygning med et begrænset antal obligationsserier er med til at sikre god likviditet, dvs. det forhold at der kan sælges eller købes store mængder af en obligationsserie uden at påvirke markedskursen betydeligt. Det er et væsentligt mål at opnå en god likviditet i papirerne i låneviften gennem en hurtig opbygning af et stort udestående i serierne. Likviditet har betydning for mange investorer, der derfor er villige til at betale mere for likvide papirer. Denne likviditetspræmie mindsker statens låneomkostninger. Likviditetspræmien er nærmere omtalt i kapitel 8.

For at forbedre likviditeten i nyåbnede statspapirer blev der i januar 1998 i statens regi indført en udlånsordning for nyåbnede statsobligationer og statsgældsbeviser. Nationalbanken varetager de praktiske sider vedrørende driften af ordningen. Værdipapirudlånsordningen er nærmere omtalt i box 1.5.1.

Alle papirerne i låneviften er fast forrentede stående lån, dvs. lån der tilbagebetales i deres helhed på udløbsdagen. Kuponen fastsættes normalt således, at papiret udstedes til en kurs på eller lidt under pari. Bortset fra skatkammerbeviserne er kuponen på statspapirerne på eller over mindsterenten. Ved kuponvalget tages der hensyn til, at stigninger i mindsterenten kan medføre, at salget må indstilles før tid.

Nedenfor er de enkelte papirtyper i låneviften beskrevet.

Box 1.5.1. Værdipapirudlånsordning for nyåbnede statspapirer.

Nyåbnede statspapirer er ofte relativt illikvide. Det er en naturlig konsekvens af det begrænsede udestående. For at forbedre likviditeten for nyåbnede statspapirer blev der i januar 1998 i statens regi etableret en værdipapirudlånsordning for nyåbnede statspapirer. Nationalbanken varetager som statens fiskale agent de praktiske sider vedrørende driften af ordningen.

Der udlånes nyåbnede statsobligationer og statsgældsbeviser. De nærmere vilkår for udlån af nye statspapirer meddeles forud for åbningen af papiret. Det kan helt undlades at etablere en udlånsordning for et nyåbnet papir, hvis det skønnes hensigtsmæssigt.

Værdipapirhandlere, som er handelsberettigede på Københavns Fondsbørs, kan låne de nyåbnede statspapirer i op til en uge. Der skal stilles sikkerhed for de lånte papirer i form af andre statspapirer. Forretningerne indgås som genkøbsforretninger.

Det maksimale samlede udlån under ordningen er fastsat til 15 mia.kr. Herudover er der begrænsninger på udlånet af de enkelte papirer omfattet af værdipapirudlånsordningen. Der betales et mindre gebyr.

Statsobligationer

Statsobligationer udstedes med en løbetid på mere end 3 år. De seneste år har 5-, 10- og 30-årige obligationer indgået som en del af låneviften, svarende til låneviften i de fleste vestlige lande med en statsgæld af en vis størrelse. Statsobligationer har én årlig termin.

I de senere år er serierne i det 5-årige segment over en periode på 1½-2 år blevet opbygget til 40-50 mia.kr. pr. serie. 6 pct. stående lån 2002 er for tiden den 5-årige obligation i låneviften. Der blev ikke åbnet et nyt 5-årigt papir i 1997. Markedsdeltagerne besluttede i december 1997 at benytte 8 pct. stående lån 2003 som markedets 5-årige *benchmark*. Dette papir indgår ikke længere i låneviften, men har et betydeligt udestående, hvilket gør papiret velegnet som benchmark. Det 5-årige benchmark har bl.a. betydning i forbindelse med futureshandlen.

Den 14. januar 1997 blev 5 pct. stående lån 2005 åbnet. Lånet havde ved åbningen en restløbetid på ca. 8½ år og vil senere kunne udgøre det 5-årige segment i låneviften. Valget af udløbsår skal ses på baggrund af hensynet til udjævningen af afdragsprofilen på gælden, jf. figur 1.4.2.

Der har været betydelig interesse for 5 pct. stående lån 2005 fra private investorer. Lavkuponpapirer er attraktive for private investorer, fordi de indebærer en skattefri kursgevinst frem til udløb.

Den 14. januar 1998 blev 6 pct. stående lån 2009 åbnet. Det nye lån har termin i november 2009. Den forholdsvis lange restløbetid (godt 11 3/4 år ved åbningen) giver mulighed for at opbygge serien til et passende udestående. Kuponen på 6 pct. sikrer en vis robusthed over for stigninger i mindsterenten, som for 1. halvår 1998 er fastsat til 4 pct. Dette har særlig betydning for det 10-årige papir, som er det vigtigste i låneviften.

6 pct. stående lån 2009 erstattede 7 pct. stående lån 2007 som den 10-årige obligation i låneviften. Udeståendet i 7 pct. stående lån 2007 på 53 mia.kr., da det ophørte med at være en del af låneviften, er 15-20 mia.kr. under, hvad serierne i det 10-årige segment er blevet opbygget til i de senere år. Det skal ses i sammenhæng med det faldende finansieringsbehov. Det vurderes ikke, at det mindre udestående har haft væsentlig betydning for investorinteressen og for likviditeten.

Opbygningen af relativt store 10-årige benchmarkpapirer har fortsat stor vægt i statsgældspolitikken og kan, sammen med den øgede internationalisering på det finansielle marked, ses som en medvirkende årsag til den betydelige interesse for danske statspapirer fra udenlandske investorer.

Der er etableret en værdipapirudlånsordning i 6 pct. stående lån 2009, jf. box 1.5.1. Udlånsordningen aftrappes gradvist i takt med opbygningen af papiret og bortfalder, når seriestørrelsen er 15 mia.kr., dog senest den 1. juli 1998.

Den 30-årige obligationsserie, 7 pct. stående lån 2024, blev introduceret i 1994 og har siden været åben for udstedelse. Papirets lange løbetid har bidraget til at øge fleksibiliteten i styringen af varigheden samt til at tilpasse det danske statspapirmarked til udenlandske markeder. Udstedelsen af den 30-årige obligationsserie sker i et væsentligt langsommere tempo end i de 5- og 10-årige serier.

Statsgældsbeviser

Statsgældsbeviser udstedes med løbetider på op til ca. tre år. Udeståendet i statsgældsbeviserne har de senere år ligget mellem 13 og 35 mia.kr. i hver serie.

Siden begyndelsen af 1997 har der ikke været et fast statsgældsbevisprogram med åbning af et nyt gældsbevis hvert halve år. Der sigtes dog fortsat mod en regelmæssig udstedelse i det korte løbetidssegment.

Den 7. januar 1997 blev 4,00 pct. statsgældsbevis 2000 I åbnet. Løbetiden var ved åbningen godt 3 år. Baggrunden for valget af udløbstidspunkt var, at afdragene i 2. halvår 1999 i forvejen var betydelige.

Den 7. januar 1998 blev 4,00 pct. statsgældsbevis 2001 I åbnet. Løbetiden ved åbningen var godt 3 år. Salget af 6,00 pct. statsgældsbevis 1999 I og 4,00 pct. statsgældsbevis 2000 I blev indstillet ved udgangen af 1997. Det nye statsgældsbevis er omfattet af værdipapirudlånsordningen. Ordningen aftrappes gradvist i takt med opbygningen af papiret og ophører, når udeståendet er 10 mia.kr., dog senest den 1. juli 1998.

Emission og udestående af de enkelte papirer i 1997 er vist i tabel 1.5.1.

Tabel 1.5.1. Emission af indenlandske statslån, 1997.

Mill.kr.	Emission			Nominelt udestående ultimo 1997 ¹⁾
	Nominelt	Kursværdi	Kurstab	
7 pct. stående lån 2024	4.330	4.245	74	24.375
7 pct. stående lån 2007	25.560	26.583	-1.023	52.605
5 pct. stående lån 2005	17.790	16.673	1.117	17.790
6 pct. stående lån 2002	10.390	10.725	-335	29.952
Obligationer, fast rente	58.070	58.236	-166	
4,00 pct. statsgældsbevis 2000 I	14.965	14.812	153	14.965
6,00 pct. statsgældsbevis 1999 I	2.975	3.072	-97	12.975
Statsgældsbeviser	17.940	17.885	55	
Skatkammerbevis 1998 III	7.745	7.498	247	7.745
Skatkammerbevis 1998 II	16.309	15.894	415	16.309
Skatkammerbevis 1998 I	26.547	25.949	598	25.947
Skatkammerbevis 1997 IV	22.142	21.707	435	
Skatkammerbevis 1997 III	11.148	11.006	142	
Skatkammerbevis 1997 II	4.348	4.310	38	
Indfrielse ²⁾	89.472	89.469	-3	
Skatkammerbeviser, netto	-1.233	-3.104	1.874	
Statspapirsalg i alt	74.777	73.017	1.763	

¹⁾ Omfatter ikke papirer i statens locationswap-ordning.

²⁾ Inkl. ekstraordinære indfrielse i forbindelse med opkøb.

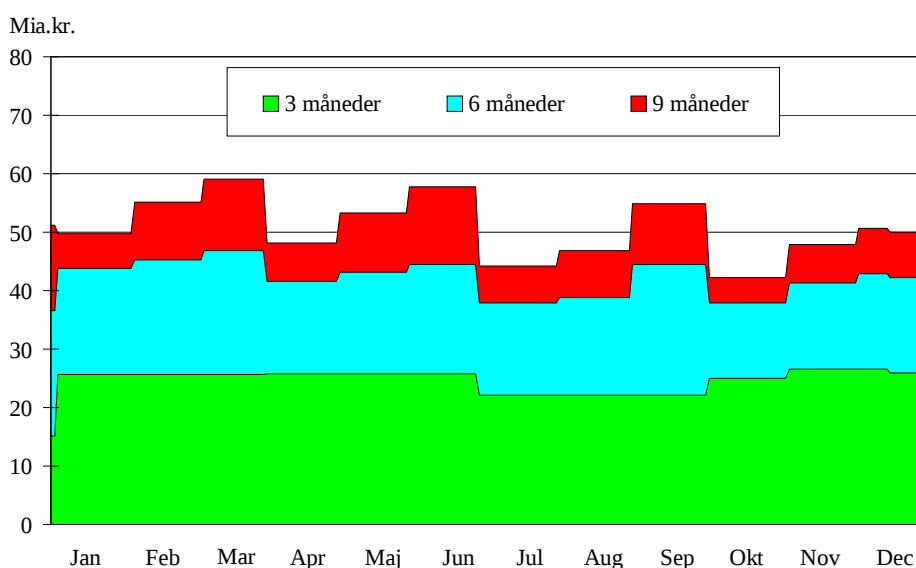
Skatkammerbeviser

Skatkammerbeviser er de korteste indenlandske statspapirer. De udstedes med en initial løbetid på 9 måneder. Fire gange om året åbnes et nyt skatkammerbevis, som holdes åbent for udstedelse, indtil restløbetiden er 3 måneder.

Skatkammerbeviser er nul kuponpapirer, dvs. rentebetalingerne er ikke kuponbaserede, men indregnet i den kurs beviserne udstedes til.

Skatkammerbevisserierne opbygges typisk til et udestående på omkring 25 mia.kr. Det tilstræbes, at der holdes et nogenlunde jævnt udestående i skatkammerbevisprogrammet. Det indebærer, at der for året under ét ikke planlægges nogen nettofinansiering i skatkammerbeviser. Udeståendet har i 1997 svinget omkring 45-55 mia.kr., jf. figur 1.5.1.

Figur 1.5.1. Udestående i skatkammerbeviser (nominelt), 1997.



Anm.: I forbindelse med omlægningen af terminerne for skatkammerbeviserne blev der i april, juli og oktober åbnet skatkammerbeviser med en restløbetid på 10 måneder, jf. afsnit 1.7.

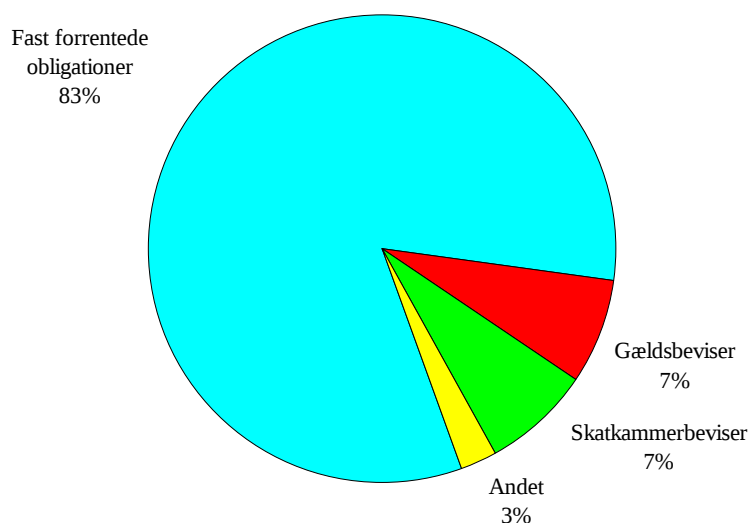
I 1997 var det nominelle bruttosalg af skatkammerbeviser 88,2 mia.kr., mens nettosalget til kursværdi inkl. opkøb var -3,1 mia.kr., jf. tabel 1.5.1.

Øvrige lånetyper

Der findes forskellige ældre obligationstyper, som der ikke længere udstedes i, men som stadig er i omløb. Det drejer sig om serielån, variabelt forrentede statslån, uamortisable obligationer, et indenlandsk ecu-lån samt præmieobligationer, jf. bilagstabel 4.

Serielånene udgjorde ved udgangen af 1997 3 pct. af den samlede indenlandske statsgæld, mens de øvrige ældre lån tilsammen udgjorde knap 3 pct. af gælden. Andelen falder i takt med, at lånene udløber. I figur 1.5.2. er vist den indenlandske statsgæld fordelt på papirtyper ved udgangen af 1997.

Figur 1.5.2. Fordeling af indenlandsk statsgæld, ultimo 1997.



Anm.: Fast forrentede obligationer inkluderer serielån.

I forbindelse med overgangen til de nye regnskabsprincipper for statsgælden den 1. januar 1998 blev ecu-lånet omregistreret til udenlandsk statsgæld, jf. kapitel 3.

Hypotekbanken meddelte den 12. januar 1998, at der ikke vil ske forlængelse af præmieobligationslånene ved udløb. Beslutningen skal ses på baggrund af, at staten ved det nuværende renteniveau kan opnå billigere finansiering ved at udstede nye lån. Præmieobligationerne er udstedt i perioden 1948-1980 og forfalder i perioden 1998-2010.

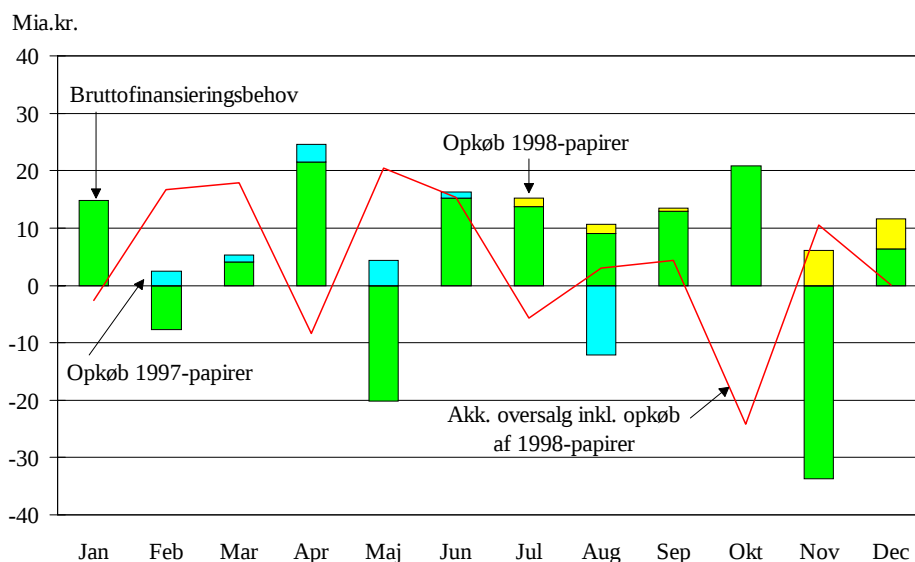
1.6. Fordelingen af statspapirsalg og opkøb over året

Ved tilrettelæggelsen af salget over året tages flere hensyn, som må afvejes mod hinanden.

Det tilstræbes, at statspapirsalget er nogenlunde jævnt fordelt over året. Refinansieringen af et stort statspapir er derfor ikke koncentreret omkring forfaldstidspunktet, men spredt ud over året.

Det tilstræbes endvidere, at det akkumulerede oversalg, dvs. salget af statspapirer fratrukket det indenlandske bruttofinansieringsbehov akkumuleret fra primo året, ikke bliver uforholdsmæssigt stort (såvel positivt som negativt). Da finansieringsbehovet varierer ganske betydeligt fra måned til måned, kan udsving i det akkumulerede oversalg ikke undgås. I figur 1.6.1. er vist det akkumulerede oversalg og det indenlandske bruttofinansieringsbehov fordelt på måneder i 1997.

Figur 1.6.1. Indenlandsk bruttofinansieringsbehov og akkumuleret oversalg fordelt på måneder, 1997.



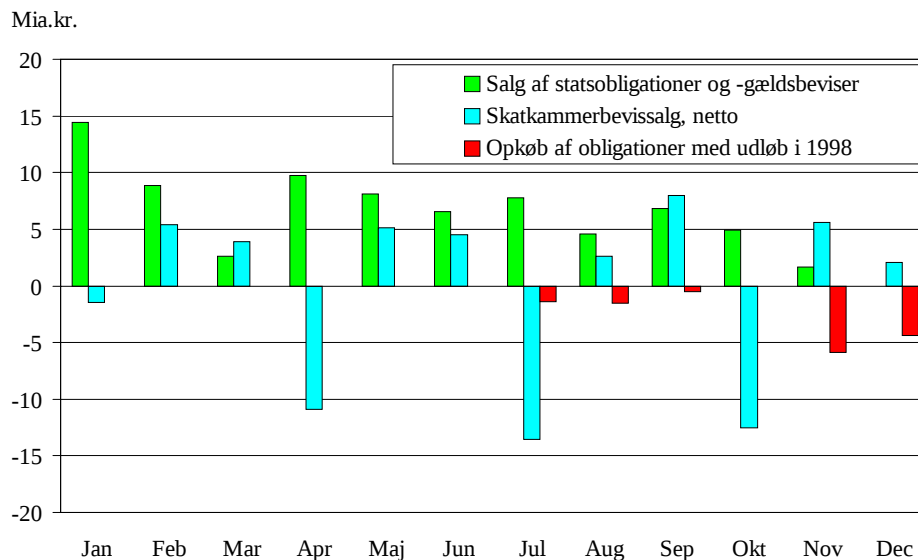
Fordelingen af salget over året er også betinget af markedsforholdene. Der tages hensyn til, at salg af statspapirer i dårlige markeder kan have en vis selvforstærkende effekt på markedsforholdene.

Ved salget tages der derudover hensyn til, at indeståendet på statens konto altid skal være positivt. Der skete en vis fremrykning af salget og

udskydelse af opkøb i september og oktober af hensyn til saldoen på statens konto i forbindelse med store statslige betalinger i oktober og november.

Fordelingen af statspapirsalg og opkøb på måneder fremgår af figur 1.6.2.

Figur 1.6.2. Fordeling af statspapirsalg og opkøb på måneder, 1997.



Opkøb

Hovedformålet med opkøb af indenlandske statspapirer har i de senere år været at udjævne statens indenlandske finansieringsbehov inden for året eller mellem to år.

Foretages opkøbene i papirer med ordinært udløb i samme år, fremrykkes finansieringsbehovet inden for året. Hensynet ved disse opkøb kan være dels at udjævne refinansieringen af lån, der forfalder i løbet af året, dels at nedbringe det akkumulerede oversalg.

I 1997 havde Nationalbanken på linje med tidligere år bemyndigelse til at opkøbe papirer med udløb inden for året. Opkøb af 7,00 pct. statsgældsbevis 1997 II har medvirket til at udjævne det akkumulerede oversalg frem til august 1997.

Foretages opkøb i papirer med ordinært udløb i et efterfølgende år, fremrykkes finansieringsbehovet til opkøbsåret. Hovedhensynet ved dis-

se opkøb er at udjævne afdragsbyrden mellem årene og dermed reducere rente- og refinansieringsrisikoen. Opkøbene mod slutningen af 1997 af papirer med udløb i 1998 har tilgodeset dette hensyn.

Endvidere kan opkøb i slutningen af året anvendes til at justere statspapirsalget til finansieringsbehovet, jf. den indenlandske norm.

Tabel 1.6.1. Opkøb af indenlandske statspapirer i 1997.

Mill.kr.	Opkøbt		Udestående ultimo 1997 ¹⁾
	Nominelt	Kursværdi	
7,00 pct. statsgældsbevis 1997 II	12.000	12.126	
Variabelt forrentet stående lån 1998 . . .	550	550	5.502
9 pct. stående lån 1998	13.185	13.801	46.215
Obligationer og gældsbeviser i alt	25.735	26.477	
Skatkammerbevis 1998 I	600	597	25.947

¹⁾ Omfatter ikke beholdningen i statens locationswap-ordning.

1.7. Salgsmetode

Tapsalg

Nationalbanken er handelsberettiget på Københavns Fondsbørs A/S og udsteder statspapirer på statens vegne på Fondsbørsen, sædvanligvis via matchsystemet, jf. *Statens låntagning og gæld 1994*, kapitel 8.

Statsobligationer og statsgældsbeviser udstedes ved løbende salg i markedet (tapsalg), mens skatkammerbeviserne sælges på månedlige auktioner.

Tapsalgsformen indebærer, at der løbende sælges statspapirer, når der er et finansieringsbehov, og markederne er gunstige. Nationalbanken tilstræber, at tapsalget gennemføres på en sådan måde, at det undgås at skabe eller forstærke tendenser i markedet. Nationalbanken underbyder normalt ikke sig selv inden for den samme dag eller inden for en periode på nogle dage for ikke at skabe eller fremme negative tendenser i markedet. Tilsvarende tilstræbes det, at tapsalget foregår på en gennemsigtig måde. Det indebærer, at markedet dagligt oplyses om salget af statspapirer den foregående dag.

Salg på åbningsdage

Fremgangsmåden ved åbningen af nye statsobligationer og statsgældsbeviser indebærer, at der 1-2 uger før åbningen via Københavns Fondsbørs A/S oplyses om det nye lån med angivelse af kupon, løbetid og åbningsdag. På åbningsdagen udsendes en meddelelse om den initiale åbningsmængde og maksimum for salget på åbningsdagen. Åbningskursen fastsættes på baggrund af overvejelser baseret på nulkuponrentestrukturen, erfaringer fra tidligere åbninger af statspapirer samt de aktuelle markedsforhold.

Den initiale åbningsmængde informerer markedsdeltagerne om, hvor meget der udbydes til åbningskursen. De initiale beløb har typisk været 1-2 mia.kr., afhængig af papirtype mv. På de efterfølgende udbudte mængder kan Nationalbanken hæve kursen, hvis det skønnes hensigtsmæssigt ud fra markedsforholdene.

Fastsættelsen af maksimum for salget på åbningsdagen sikrer, at der i tilfælde af voldsom efterspørgsel stoppes for salget, uden at det er nødvendigt at hæve kursen til et niveau, der kunne vanskeliggøre salget de efterfølgende dage. Det meddelte maksimum for salget giver samtidig markedsdeltagerne større sikkerhed for forløbet af salget på åbningsdagen. Salgsmaksimum er ikke et udtryk for et ønsket mål for salget på åbningsdagen, men angiver overgrænsen for salget. Ved åbning af nye papirer i 1997 og januar 1998 har maksimumbeløbene udgjort mellem 3 og 6 mia.kr., jf. tabel 1.7.1.

Tabel 1.7.1. Åbning af statspapirer i 1997 og januar 1998.

Papir	Åbningsdato	Åbningsmængde	Maksimalt salg på åbningsdagen	Faktisk salg
		Mia.kr.		
4,00 pct. stgb. 2000 I ..	7. jan.97	1	3	3,0
5 pct. st. lån 2005	14.jan.97	1	5	4,4
4,00 pct. stgb. 2001 I ..	7.jan.98	1	3	1,6
6 pct. st. lån 2009	14.jan.98	2	6	6,0

Skatkammerbevisauktioner

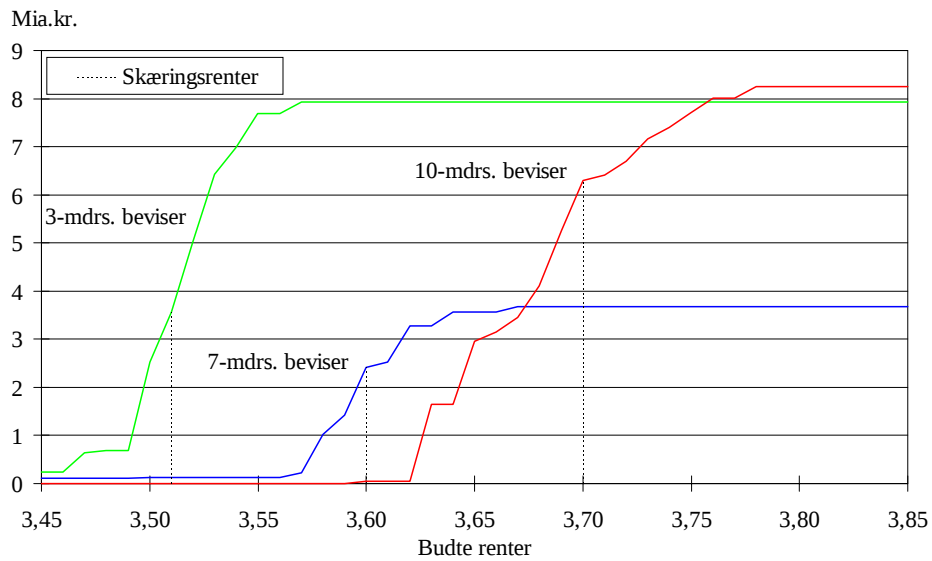
Skatkammerbeviser sælges ved månedlige auktioner. Bevisernes relativt korte løbetid indebærer en kort opbygningsperiode, hvorfor auktionsformen betragtes som den mest hensigtsmæssige salgsform.

Der bydes på renten ved skatkammerbevisauktionerne. Alle bud til eller under den fastsatte skæringsrente imødekommes til skæringsrenten. Der kan ske forholdsmæssig tildeling ved bud på skæringsrenten.

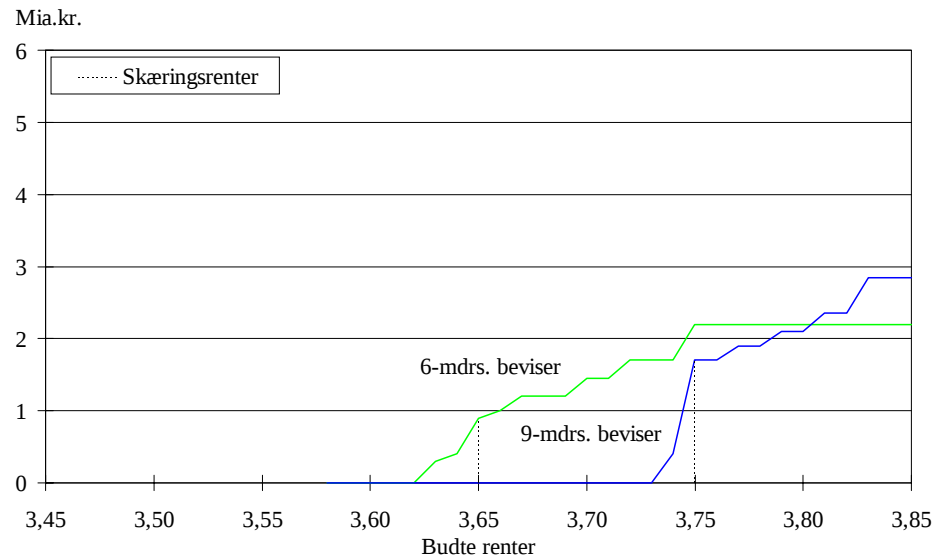
Ved fastlæggelsen af skæringsrenterne foretages en generel afvejning mellem pris og mængde i lyset af salgsbehovet. Endvidere tages hensyn til de aktuelle rentesatser på penge- og skatkammerbevismarkedet.

Der var i 1997 betydelige udsving i de budte mængder. Dette er illustreret i figur 1.7.1. og 1.7.2., der viser buddene ved auktionerne i henholdsvis juli og august 1997. Ved auktionen i juli blev der budt for i alt 20 mia.kr. Ved den efterfølgende auktion i august var buddene væsentligt mindre, hvilket kun delvis skyldes, at der blev afholdt auktion over to skatkammerbeviser mod tre beviser på auktionen i juli. De budte renter var i hele 1997 i overensstemmelse med markedsrenterne på tidspunktet for auktionernes afholdelse. Skæringsrenterne ved samtlige auktioner kunne uden problemer fastsættes inden for intervallet mellem bid- og offerrenterne på markedet for skatkammerbeviser trods udsvingene i budmængden.

Figur 1.7.1. Budstruktur ved auktionen i juli 1997.

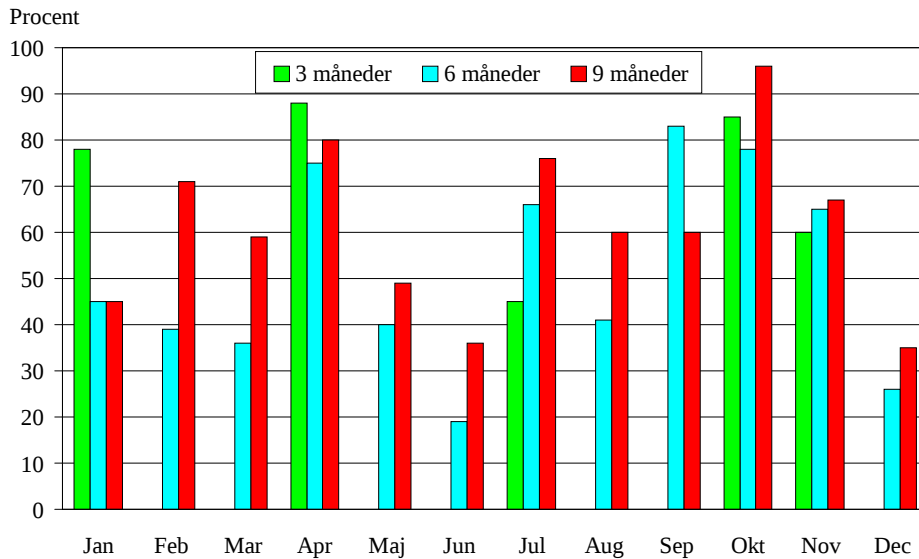


Figur 1.7.2. Budstruktur ved auktionen i august 1997.



I figur 1.7.3. er vist acceptprocenterne ved auktionerne i 1997, dvs. accepterede bud i forhold til de samlede bud. Som følge af udsvingene i de budte mængder har der også været betydelige udsving i acceptprocenterne.

Figur 1.7.3. Acceptprocenter ved skatkammerbevisauktioner, 1997.



Anm.: I forbindelse med omlægningen af terminerne for skatkammerbeviserne blev der i april, juli og oktober åbnet skatkammerbeviser med en restløbetid på 10 måneder.

I 1997 blev terminerne for skatkammerbeviserne omlagt. Tidligere forfaldt der et skatkammerbevis på den første handelsdag i hvert kvartal. Dette indebar et træk på statens konto i Nationalbanken på dage, hvor indeståendet i forvejen var relativt lavt på grund af sæsonsvingninger i statens øvrige betalinger. Af hensyn til indeståendet på statens konto blev det besluttet at flytte terminerne med en måned, således at skatkammerbeviserne med virkning fra februar 1998 forfalder på den første handelsdag i månederne februar, maj, august og november.

Ved skatkammerbevisauktionen i december 1997 blev der indført et nyt auktionssystem. Indlevering af bud, forespørgsler vedrørende tildeling ved auktioner mv. sker elektronisk i det nye auktionssystem. Systemet erstattede den tidligere procedure, hvor bud indleveredes via telefax. Baggrunden for at indføre auktionssystemet var dels ønsket om at nedbringe tidsintervallet mellem budafgivelsen og offentliggørelsen af auktionsresultatet, dels at skabe en administrativt enklere håndtering af auktionerne. Det skal understreges, at auktionsmetoden, herunder fastsættelsen af skæringsrenter, er uændret efter indførelsen af auktionssystemet.

Med virkning fra ultimo februar 1998 blev intervallet mellem budafgivelsen og offentliggørelsen af auktionsresultatet nedsat til 1 time mod tidligere 2½ time.

1.8. Placering af statspapirer

Danmarks Statistik opgør investorfordelingen for danske obligationer på kvartalsbasis, baseret på oplysninger fra Værdipapircentralen (VP). I VP registreres oplysninger om de enkelte obligationsejeres beholdning og bevægelser heri. Nationalbanken foretager visse skønsmæssige korrektioner af denne statistik på baggrund af indsamlede statistiske oplysninger. Investorfordelingen fremgår af tabel 1.8.1.

Tabel 1.8.1. Sektorfordeling af cirkulerende statspapirer til kursværdi.¹⁾²⁾

Mia.kr.	Ultimo 4. kv. 1996	Ultimo 1. kv. 1997	Ultimo 2. kv. 1997	Ultimo 3. kv. 1997	Ultimo 4. kv. 1997
Ikke-finansielle selskaber	44	40	38	41	43
Finansielle institutioner, inkl. Nationalbanken	134	161	155	142	124
Forsikringsselskaber og pensionskasser	51	52	55	60	55
Offentlig sektor	132	134	137	140	145
Private, ikke-udbyttegivende institutioner	11	9	10	9	10
Husholdninger	57	51	49	45	44
Udlændinge	263	245	277	276	292
Uoplyst	19	16	9	10	6
I alt	711	708	729	723	719

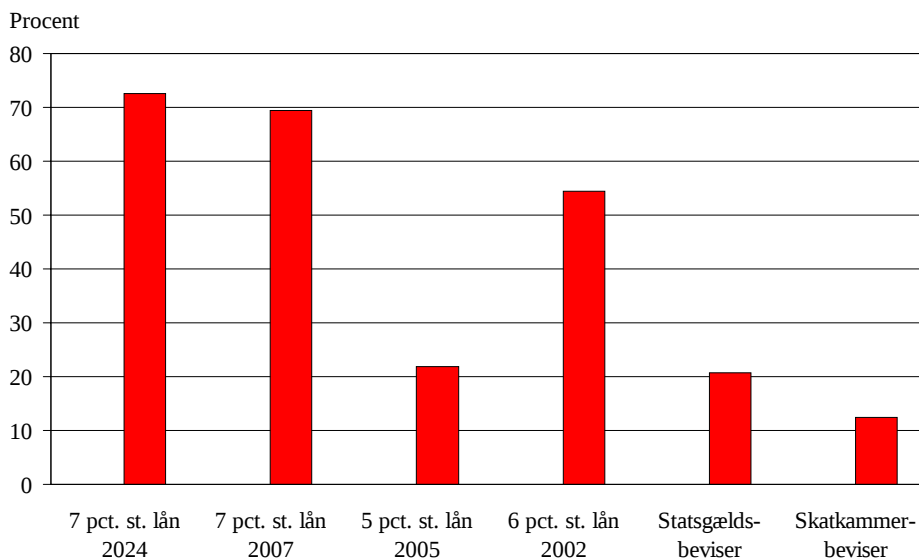
¹⁾ Ekskl. ecu-obligationer.

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

Udlandets beholdning af statspapirer steg fra 37 pct. af den cirkulerende mængde ultimo 1996 til knap 41 pct. ved udgangen af 1997. Udlændinge placerer især i lange, likvide statspapirer, jf. figur 1.8.1. En del af stigningen i udlandets beholdning skyldes de højere obligationskurser i forbindelse med rentefaldet. Faldende renter slår kraftigt igennem på udlan-

dets beholdning, da lange papirer er mest kursfølsomme over for renteændringer.

Figur 1.8.1. Udlandets ejerandel af udvalgte statspapirer, ultimo 1997.



Beholdningen af statspapirer i de finansielle institutioner faldt i 1997. På kort sigt er de finansielle institutioner ofte "stødpude" for ændringer i udlandets beholdning. De finansielle institutioner placerer hovedsageligt i korte papirer.

Den offentlige sektors beholdning af statspapirer steg, primært som følge af den gradvise omlægning af Den Sociale Pensionsfonds midler fra realkreditobligationer til statspapirer, jf. kapitel 4. Husholdningerne har nedbragt deres beholdning af statspapirer i løbet af 1997. Det skal ses i lyset af udstedelsen af 4 pct.-obligationer fra ikke-statslige udstedere, herunder også realkreditinstitutterne. Lavkuponpapirer er attraktive for private investorer, som ikke er skattepligtige af kursgevinster.

1.9. Statens locationswap-ordning

Locationswap-ordningen blev etableret i juli 1993 som en midlertidig ordning med det formål at lette værdipapirafviklingen ved grænseoverskridende handel med statspapirer, jf. *Statens låntagning og gæld 1993*.

Locationswap-ordningen muliggør flytningen af papirer mellem VP og Euroclear uden tab af dispositions dage. Hermed får markedsdeltagerne mulighed for at videresælge købte obligationer samme dag med levering enten i VP eller Euroclear, uanset hvilket system obligationerne modtages i. Ordningen administreres af Nationalbanken.

Med idriftsættelsen af et nyt VP-system og forbedring af linket til Euroclear er der nu skabt en markedsræssig løsning på det afviklingsproblem, locationswappen blev indført for at løse. Omfanget af transaktioner i locationswap-ordningen er herved dalet betydeligt. Det er derfor besluttet at lukke locationswap-ordningen med virkning fra 1. april 1998.

Statspapirerne omfattet af ordningen er vist i bilagstabel 8.

1.10. Postordresalg af statsobligationer

Privatpersoner har mulighed for at købe statsobligationer og statsgældsbeviser pr. postordre mod gebyr og lade disse indskrive gratis samt at sælge indskrevne papirer til Hypotekbanken. Handlerne sker til kurser ifølge kurslisten fra Københavns Fondsbørs A/S. Begge ordninger administreres af Hypotekbanken.

Ideen med postordresalget er at give private investorer mulighed for at foretage obligationskøb til lavest mulige omkostninger, dog således at ordningen hviler i sig selv. Køb af statsobligationer pr. postordre foregår ved 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, som udleveres fra posthuse og biblioteker.

Salget af statsobligationer pr. postordre udgjorde i 1997 425 mill.kr., jf. tabel 1.10.1. I forhold til 1996 er der tale om et fald på 14 pct.

I 1997 tilbagekøbte Hypotekbanken indskrevne papirer for knap 319 mill.kr. svarende til en stigning på 64 pct. i forhold til 1996.

Yderligere oplysninger om ordningerne kan fås ved henvendelse til Hypotekbanken, Landgreven 4, 1301 København K, tlf. 3392 8000.

Tabel 1.10.1. Postordresalg fordelt efter størrelse (kursværdi).

	1996			1997		
	Antal	Beløb		Antal	Beløb	
		1.000 kr.	Pct.		1.000 kr.	Pct.
Under 10.000 kr.	1.506	6.116	1,2	1.023	4.231	1,0
10.000-50.000 kr.	3.800	85.740	17,3	2.655	60.387	14,2
50.000-100.000 kr. ...	1.516	94.681	19,1	1.199	74.246	17,5
Over 100.000 kr.	1.539	309.174	62,5	1.252	286.218	67,3
I alt	8.361	495.711	100,0	6.129	425.082	100,0
Gennemsnitlig kurs- værdi pr. salg		59,3			69,4	

1.11. ØMU'en og statsgældspolitikken

3. fase af ØMU'en træder efter planen i kraft den 1. januar 1999. Den danske regering har i forbindelse med Edinburgh-aftalen meddelt de andre EU-lande, at Danmark ikke vil deltage i ØMU'ens 3. fase.

Der forventes ikke at være behov for større ændringer af statsgældspolitikken som følge af ikrafttrædelsen af 3. fase, jf. kapitel 9. Den indenlandske låntagning svarer i vid udstrækning allerede til de forhold, der forventes at gælde på obligationsmarkedet i euroområdet. Fx er den nuværende strategi med udstedelse af fast forrentede stående lån i overensstemmelse med, hvad der forventes at blive normen i ØMU'en. Danske statspapirer er derudover velkendte blandt udenlandske investorer, jf. afsnit 1.8. ovenfor.

1.12. Lovvalg og værneting samt force majeure-klausuler

I prospekter for statspapirerne i låneviften er indarbejdet lovvalgs- og værnetingsregler. Disse regler indebærer, at det som et standardvilkår er aftalt, at eventuelle tvister vedrørende statspapirerne vil være undergivet dansk ret, ligesom eventuelle retssager som udgangspunkt skal anlægges ved Byretten i København. Dette svarer til sædvanlig praksis i danske låneprospekter.

Samtidig præciseres statens adgang til at påberåbe sig force majeure, dvs. visse hindringer der umuliggør rettidige betalinger fra staten. Staten er således ikke ansvarlig for skader eller tab, der skyldes indtruffet eller truende krig, oprør, borgerlige uroligheder eller naturkatastrofer. Ligele-

des er staten ikke ansvarlig for skader eller tab, der skyldes strejke, lock-out, boykot eller blokade, uanset at staten selv er part i konflikten, også såfremt konflikten kun rammer dele af dennes funktioner.

1.13. Statsgældspolitikken i 1998

Afdragene på den indenlandske statsgæld beløber sig i 1998 til 76,2 mia.kr., og det indenlandske nettoplaceringsbehov er i henhold til Budgetoversigt 4, december 1997, skønnet til 1,6 mia.kr. Det indenlandske bruttofinansieringsbehov i 1998 beløber sig dermed til 74,6 mia.kr., eller stort set det samme som i 1997.

Tilrettelæggelsen af statspapirsalget vil følge de samme hovedlinjer som i tidligere år. Det tilstræbes, at de enkelte statspapirserier bliver så store og likvide, at der er grundlag for en effektiv handel på obligationsmarkedet.

Ligesom i tidligere år kan der foretages opkøb i papirer med udløb i det løbende år for at udjævne finansieringsbehovet inden for året.

Der sigtes mod at holde varigheden på omkring 4 år i 1998.

I 1. halvår 1998 vil der indgå ét statsgældsbevis i låneviften: 4,00 pct. statsgældsbevis 2001 I. Det er hensigten at udstede i papiret i hele 1998, såfremt mindsterenten ikke stiger.

Den 14. januar 1998 blev 6 pct. stående lån 2009 åbnet. Papiret udgør det 10-årige segment i låneviften. Det forventes, at serien vil blive opbygget til nogenlunde samme udestående som 7 pct. stående lån 2007, dvs. ca. 50-55 mia.kr.

Endvidere vil låneviften i 1. halvår 1998 bestå af 6 pct. stående lån 2002, 5 pct. stående lån 2005 og 7 pct. stående lån 2024. Det påregnes, at udstedelsen i hver af disse obligationsserier bliver væsentligt mindre end i 6 pct. stående lån 2009 og 4,00 pct. statsgældsbevis 2001 I, som er de vigtigste papirer i låneviften.

Skatkammerbevisprogrammet fortsætter i 1998 med de nye terminer, hvorefter der åbnes en ny serie med 9 måneders løbetid i den anden måned i hvert kvartal.

Låneviften for 1. halvår 1998 fremgår af tabel 1.13.1.

Box 1.13.1. viser en oversigt over de informationer, som Nationalbanken udsender til obligationsmarkedet om salget af statspapirer.

Tabel 1.13.1. Låneviften januar 1998.

Serie	Termin
<i>Obligationer, fast rente</i>	
7 pct. stående lån 2024	10. november
6 pct. stående lån 2009	15. november
5 pct. stående lån 2005	15. august
6 pct. stående lån 2002	15. november
<i>Statsgældsbeviser</i>	
4,00 pct. statsgældsbevis 2001 I	15. februar
<i>Skatkammerbeviser</i>	
Skatkammerbevis 1998 IV	2. november
Skatkammerbevis 1998 III	3. august
Skatkammerbevis 1998 II	1. maj

Box 1.13.1. Information om statspapiersalget.

De fire budgetoversigter, som Finansministeriet udsender i maj, august, oktober og december, indeholder skøn over statens underskud. Efter hver budgetoversigt udsender Nationalbanken en månedsfordeling af statens skønnede netto- og bruttofinansieringsbehov, jf. kapitel 5.

I forbindelse med åbning af nye statspapierserier sendes en meddelelse til Københavns Fondsbørs A/S med angivelse af det maksimale salg på åbningsdagen i den pågældende serie og seriernes placering i låneviften.

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

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

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

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

Nationalbanken er i færd med at udarbejde en hjemmeside på Internettet (<http://www.nationalbanken.dk>). Hjemmesiden forventes taget i brug i løbet af marts 1998. Der vil på denne hjemmeside også blive informeret om statsgældspolitikken, herunder det løbende salg til markedet.

Kapitel 2.

Udenlandsk låntagning

2.1. Sammenfatning

Statens udenlandske nettolåntagning til kursværdi var 0 i 1997. Hensynet til indeståendet på statens konto i Nationalbanken betød, at det ikke var muligt at reducere den udenlandske statsgæld trods en forøgelse af Nationalbankens valutareserve med 43 mia.kr.

Der blev optaget mellem- og langfristede lån for 36 mia.kr. Al låntagning skete i DEM enten direkte eller via swaps. Hovedparten af låntagningen skete i almindelige stående lån, mens andelen af strukturerede lån var mindre end i de foregående år. Der var samtidig en tendens til, at de strukturerede lån var mere simple end tidligere. Udestående under Commercial Paper-programmerne var 0 ved udgangen af 1997.

Afdrag på mellem- og langfristet gæld udgør 36 mia.kr. i 1998. Af årets afdrag refinansieres 15 mia.kr. ved ny låntagning, mens de resterende afdrag finansieres med provenuet fra statens salg af aktier i Tele Danmark til Ameritech. Nylåntagningen forventes fordelt ud over året.

Ved begyndelsen af 3. fase af Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU) den 1. januar 1999 indføres den fælles valuta euro. Indførelsen af euro ventes ikke at påvirke den udenlandske statsgældspolitik væsentligt. Nettovalutastyringen af statens udenlandske gæld og Nationalbankens valutareserve vil fra 1. januar 1999 blive baseret på euro i stedet for DEM.

2.2. Rammerne for den udenlandske låntagning

Staten optager lån i udlandet, når der er behov for det af hensyn til Nationalbankens valutareserve. Det indebærer, at afdrag på udenlandsk statsgæld refinansieres ved ny låntagning, jf. beskrivelsen af normen i box 1.3.1. i kapitel 1. I de seneste år har der ikke været behov for at optage lån af hensyn til valutareserven.

Det er en overordnet målsætning for den udenlandske statsgældspolitik, at låntagning sker til så lave langsigtede omkostninger som muligt.

Denne målsætning skal afvejes mod de risici, der relaterer sig til den udenlandske statsgæld, jf. afsnit 2.3.

Statens udenlandske nettolåntagning til kursværdi var 0 i 1997. Opgjort til nominel værdi var nettolåntagningen knap 1 mia.kr. Den mellem- og langfristede nettolåntagning udgjorde 12 mia.kr., mens den kortfristede nettolåntagning var -11 mia.kr. Nationalbankens valutareserve steg i 1997 med godt 43 mia.kr. Hensynet til indestående på statens konto i Nationalbanken betød, at en reduktion af den udenlandske statsgæld ikke var mulig.

2.3. Styringsinstrumenter i den udenlandske statsgældspolitik

De vigtigste risikotyper i relation til den udenlandske statsgæld er rente-, kredit- og valutakursrisiko.

Kreditrisiko vedrører risikoen for tab i forbindelse med en modparts misligholdelse af sine forpligtelser. Når der kan være kreditrisiko i forbindelse med statsgælden, skyldes det, at staten ofte indgår swaps i forbindelse med låntagningen. Over tid kan værdien af en swap blive positiv for staten som følge af udviklingen i renter og valutakurser. Kreditrisikoen på statens swapportefølje styres i et swaplimitsystem, jf. beskrivelsen i afsnit 2.7.

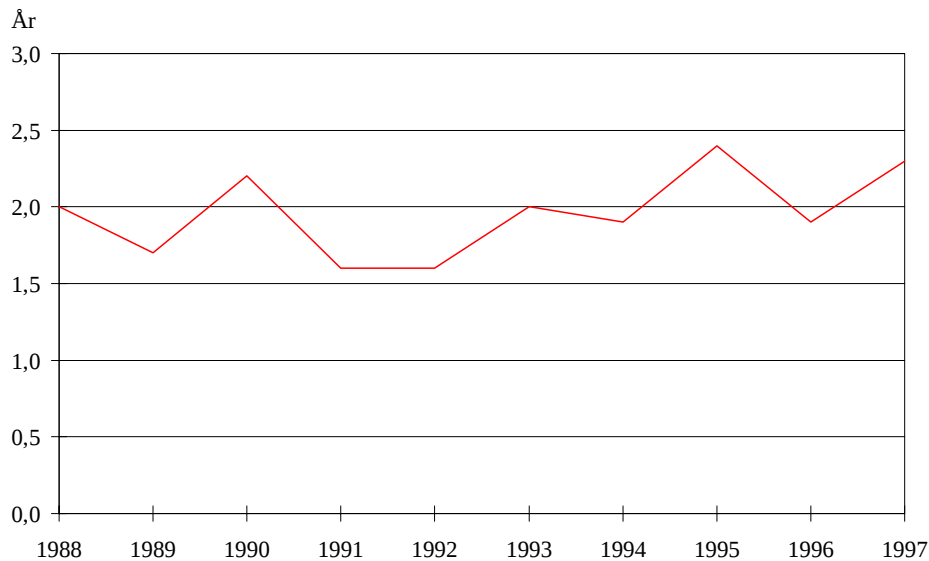
Valutakursrisiko vedrører risikoen for, at værdien af den udestående gæld stiger som følge af udviklingen i valutakurser. Valutakursrisikoen i relation til den udenlandske statsgæld styres sammen med Nationalbankens valutamellemværender, jf. afsnit 2.10.

Renterisikoen i relation til den udenlandske statsgæld kan opdeles i en generel og en specifik risiko. Den generelle renterisiko er risikoen for en stigning i markedsrenterne. Den afhænger af, hvor stor en del af gælden der skal have fastsat rente hvert år. Den specifikke renterisiko (refinansieringsrisiko) er risikoen for, at låneomkostningerne stiger i forhold til de almindelige markedsrenter. For en nærmere beskrivelse af renterisikobegreberne henvises til kapitel 7 i *Statens låntagning og gæld 1996*.

I styringen af den generelle renterisiko på den udenlandske statsgæld anvendes en varighedsmålsætning. Varigheden er et udtryk for den gennemsnitlige rentebindingsperiode for gælden. Varigheden er gennem 1997 gradvist øget fra 1,9 år til 2,3 år, jf. figur 2.3.1. Baggrunden for forøgelsen har primært været et ønske om at udnytte de relativt lave in-

ternationale renter. I 1. kvartal 1998 sigtes der mod en fastholdelse af varigheden omkring det nuværende niveau.

Figur 2.3.1. Varigheden af udenlandsk statsgæld ultimo året.

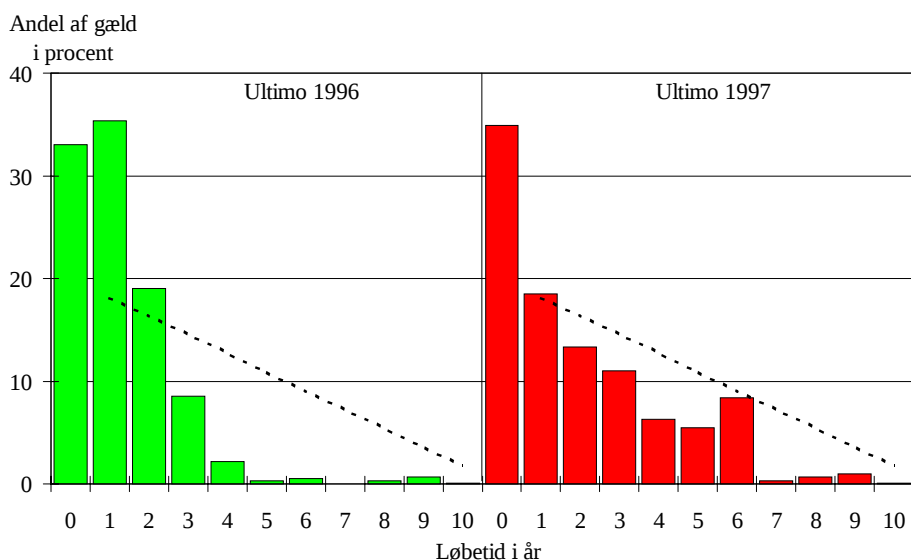


Refinansieringsrisikoen kan udtrykkes ved størrelsen af den årlige refinansieringsbyrde. I begyndelsen af 1997 blev det besluttet, at der skulle tilstræbes en mere jævn afdragsprofil. Baggrunden var primært, at gælden var koncentreret i lån med kort restløbetid. Årsagen var bl.a. en række lån optaget til styrkelse af valutareserven efter de betydelige interventioner til fordel for kronen i 1992-1993 med udløb i perioden 1996-1998. For eksempel forfaldt der udenlandske statslån for 36 mia.kr. i 1997, svarende til mere end en tredjedel af den udestående gæld, jf. figur 2.3.2. Beslutningen indebærer, at afdragene efterhånden i højere grad end tidligere bliver spredt ud over en længere årrække.

For at lette styringen af refinansieringsrisikoen er der udarbejdet et sigtepunkt for gældens afdragsprofil. Sigtepunktet for afdragsprofilen er blevet fastsat ud fra en forudsætning om, at låntagningens løbetidsfordeling i et givet år, i fravær af strukturelle forhold der gør låntagning i specifikke løbetidssegmenter specielt fordelagtig, som udgangspunkt fordeles ligeligt på de relevante løbetidssegmenter. Med denne forudsætning

opnås en ligevægtssammensætning af gælden. Af figur 2.3.2. fremgår, at der gennem 1997 er sket en betydelig udjævning af afdragsprofilen.

Figur 2.3.2. Afdragsprofil og sigtepunkt for afdragsprofil for udenlandsk statsgæld.



Note: Stiplet linje angiver sigtepunkt for afdragsprofilen.

2.4. Låntagningen i 1997

Nettolåntagningen i 1997 var 0,8 mia.kr. Det svarer stort set til, at der er optaget udenlandske statslån til refinansiering af afdrag på den udenlandske statsgæld,

Valutareserven steg i 1997 med godt 43 mia.kr. som følge af Nationalbankens køb af valuta, jf. afsnit 2.10. Trods denne stigning skete der ikke nogen reduktion af statens udenlandske gæld. Nettoafdrag på statens udenlandske gæld indebærer træk på statens kronekonto i Nationalbanken, og staten må i henhold til Maastricht-traktaten ikke overtrække sin konto i Nationalbanken. Uanset valutareservens størrelse forudsætter nettoafdrag på den udenlandske statsgæld således, at der er et tilstrækkeligt indestående på statens konto i Nationalbanken.

Tabel 2.4.1. Statens udenlandske låntagning (nominel værdi).

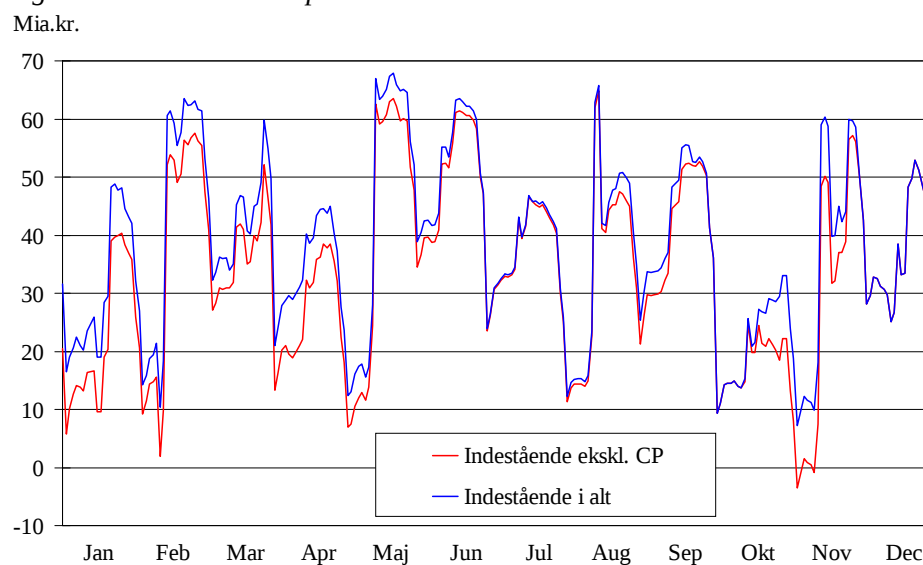
Mia.kr.	Commercial Papers, netto	Anden låntagning		Nettolåntagning	Valutakursregulering	Gæld ultimo ²⁾
		Nye lån	Afdrag ¹⁾			
1994	-24,9	7,5	13,7	-31,0	-3,5	129,8
1995	-0,5	13,7	32,3	-19,1	-5,1	105,6
1996	11,7	16,7	32,1	-3,7	-0,4	101,5
1997,1	-2,9	8,1	5,0	0,2	0,5	102,2
1997,2	-7,6	9,6	1,6	0,4	0,7	103,3
1997,3	-0,3	12,9	12,6	0,0	0,1	103,4
1997,4	0,0	5,4	5,2	0,2	0,0	103,6
1997	-10,8	36,0	24,4	0,8	1,3	103,6

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

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

Udsving i de statslige betalinger, jf. figur 2.4.1., betyder, at der opereres med en sikkerhedsmargin for indeståendet på statens konto. I perioder, hvor indeståendet på statens konto er lavt i forhold til denne sikkerhedsmargin, udstedes der kortfristede CP'ere, jf. afsnit 2.6.

Figur 2.4.1. Indestående på statens konto i Nationalbanken i 1997.



Note: Udstedelse af CP'ere i 1997 er ikke udelukkende sket af hensyn til indeståendet på statens konto, jf. afsnit 2.6.

Staten har i 1997 opkøbt egne lån for 1,6 mia.kr. Til sammenligning var det tilsvarende tal 7,5 mia.kr. i 1996. Opkøb af udestående gæld sker, når obligationerne er billige sammenholdt med niveauet for nylåntagning. Hertil kommer, at der kan ske opkøb med henblik på en udjævning af gældens afdragsprofil.

I efteråret 1997 blev det besluttet, at opkøbte obligationer fremover annulleres straks efter opkøbet, medmindre der er forretningsmæssige årsager til at undlade annullering. Tidligere amortiseredes opkøbte obligationer, efterhånden som lånene forfaldt. Baggrunden for ændringen er, at det vurderes at være uhensigtsmæssigt, at staten har en beholdning af egne obligationer, som det ikke er planen at sælge igen på et senere tidspunkt.

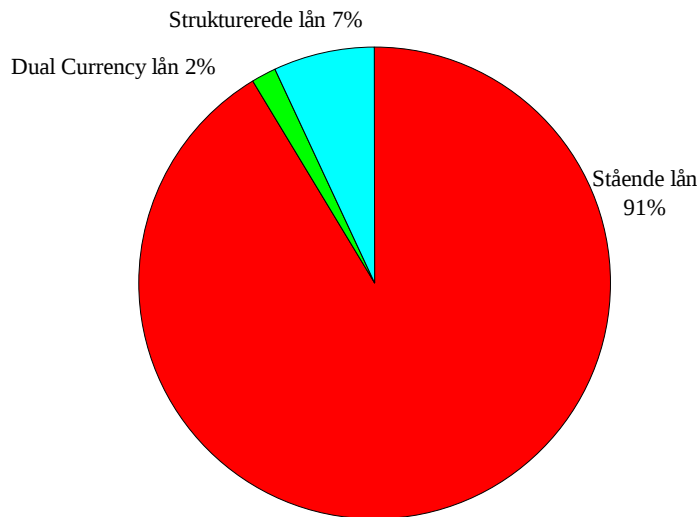
2.5. Mellem- og langfristet låntagning

Strategien for den udenlandske låntagning har i en årrække været baseret på optagelse af mindre lån med en tilknyttet struktur, såkaldte fordelagtige lån, jf. kapitel 6 i *Statens låntagning og gæld 1994*. Baggrunden for strategien har været, at staten som en lille låntager på de internationale kapitalmarkeder har udnyttet, at der fra tid til anden har været specielle forhold, som har medført udbud af lån til renter, som opfyldte kravet til fordelagtighed.

Låntagningen i 1997 var præget af en større fokusering på refinansieringsrisikoen end tidligere. Det medførte, at der blev lagt større vægt på optagelse af stående lån med løbetider, der bidrog til en bevægelse hen imod det skitserede sigtepunkt for afdragsprofilen for den udenlandske statsgæld.

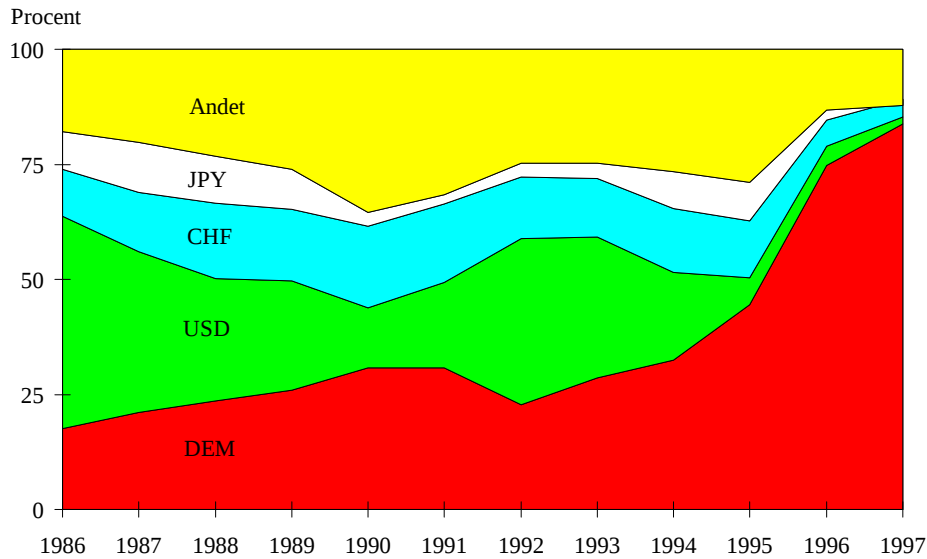
Figur 2.5.1. viser, at langt den overvejende del af låntagningen skete i stående lån. Opgjort efter provenuets størrelse var hovedparten af låntagningen i fast forrentede stående lån. 7 pct. af låntagningen skete i strukturerede lån. Det var mindre end i de foregående år, og desuden var de strukturerede lån mere simple end tidligere.

Figur 2.5.1. Statens mellem- og langfristede låntagning i 1997.



Den mellem- og langfristede låntagning udgjorde i 1997 36,0 mia.kr. Der blev optaget i alt 25 lån med et gennemsnitligt provenu på 1,4 mia.kr. Al låntagning skete i DEM enten direkte eller via swaps. Der er dermed fortsat en bevægelse mod en større DEM-andel af gælden, jf. figur 2.5.2. Den øgede andel af gælden i DEM skyldes dels, at der i de senere år har været en større fokusering på valutakursrisikoen på bruttopositionerne for staten og Nationalbanken i nettostyringen af valutakursrisikoen, jf. kapitel 10, dels beslutningen om at betragte DEM som risikoneutral ved styringen af nettovalutagælden, jf. kapitel 7 i *Statens låntagning og gæld 1995*.

Figur 2.5.2. Fordeling af udenlandsk statsgæld, ultimo.



Note: I opgørelsen af udenlandsk statsgæld er ikke fratrasket opkøb af egne obligationer. "Andet" dækker hovedsageligt XEU, GBP og EMS-valutaer ud over DEM.

2.6. Kortfristet låntagning

Kortfristet låntagning sker ved træk på statens Commercial Paper-programmer med løbetider på de enkelte udstedelser på typisk mellem en uge og en måned. For en beskrivelse af programmerne henvises til kapitel 2 i *Statens låntagning og gæld 1996*.

CP-programmerne er særdeles anvendelige i forbindelse med behov for hurtig opfyldning af valutareserven fx efter intervention til støtte for kronen. I den daglige statsgældspolitik er CP'ere velegnede som overgangsfinansiering i forbindelse med forfald og optagelse af nye langfristede lån. CP'ere gør det dermed muligt at afvente fordelagtige mellem- og langfristede lån. Hertil kommer, at der udstedes CP'ere i perioder, hvor indestående på statens konto er lavt. Ved at udstede CP'ere henover perioder, hvor der forventes et lavt indestående, forøges statens udenlandske gæld midlertidigt, men samtidig øges indeståendet på statens konto i Nationalbanken.

I 1997 blev udestående under CP-programmerne gradvist nedbragt. Nettolåntagningen udgjorde således -11 mia.kr. Det var i efteråret nødvendigt at udstede CP'ere i to perioder af hensyn til indeståendet på sta-

tens konto i Nationalbanken, jf. figur 2.4.1. I det omfang udstedelserne skete i USD, blev der indgået valutaterminsforretninger mellem staten og Nationalbanken med henblik på eliminering af unødigt bruttovalutakursrisiko. Udestående under CP-programmerne var ved udgangen af året 0.

Rating er af stor betydning for låneomkostningerne for såvel mellem- og langfristet som kortfristet låntagning. Kongeriget Danmark er rated af de førende ratingbureauer. Danmarks rating med hensyn til lån denomineret i fremmed valuta er p.t. AA+, Aa1 og AA+ hos henholdsvis Standard & Poor's, Moody's og Fitch IBCA. For alle tre bureauer svarer dette til næsthøjeste kategori, jf. ordlisten.

2.7. Swaps

Swaps anvendes i statens gældsforvaltning med to hovedformål, nemlig reduktion af låneomkostningerne ved nylåntagning og til styring af gældens sammensætning med hensyn til valutafordeling, varighed mv.

Swaplimitsystemet

Værdien af swaps indgået i forbindelse med gældsadministrationen kan potentielt blive ganske betydelig. Det betyder, at staten har en kreditrisiko, idet staten kan lide tab som følge af en swapmodparts misligholdelse. Til kvantificering og håndtering af denne risiko har Nationalbanken implementeret et swaplimitsystem, som beskrevet i kapitel 7 i *Statens låntagning og gæld 1994*.

Den samlede krediteksponering steg gennem 1997 fra 6,5 mia.kr. til 13,8 mia.kr. De 13,8 mia.kr. fordeler sig med henholdsvis 43 pct. (6,0 mia.kr.) som eksponeret markedsværdi og 57 pct. (7,8 mia.kr.) som potentiel fremtidig markedsværdi. Stigningen i krediteksponeringen afspejler, at swapporteføljens samlede markedsværdi steg betydeligt i løbet af 1997. Dette var en konsekvens af styrkelsen af USD, GBP og JPY over for DEM, hvori hovedparten af swapporteføljens aktiver er placeret.

Der stilles krav om, at statens swapmodparter som minimum har en rating på AA- (Aa3) fra hver af de tre ratinginstitutter Fitch IBCA, Standard & Poor's og Moody's. Staten har dog swaps med modparter, som ikke opfylder ratingkravet. Det skyldes nedgradering af modparten efter indgåelse af swappen. I hvert enkelt af disse tilfælde foretages løbende en konkret vurdering af modparten.

Gennem de seneste år er der generelt sket en forbedring af kreditkvaliteten af swapporteføljen. Ultimo 1994 var der således 21 swapmodparter, som ikke opfyldte ratingkravet, mens der ultimo 1997 kun var 6 af disse tilbage. Af disse 6 opfyldte 4 ratingkravet fra mindst ét af ratinginstitutterne. Også blandt modparter med en rating over AA- er kreditkvaliteten forbedret. Ultimo 1994 var 47 pct. af porteføljen swaps med modparter med en rating på AAA eller AA+. Denne andel var ultimo 1997 steget til 62 pct.

Tabel 2.7.1. Swapporteføljen fordelt efter kreditkvalitet, ultimo 1997.

Ratingkategori	Modparter	Antal swaps	Hovedstol	Markeds- værdi	Krediteks- ponering
			Mia.kr.		
AAA	2	3	1,5	-0,1	0,0
AA+	12	99	82,0	3,8	8,8
AA	8	41	36,4	1,5	3,8
AA-	7	25	12,5	0,0	0,6
A+	3	3	1,3	0,2	0,2
A	2	2	0,6	0,0	0,0
A-	1	1	1,2	0,1	0,3
I alt	35	174	135,4	5,4	13,8

I swaplimitsystemet opereres der med en opdeling af porteføljen i forskellige risikoklasser afhængig af, hvor store værdier swappen må forventes at kunne antage som følge af den fremtidige markedsudvikling. Renteswaps tillægges således laveste risiko, mens stærkt strukturerede valutaswaps vurderes som mest risikofyldte.

Tabel 2.7.2. viser, at der ultimo 1997 var 13 swaps med specielle risikokarakteristika. Disse udgjorde ca. 3 pct. af den samlede swapportefølge og ca. 12 pct. af den samlede krediteksponering.

Tabel 2.7.2. Swapporteføljen fordelt på risikoklasser, ultimo 1997.

Risikoklassifikation	Antal swaps	Hovedstol	Krediteksponering
		Mia.kr.	
Renteswaps	87	67,4	2,1
EMS-valutaswaps	18	19,4	1,5
Øvrige valutaswaps	56	44,7	8,5
Svagt strukturerede renteswaps	4	2,4	0,5
Svagt strukturerede øvrige valutaswaps	5	1,1	0,2
Stærkt strukturerede øvrige valutaswaps	4	0,3	0,9
I alt	174	135,4	13,8

2.8. ØMU'en og den udenlandske statsgældspolitik

Den 1. januar 1999 begynder 3. fase af Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU). For deltagerlandene betyder dette, at de nationale valutaer afløses af den fælles valuta euro. For en gennemgang af ØMU'ens konsekvenser for den danske statsgældspolitik henvises til kapitel 9.

Overgangen til ØMU'ens 3. fase og indførelsen af euro forventes ikke at medføre større ændringer i den udenlandske statsgældspolitik.

Nettostyringen af valutakursrisikoen på statens udenlandske gæld og Nationalbankens valutareserve baseres efter starten af ØMU'ens 3. fase på euro i stedet for som nu DEM, jf. afsnit 2.10.

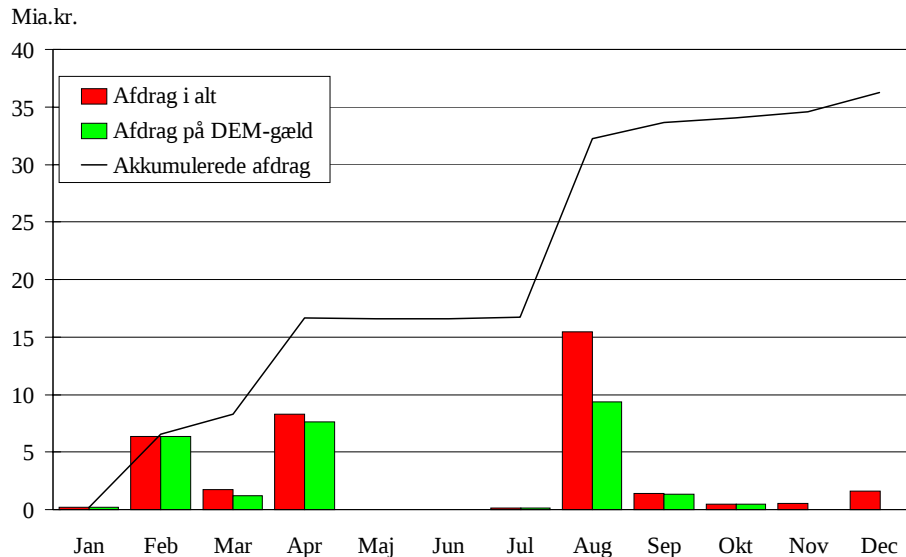
Statens udenlandske gæld er i stort omfang denomineret i valutaer, der forventes at blive til euro i forbindelse med overgangen til 3. fase af ØMU'en. Uanset at Danmark ikke forventes at redenominere den udenlandske statsgæld, vil størrelsen af lånemarkedet i euro medføre, at hovedparten af nylåntagningen fremover forventes at ske i euro, ligesom størstedelen af den udenlandske statsgæld efter den 1. januar 1999 i praksis vil være i euro.

2.9. Låntagningen i 1998

Afdrag på mellem- og langfristet gæld udgør 36 mia.kr. i 1998. Af årets afdrag refinansieres 15 mia.kr. ved ny låntagning. De resterende afdrag finansieres med provenuet fra statens salg af aktier i Tele Danmark til Ameritech. Provenuet fra aktiesalget til Ameritech er afregnet i DEM, og for at undgå valutakursrisiko anvendes det til betaling af afdrag på

DEM-lån, efterhånden som disse forfalder. Modtagelse af DEM-provenu medfører en midlertidig forøgelse af indeståendet på statens konto i Nationalbanken. Denne forøgelse betyder, at der ikke forventes at være behov for udstedelse af CP'ere i 1998 af hensyn til indeståendet på statens konto.

Figur 2.9.1. Afdrag på udenlandsk statsgæld i 1998.



Ovenstående indebærer, at den udenlandske nettolåntagning i 1998 udgør -21 mia.kr. Bruttolåntagningen på 15 mia.kr. forventes fordelt jævnt over året.

2.10. Valutamæssig samstyring af udenlandsk statsgæld og valutareserve

Valutasammensætningen af den udenlandske statsgæld og Nationalbankens valutamellemværender er siden 1992 styret under ét. Når valutaeksponeringen styres på nettobasis, skyldes det, at udenlandske statslån primært er optaget for at sikre en tilstrækkelig valutareserve. Hertil kommer, at Nationalbankens overskud overføres til staten efter nærmere fastsatte regler. Valutakurstab eller -gevinster på valutareserven kan derfor ses i sammenhæng med modsvarende gevinster eller tab på statens

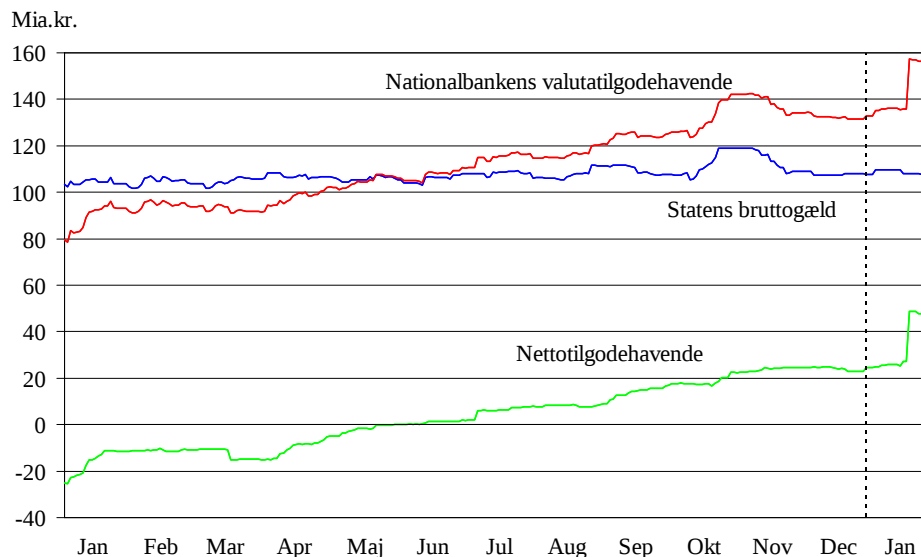
udlandsgæld. For en gennemgang og diskussion af principperne for nettostyringen af den udenlandske statsgæld og valutareserven henvises til kapitel 10.

Nettotilgodehavendets udvikling afhænger hovedsageligt af Nationalbankens interventionskøb og -salg af valuta mod kroner. Statslig låntagning indebærer isoleret set en tilsvarende forøgelse af valutareserven og påvirker derfor ikke nettotilgodehavendet.

I begyndelsen af 1997 havde staten og Nationalbanken under ét nettogæld, men primært som følge af Nationalbankens køb af valuta var der ved årets slutning et nettotilgodehavende på 25 mia.kr., jf. figur 2.10.1. Nationalbankens placeringer¹⁾ steg i løbet af 1997 med godt 51 mia.kr., mens statens udenlandske gæld steg med godt 2 mia.kr., når der tages højde for valutakursreguleringer.

Statens salg af Tele Danmark medførte i januar 1998 en forøgelse af nettotilgodehavendet med godt 21 mia.kr, jf. afsnit 2.9. ovenfor.

Figur 2.10.1. Fordelingen af det udenlandske nettotilgodehavende, 1997-januar 1998.



Anm.: Beholdningerne er løbende valutakursreguleret.

¹⁾ Medio 1997 blev SDR-beholdningen medtaget i den del af valutareserven, der indgår i nettostyringen. Den del af valutareserven, der ikke indgår i nettostyringen, omfatter IMF-mellemværender, beholdningen af officielle XEU samt guldbeholdningen.

Neutralfordelingen

Nettotilgodehavendets valutaposition styres ud fra en neutralfordeling, der fastsættes ved kvartalsvise møder mellem Finansministeriet, Økonoministeriet og Nationalbanken. Neutralfordelingen er en porteføljesammensætning bestående af positioner i USD, JPY, GBP, CHF samt EMS-valutaerne DEM, FRF, BEF, NLG samt XEU. Ved sammensætningen af neutralfordelingen sker der en afvejning af de forventede indtægter og den forventede risiko¹⁾. Indtægterne ved neutralfordelingen er givet ved summen af renteindtægter og valutakurstab/-gevinster.

Neutralfordelingens valutarisiko kan opdeles i to elementer. Dels en uundgåelig risiko, der afspejler kronens "selvstændige" bevægelser over for alle andre valutaer, dels en undgåelig risiko, der reflekterer alle andre valutaers variation over for hinanden.

I lyset af den danske valutakurspolitik kan ændringer i kronens kurs over for DEM opfattes som et udtryk for kronens "selvstændige" bevægelser. DEM vurderes samtidig at være den mindst risikofyldte valuta. Den uundgåelige risiko er således lig den mindst mulige risiko. DEM-risikoen er uundgåelig, fordi nettotilgodehavendet ikke kan placeres i kroner.

Den resterende valutakursvariation udgøres herefter af andre valutaers kursbevægelser over for DEM. Denne variation kan ses som et udtryk for den undgåelige risiko. Denne risiko kan undgås ved at holde hele neutralfordelingen i DEM.

Neutralfordelingen fastsættes som en absolut fordeling i kroner, hvor ændringer i nettogælden sker i EMS-valutaerne²⁾. Det indebærer, at den undgåelige risiko er upåvirket af bevægelser i nettogældens størrelse.

Neutralfordelingen var uændret gennem hele 1997, jf. tabel 2.10.1. Ved fastlæggelsen af neutralfordelingen pr. 1. januar 1998 besluttedes det at fastholde neutralfordelingen.

Nationalbanken varetager i det daglige styringen af nettogældens valutasammensætning. Nationalbanken har mulighed for at fravige neutralfordelingen med +/- 2,5 mia.kr. i hver valuta. I forbindelse med store interventioner på valutamarkedet kan styringen efter neutralfordelingen suspenderes.

¹⁾ Sammensætningen af neutralfordelingen sker med støtte i en såkaldt porteføljemodel. I *Statens låntagning og gæld 1995*, kapitel 7, er porteføljemodellen og dens anvendelse beskrevet.

²⁾ I praksis sker ændringerne næsten udelukkende i DEM.

Tabel 2.10.1. Neutralfordelingen for nettogælden, mia.kr.

	USD	JPY	GBP	CHF	EMS
1997, 1.-4. kvartal	-2,0	2,5	1,0	2,0	Resten
1998, 1. kvartal	-2,0	2,5	1,0	2,0	Resten

Efter indførelsen af euro ved starten af ØMU'ens 3. fase den 1. januar 1999 vil euro blive anvendt som basis ved målingen af valutakursrisikoen. Derudover ventes ØMU'en ikke at have konsekvenser for nettostyringen af den udenlandske statsgæld og Nationalbankens valutatilgodehavende.

De samlede indtægter på valutafordelingen af nettogælden/-tilgodehavendet er summen af indtægterne på neutralfordelingen og indtægterne ved Nationalbankens afvigelser fra neutralfordelingen (performance).

Indtægter ved neutralfordelingen i 1997

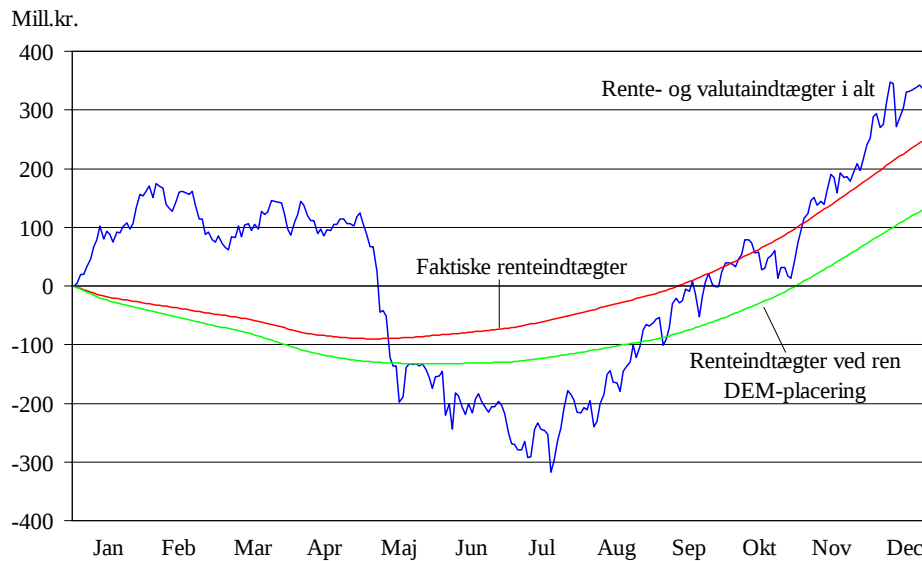
Rente- og valuta-indtægterne ved neutralfordelingen udgjorde tilsammen 346 mill.kr. fra årsskiftet til slutningen af december, jf. tabel 2.10.2. og figur 2.10.2. De akkumulerede renteindtægter var for året som helhed 254 mill.kr.¹⁾, og valutakursreguleringen var 92 mill.kr.

Tabel 2.10.2. Indtægter i forbindelse med neutralfordelingen i 1997.

Mill.kr	Neutralfordeling	Ren DEM-placering	Gevinst
Renteindtægter	254	136	118
Valutakursregulering			-30
Undgåelig	-30	-	-30
Uundgåelig	122	122	-
I alt	346	258	88

¹⁾ Opgørelsen af renteindtægterne sker med udgangspunkt i 3-måneders renter og er således en approksimation.

Figur 2.10.2. Akkumulerede indtægter for neutralfordelingen i 1997.

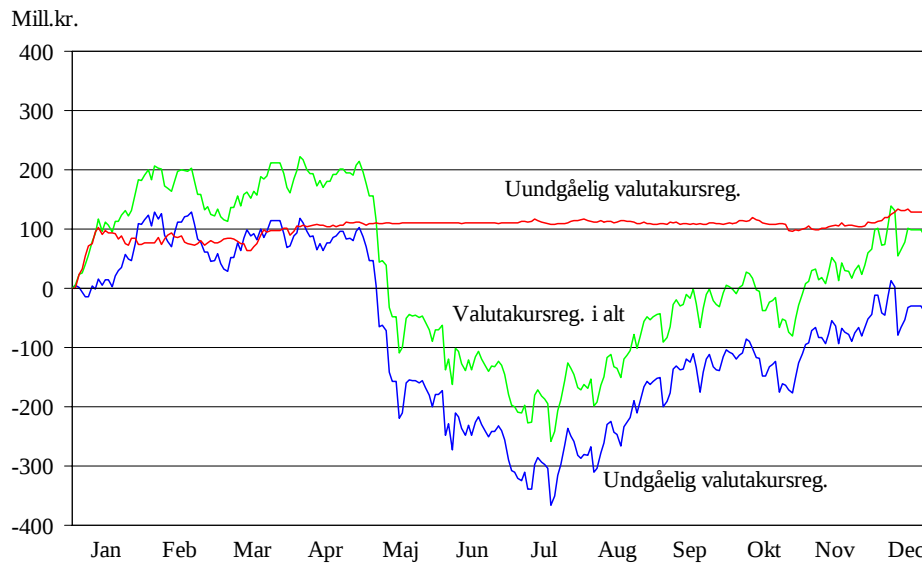


Neutralfordelingens valutakursregulering kan opdeles i et bidrag, der afspejler den uundgåelige risiko (dvs. udviklingen i kronens kurs over for DEM), og et bidrag, der er et resultat af den undgåelige risiko (dvs. andre valutaers bevægelse over for DEM).

Den undgåelige risiko indebar et valutakurstab på 30 mill.kr. Til gengæld blev der opnået en rentegevinst på 118 mill.kr. i forhold til en situation, hvor neutralfordelingen udelukkende havde været i DEM. Alt i alt kan gevinsten ved at afvige fra en ren DEM-placering anslås til 88 mill.kr.

I figur 2.10.3. er den samlede valutakursregulering af neutralfordelingen opdelt i undgåelig og uundgåelig regulering. Den uundgåelige risiko gav for hele året anledning til en gevinst på 122 mill.kr., hvilket primært kan henføres til kronens styrkelse over for DEM i starten af året. Den undgåelige risiko indebar et tab på 30 mill.kr., hvilket skyldes bevægelserne i USD, GBP, JPY og CHF over for DEM. Tilgodehavendet i USD gav anledning til en gevinst på 317 mill.kr., mens gældsvalutaerne GBP, JPY og CHF gav et tab på 352 mill.kr.

Figur 2.10.3. Dekomponering af neutralfordelingens valuta-indtægter i 1997.

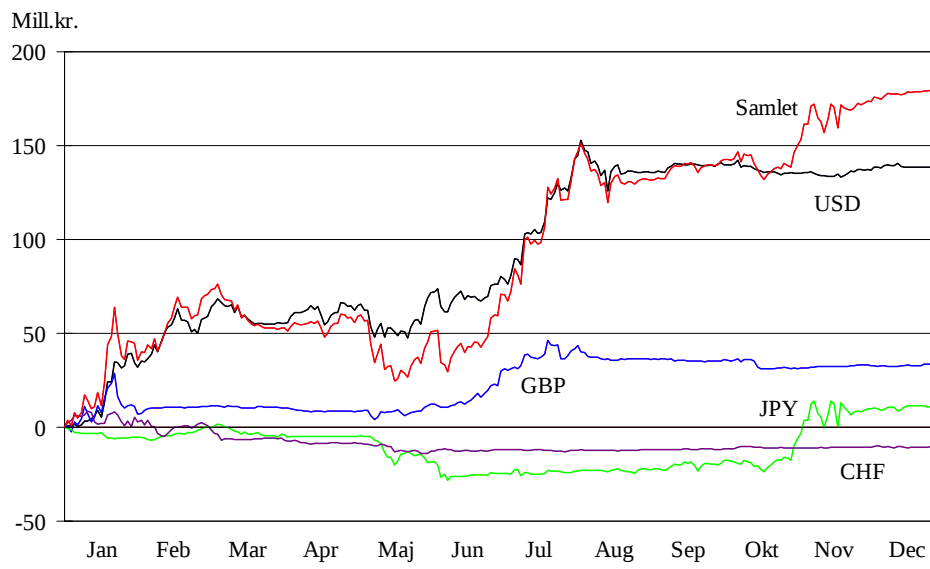


Indtægter ved afvigelse fra neutralfordelingen (performance)

Til vurderingen af Nationalbankens aktive styring af nettogælden/-tilgodehavendet beregnes performance. Nationalbankens performance opgøres som forskellen mellem indtægterne ved neutralfordelingen og indtægterne ved den faktiske valutaafdeling. Performance er dermed summen af de omkostninger/indtægter, der opstår ved, at der afviges fra neutralfordelingen. For Nationalbanken er det målet at opnå højere indtægter end neutralfordelingen.

Figur 2.10.4. viser Nationalbankens performance opgjort i kroner. Performance for året har været positiv med 179 mill.kr. USD-positionen gav anledning til en positiv performance på 138 mill.kr., mens GBP- og JPY-positionerne førte til en positiv performance på henholdsvis 33 mill.kr. og 11 mill.kr. Derimod har performance i CHF været negativ med 10 mill.kr. Performance i EMS-valutaerne har for året som helhed været positiv med 7 mill.kr.

Figur 2.10.4. Nationalbankens performance i 1997.



Kapitel 3. Statens gæld

3.1. Sammenfatning

Ved udgangen af 1997 udgjorde statsgælden 600 mia.kr. svarende til 53 pct. af BNP. Renteudgifterne af statsgælden var 43 mia.kr. i 1997. Den offentlige sektors bruttogæld - ØMU-gælden - udgjorde 693 mia.kr. ved udgangen af 1997 eller 64 pct. af BNP.

I dette kapitel redegøres for opgørelsen af statens gæld og renteudgifter samt ØMU-gælden. I afsnit 3.2. og 3.3. gennemgås sammenhængen mellem statens låntagning, statsgælden og statens renteudgifter. Fra 1998 er der indført nye regnskabsprincipper for statsgældsforvaltningen på statsregnskabet. I afsnit 3.4. gennemgås betydningen af de nye regnskabsprincipper for statens drifts-, anlægs- og udlånbudget - DAU - og statsgælden. I afsnit 3.5. er der en opgørelse af ØMU-gælden.

3.2. Statsgælden

Statens gæld opgøres som den nominelle værdi af udestående statspapirer fratrukket let omsættelige finansielle aktiver, dvs. indestående på statens konto i Nationalbanken og den nominelle værdi af Den Sociale Pensionsfonds obligationsbeholdning. Gælden udgjorde 600 mia.kr. ved udgangen af 1997 svarende til 53 pct. af BNP, jf. tabel 3.2.1. Gælden er uændret i forhold til 1996.

Den årlige nettolåntagning til kursværdi tillagt kursreguleringer svarer til ændringen i den nominelle statsgæld. Kursreguleringerne består af emissionskurstab og valutakursregulering af den udenlandske gæld. Emissionskurstabene er forskellen mellem årets låntagning opgjort til nominel værdi og kursværdi. Valutakursreguleringen er ændringen af den udenlandske gæld og de indenlandske ecu-obligationer som følge af valutakursudviklingen.

Den statslige nettolåntagning og udviklingen i statsgælden fremgår af tabel 3.2.1. I forbindelse med overgangen til nye regnskabsprincipper pr. 1. januar 1998 omdefineres statens 8,5 pct. stående ecu-lån 2002 fra

indenlandsk til udenlandsk statsgæld. For 1998 svarer nettolåntagningen fordelt på indenlandsk og udenlandsk derfor ikke til udviklingen i henholdsvis den indenlandske og udenlandske gæld.

Tabel 3.2.1. Nettolåntagning og bevægelser i statsgælden 1994-1998.

Mia.kr.	1994	1995	1996	1997	1998
<i>Nettolåntagning</i>					
Indenlandsk nettolåntagning	46,0	32,6	19,3	-5,9	-1,9
Udenlandsk nettolåntagning ¹⁾	-32,4	-19,9	-5,0	-0,2	-21,0
Træk på Nationalbanken	33,5	21,6	2,6	0,9	0,0
Nettolåntagning til kursværdi	47,0	34,3	16,9	-5,2	-22,9
<i>Kursregulering</i>					
Indenlandske emissionskurstab	10,1	7,8	1,6	1,8	2,6
Udenlandske emissionskurstab	0,2	0,5	0,0	0,2	0,2
Valutakursregulering (- = gevinst) ²⁾ .	-3,6	-5,5	0,0	1,5	0,0
Kursregulering i alt	6,7	2,8	1,7	3,5	2,7
Nettolåntagning til nominel værdi . .	53,7	37,1	18,6	-1,7	-20,2
Statusposter					
<i>Gæld, ultimo året, nominel værdi</i>					
Indenlandsk gæld	617,8	657,7	677,7	673,7	667,7
Udenlandsk gæld	129,8	105,6	101,5	103,6	89,4
Statens konto i Nationalbanken	55,3	33,7	31,1	30,7	30,7
Den Sociale Pensionsfond ³⁾	146,8	151,4	148,8	146,8	145,4
Statsgæld	545,5	578,3	599,4	599,8	581,0
Statsgæld i pct. af BNP	56,8	57,2	56,3	53,2	48,8

Kilde: Statsregnskab diverse årgange, Nationalbankens pressemeddelelse 1998/1, Budgetoversigt 4-97 og foreløbige tal fra statens bogføring. Tal for 1998 er skøn.

Anm.: Der er ikke foretaget kursregulering i forbindelse med opkøb af egne papirer. Låntagningen i de enkelte år kan derfor afvige fra bevægelser i gælden. Bevægelsen i den indenlandske og udenlandske statsgæld i 1998 svarer ikke til fordelingen af nettolåntagningen på indenlandsk og udenlandsk som følge af, at 8,5 pct. stående ecu-lån 2002 er omdefinert fra indenlandsk til udenlandsk.

¹⁾ Inkl. opkøb af indenlandske ecu-lån.

²⁾ Inkl. valutakursregulering på indenlandsk ecu-gæld. Opgørelsen kan derfor afvige fra tabel 2.4.1.

³⁾ I statsregnskabet opgøres Den Sociale Pensionsfonds obligationsbeholdning til anskaffelsesværdi.

3.3. Renteudgifter af statsgælden

I tabel 3.3.1. er vist den regnskabsmæssige opgørelse på DAU af renteudgifterne af statsgælden, svarende til opgørelsen af statsgælden i tabel 3.2.1. Det vil sige renteudgifter af statsgælden fratrukket renteindtægter af indestående på statens konto i Nationalbanken samt renteindtægter af Den Sociale Pensionsfonds obligationsbeholdning.

De samlede renteudgifter af statsgælden består af renter og fordelte emissionskursstab. Udgiftsførslen på DAU af emissionskursstab sker under betegnelsen fordelte emissionkursstab. De samlede renteudgifter af statsgælden udgjorde 43,4 mia.kr. i 1997 mod 44,0 mia.kr. i 1996.

De samlede renteudgifter af den indenlandske statsgæld er stort set uændrede fra 1996 til 1997. Det dækker over højere renteudgifter og lavere udgifter i form af fordelte emissionskursstab. Stigningen i renteudgifterne fra 1996 til 1997 skyldes kursstab, der indgår i regnskabsposten renteudgifter i tabel 3.3.1., i forbindelse med forholdsvis store opkøb i 1997 af indenlandske statspapirer til kurser over pari samt fremrykning af rentebetalinger fra 1998 til 1997 som følge af opkøbene. Faldet i de fordelte emissionskursstab kan henføres til lavere emissionskursstab ved langfristet låntagning flere år tilbage samt lavere korte renter og dermed lavere emissionskursstab på skatkammerbeviserne, der udløb i 1997 i forhold til skatkammerbeviser med udløb i 1996.

I forhold til 1996 faldt renteudgifterne på den udenlandske statsgæld i 1997. Faldet skyldes hovedsageligt, at der i 1997 var betydelige kursgevinster i forbindelse med opkøb af egne papirer og annullering af opkøbte papirer, idet de annullerede papirer blev opkøbt til kurser under pari, mens der i 1996 var betydelige kursstab.

De samlede renteindtægter af Den Sociale Pensionsfonds obligationsbeholdning faldt med 1,3 mia.kr. til 14,0 mia.kr. fra 1996 til 1997. Faldet kan hovedsageligt henføres til lavere kursgevinster.

Tabel 3.3.1. Renteudgifter af statsgælden 1994-1998.

Mia.kr.	1994	1995	1996	1997	1998
<i>Indenlandsk gæld</i>					
Renter	45,4	46,2	47,8	49,6	46,3
Fordelte emissionskurstab	7,6	5,6	6,4	4,4	3,6
Renteudgifter	52,9	51,8	54,2	54,0	49,9
<i>Udenlandsk gæld</i>					
Renter	8,5	7,6	5,6	3,9	4,7
Fordelte emissionskurstab	0,6	0,1	1,0	0,7	0,1
Renteudgifter	9,1	7,7	6,6	4,6	4,8
<i>Renter vedrørende (- = indtægt)</i>					
Statens konto i Nationalbanken	-2,0	-1,6	-1,5	-1,2	-1,6
Den Sociale Pensionsfond	-19,6	-15,4	-15,3	-14,0	-15,3
I alt	40,4	42,3	44,0	43,4	37,8

Kilde: Jf. tabel 3.2.1. Tal for 1998 er skøn.

Anm.: 1998 er ikke direkte sammenlignelig med 1994-1997 som følge af nye regnskabsprincipper.

3.4. Nye regnskabsprincipper

Fra den 1. januar 1998 er regnskabsprincipperne for statsgældsforvaltningen ændret. Formålet med ændringerne har været at give et mere retvisende billede af omkostningerne af statsgælden. Hovedkonsekvensen af ændringerne er en anden periodisering på DAU af udgiftsførslen af renteudgifterne og emissionskurstabene. Ændringerne omfatter aktiverne og passiverne på statsgældsforvaltningsområdet, dvs. den udestående mængde statspapirer, Den Sociale Pensionsfonds obligationsbeholdning, statens beholdning af egne papirer, statens konto i Nationalbanken og visse statslige genudlån.

Ændringerne kan deles op i tre hovedområder. For det første bliver renteudgifter og -indtægter samt de fordelte emissionskurstab på DAU nu periodiseret efter et optjeningsprincip, hvor det hidtil har været efter et betalingsprincip. For det andet bliver der fremover posteret valuta-kursreguleringer på DAU i forbindelse med afdrag på den udenlandske gæld. Endelig er der nogle mindre ændringer i opgørelsen af netto- og bruttokassesaldoen.

Renteudgifter

På statsregnskabet opdeles udgifterne på statsgælden i renteudgifter og fordelte emissionskurstab.

Renteudgifterne blev under den tidligere regnskabspraksis bogført på betalingstidspunktet. De bogførte renteudgifter i året svarede derved til de betalte renter i året, dvs. kuponrenterne fratrasket indbetalinger i form af vedhængende renter.¹⁾ Havde papiret termin tidligt på året, blev de vedhængende renter indtægtsført i udstedelsesåret, mens de tilhørende kuponrenter først blev betalt og dermed udgiftsført i det efterfølgende år. Havde papiret termin sent på året, var betalingsåret for hovedparten af de vedhængende renter og de tilhørende kuponrenter sammenfaldende. De vedhængende renter og de tilhørende kuponrenter blev dermed udgiftsført i det samme år. Det anvendte bogføringsprincip indebar derfor, at en del af udsvingene i de bogførte renteudgifter fra år til år skyldtes betalingsforskydninger, som ikke havde baggrund i udsving i de reelle udgifter af statsgælden. Det er bl.a. på den baggrund indførelsen af de nye regnskabsprincipper skal ses.

Efter de nye regnskabsprincipper skal renteudgifterne periodiseres efter et optjeningsprincip. Renteudgifterne skal opgøres i forhold til årets rentetilskrivning svarende til antallet af dage, et lån løber i det pågældende år. Vedhængende renter får derfor ikke længere betydning for periodiseringen af de bogførte renteudgifter. Det indebærer, at der i udstedelsesåret typisk vil blive bogført større renteudgifter. På samme måde indebærer optjeningsprincippet, at der i udløbsåret typisk vil blive bogført lavere renteudgifter, idet der nu bogføres renteudgifter svarende til rentetilskrivningen fra årets start til udløb, mens der efter de gamle principper blev udgiftsført en hel rentekupon. Set over et låns løbetid vil renteudgifterne opgjort efter de hidtidige principper svare til udgifterne efter de nye principper, men der vil generelt ske en fremrykning af udgiftsførslen. I box 3.4.1. er vist et eksempel på periodiseringen af renteudgifterne efter de nye og gamle principper.

¹⁾ Vedhængende rente, som er den sædvanlige afregningspraksis ved obligationshandel, indebærer, at køberen af statspapirer betaler forholdsmeæssig rente til sælger (staten) svarende til perioden fra sidste termin til købstidspunktet. Ved den følgende termin kompenseres køberen med en hel kuponrentebetaling. Købes statspapirerne mindre end 30 dage før næste termin, modtager køberen ingen kuponrente, men modtager på købstidspunktet den forholdsmeæssige rente til terminstidspunktet.

Box 3.4.1. Bogføring af renter efter nyt og gammelt princip.

I det følgende vises et eksempel, hvor der er relativt stor forskel på periodiseringen af renteudgifterne efter de nye og gamle principper. Antag, at der den 15. maj 1997 (valør) blev udstedt 100 mill.kr. nominelt i 4,00 pct. statsgældsbevis 2000 I med termin 15. februar 2000.

Efter det gamle princip bogføres i 1997 indtægter fra vedhængende renter på 1 mill.kr. svarende til rentetilskrivningen fra sidste termin til udstedelsesdatoen (90 dage). Da låntagningen skete efter årets termin, forfalder den tilhørende kuponrente betaling først det næste år, og der udgiftsføres derfor ikke kuponrenter i 1997.

Efter det nye princip bogføres renteudgifter i 1997 for 2,5 mill.kr. svarende til rentetilskrivningen fra udstedelsesdatoen til udgangen af 1997 (225 dage). I 1998 og 1999 er renteudgifter efter de to principper sammenfaldende. I 2000 udgiftsføres hele kuponrenten efter det gamle princip, mens renteudgifterne efter det nye princip er 0,5 mill.kr. svarende til 45 dages rentetilskrivning. Over lånets løbetid er renteudgifter opgjort efter de to principper nøjagtigt ens, men udgiftsførslen fremrykkes under det nye princip.

Renteudgifter, mill.kr. (- = indtægt)

År	Gammelt princip ¹⁾	Nyt princip ²⁾
1997	-1,0	2,5
1998	4,0	4,0
1999	4,0	4,0
2000	4,0	0,5
I alt	11,0	11,0

¹⁾ Kuponrenter - vedhængende renter.

²⁾ Kupon x nominelt lånebeløb x lånetid i det enkelte år/360 dage.

Renteindtægterne af aktiverne under statsgældsforvaltningen skal ligeledes periodiseres efter det nye princip.

Fordelte emissionskurstab

Emissionskurstab er forskellen mellem den nominelle værdi og emissionskursen ved udstedelsen og bogføres på DAU som en udgift under betegnelsen fordelte emissionskurstab. Afhængig af om statspapirer udstedes til en kurs under eller over pari, er der tale om emissionskurstab eller emissionskursgevinst.

Emissionskurstab kan betragtes som en låneomkostning på linje med renteudgifterne. Optages et statslån med en lav kupon, bliver renteudgifterne forholdsvis små, mens emissionskursen bliver lav og emissionskurstabet dermed forholdsvis stort. Optages der omvendt et lån med en

høj kupon, bliver renteudgifterne forholdsvis store, mens emissionskurs-
tabet bliver forholdsvis beskedent.

For de fleste statspapirer udgør emissionskurstabene kun en mindre
del af de samlede låneomkostninger i forhold til renteudgifter. Men for
nulkuponpapirer, fx skatkammerbeviser udgøres hele låneomkostningen
af emissionskurstabet.

Efter de gamle principper blev emissionskurstab udgiftsført/fordelt i
forbindelse med afdrag på de enkelte lån. For stående lån, der afdrages i
deres helhed på udløbsdagen, udgiftsførtes hele emissionskurstabet der-
med i udløbsåret.

Fremover skal emissionskurstab fordeles jævnt/lineært over lånets
løbetid. Bogføringen efter de nye principper indebærer, at i de år, hvor
der forfalder et stort stående lån udstedt til en lav kurs, kan forskellen
mellem de fordelte emissionskurstab opgjort efter de to principper være
forholdsvis stor. Men da afdragsprofilen på den samlede statsgæld er
forholdsvis jævn over årene, vil der for gælden som helhed ikke være
store afvigelser mellem periodiseringen efter de to principper. Set over
et låns løbetid vil summen af de fordelte emissionskurstab være ens efter
den gamle og nye bogføringspraksis, men der vil ske en fremrykning af
bogføringen af de fordelte emissionskurstab under det nye princip. Efter
det nye princip vil de bogførte udgifter (renteudgifter og fordelte emissi-
onskurstab) for det enkelte lån tilnærmelsesvis svare til den effektive
forrentning over lånets løbetid - givet lånet holdes til udløb. I box 3.4.2.
er vist et eksempel på fordelingen af emissionskurstab ved bogføring ef-
ter de to principper.

Indtægterne på aktiverne under statsgældsforvaltningen skal også
posteres efter det nye princip. Der er ikke emissionskurstab i forbindelse
med aktiverne, men der kan være tale om kursgevinster eller -tab afhæn-
gig af, om aktiverne er anskaffet til en værdi under eller over den nomi-
nelle værdi. Disse gevinster eller tab skal indtægtsføres på DAU efter
det samme lineære fordelingsprincip, som skal anvendes i forbindelse
med fordelingen af emissionskurstabene.

Box 3.4.2. Bogføring af emissionskurstab efter nyt og gammelt princip.

I det følgende vises et eksempel på forskellen mellem bogføringen af emissionskurstab efter det gamle og nye princip. Det antages, at udstedelsen i 4,00 pct. statsgældsbevis 2000 I den 15. maj 1997 (valør), jf. box 3.4.1., skete til kurs 95 svarende til et emissionskurstab på 5 mill.kr. Den effektive rente ved udstedelsen var 6,02 pct.

Da statsgældsbeviset er et stående lån, udgiftsføres hele emissionskurstabet som fordelte emissionskurstab under det gamle princip i forbindelse med afdragene i 2000. Ved bogføringen efter det nye princip periodiseres emissionskurstabet i forhold til lånetiden i de enkelte år: fx er de fordelte emissionskurstab i 1997 1,1 mill.kr. ($=225/990 \times 5$ mill.kr.). Over lånets løbetid (på i alt 990 dage) er summen af de fordelte emissionskurstab ens for de to principper, men udgiftsførslen af emissionskurstabet fremrykkes under det nye princip.

I forbindelse med indførelsen af de nye regnskabsprincipper blev det overvejet at periodisere emissionskurstabet efter et matematisk princip i stedet for efter det lineære princip. Det lineære princip blev foretrukket, fordi det var simplere, og specielt fordi det for visse af de mere komplicerede udenlandske lånetyper var uhensigtsmæssigt at anvende det matematiske princip. Endvidere er forskellen mellem periodeeffekterne af de to fordelingsprincipper beskedne.

Fordelte emissionskurstab, mill.kr.

År	Gammelt princip	Nyt princip	Matematisk princip
1997	0,00	1,14	1,07
1998	0,00	1,82	1,78
1999	0,00	1,82	1,89
2000	5,00	0,23	0,25
I alt	5,00	5,00	5,00

1)

Emissionskurstab x lånetid i det enkelte år/restløbetid ved udstedelsen.

2)

Den matematiske kursopskrivning i år t , dK_t , beregnes ved at løse ligningen:
(rentetilskrivning i år $t + dK_t)/K_t$ = effektiv rente ved udstedelsen

Sammenligning af det gamle og nye regnskabsprincip

I tabel 3.4.1. er foretaget en sammenligning af de historiske udgifter på den indenlandske gæld efter de gamle og nye principper. Med de nye regnskabsprincipper er der skabt en mere direkte sammenhæng mellem udviklingen i de samlede renteudgifter og statsgælden. Det indebærer, at bevægelser i renteniveauet slår hurtigere igennem på renteudgifterne ved nylåntagning. Effekten af de nye regnskabsprincipper er, at udviklingen i

renteudgifterne bliver mere jævne. Effekten er dog forholdsvis beskeden for renteudgifterne i perioden 1994-1997.

Tabel 3.4.1. Sammenligning af nye og gamle regnskabsprincipper 1994-1997, indenlandske renteudgifter og fordelte emissionskurstab.

Mia.kr.	1994	1995	1996	1997
<i>Renter</i>				
Gammelt princip	45,4	46,2	47,8	49,6
Nyt princip	45,1	46,9	48,2	48,7
Merudgift ifølge gammelt princip	0,3	-0,7	-0,4	0,9
<i>Fordelte emissionskurstab vedr. obligationer og statsgældsbeviser</i>				
Gammelt princip	3,5	2,2	3,2	2,6
Nyt princip	2,8	3,7	3,0	2,3
Merudgift ifølge gammelt princip	0,7	-1,5	0,2	0,3
<i>Fordelte emissionskurstab vedr. skatkammerbeviser</i>				
Gammelt princip	4,1	3,4	3,2	1,8
Nyt princip	3,8	3,5	2,4	1,9
Merudgift ifølge gammelt princip	0,3	-0,1	0,8	-0,1
Total merudgift ifølge gammelt princip	1,2	-2,3	0,6	1,1

Den beskudne forskel i periodiseringen af renteudgifterne efter de to principper kan hovedsagligt henføres til to forhold. For det første sker hovedparten af årets udstedelse i de enkelte papirer typisk tidligere på året end terminsdatoerne (i 1997 mere end 80 pct. af den indenlandske låntagning). Det indebærer, at den overvejende del af de vedhængende renter og de tilhørende kuponrenter falder i samme år. Vedhængende renter af denne del af låntagningen har derfor den samme periodeeffekt på renteudgifterne på statsregnskabet opgjort efter de nye og gamle principper. For det andet er låntagningen nogenlunde jævnt fordelt inden for de enkelte år og sker for størstedelen i papirer med samme terminer. Det indebærer, at forholdet mellem rentebetalinger opgjort efter det gamle betalingsprincip og rentetilskrivningen opgjort efter det nye optjeningsprincip er relativt stabilt mellem årene.

Renteudgifterne opgjort efter det nye princip steg fra 1996 til 1997 med 0,5 mia.kr. til 48,7 mia.kr. Stigningen dækker over øgede renteud-

gifter i form af kurstab i forbindelse med opkøb. Ses der bort fra opkøbskurstabene, faldt renteudgifterne efter det nye princip med 0,5 mia.kr.

Forskellen mellem fordelingen af emissionskurstabene opgjort efter de to principper er forholdsmæssigt større end forskellen ved periodiseringen af renteudgifterne. Det skyldes, at langt den største del af den indenlandske statsgæld er stående lån. De fordelte emissionskurstab opgjort efter det gamle princip kan variere mellem årene, afhængigt af om der i året forfalder et stort lån, som blev udstedt med et stort emissionskurstab. Efter det nye regnskabsprincip slår variation i emissionskurstabene mellem årene allerede igennem i udstedelsesåret på de fordelte emissionskurstab, som udgiftsføres på DAU. Efter det gamle princip slog variationer i emissionskurstabene først igennem på DAU i afdragsåret.

Der er ikke foretaget en periodisering af renteudgifterne og emissionskurstabene på den udenlandske statsgæld. Den udenlandske låntagning afregnes for den overvejende del uden vedhængende renter og til kurser tæt på pari, hvorfor forskellen mellem periodiseringen af udgifterne på den udenlandske gæld efter de to principper er forholdsvis lille.

Valutakursregulering

Fremover skal valutakursreguleringer på den udenlandske statsgæld indgå på DAU. Begrundelsen for denne ændring er, at ændringer i valutakurserne påvirker låneomkostningerne; fx gør apreciering af valutakursen på et udenlandsk lån det dyrere at tilbagebetale lånet. Valutakursregulering er derfor en låneomkostning, som kan sidestilles med renteudgifter og emissionskurstab.

Udgiftsførslen af valutakursreguleringen skal foretages efter det såkaldte realisationsprincip, hvilket indebærer, at der kun foretages valutakursreguleringer i forbindelse med afdrag på gælden¹⁾, mens de urealiserede valutakursreguleringer på den udestående gæld alene posteres på status og dermed ikke har konsekvenser for DAU. Opgørelsen af gælden påvirkes ikke af indførelsen af de realiserede valutakursreguleringer på afdrag på den udenlandske gæld.

Realisationsprincippet skal fortsat anvendes ved bogføringen på DAU af renteudgifterne og emissionskurstabene. Dvs. at renteudgifterne

¹⁾ De realiserede valutakursreguleringer (tab) opgøres som (tilbagebetalingsvalutakurs - optagelsesvalutakurs) x nominel værdi.

og emissionskurstabene af den udenlandske gæld opgøres i kroner omregnet efter de aktuelle/realiserede valutakurser.

Netto- og bruttokassesaldoen

I forbindelse med de nye regnskabsprincipper sker der nogle mindre ændringer i opgørelsen af netto- og bruttokassesaldoen.

Opkøb til statens beholdning af egne papirer, annullering af opkøbte papirer og Den Sociale Pensionsfonds nettokøb af obligationer indgår ikke i nettokassesaldoen. Opkøb af egne papirer kan sidestilles med ordinære afdrag på statsgælden og har samme effekt på statsgælden som almindelige afdrag, der posteres på bruttokassesaldoen. Flytning af Den Sociale Pensionfonds nettoobligationskøb afspejler, at Den Sociale Pensionfonds obligationsbeholdning trækkes fra i opgørelsen af statsgælden, jf. tabel 3.2.1. Nettokøb til Den Sociale Pensionfonds obligationsbeholdning er derfor ikke en del af statens nettolåntagning, men en finansiell transaktion.

Opgørelsen af gælden - passiver og aktiver

Statens passiver på statsgældsforvaltningsområdet - dvs. den udestående mængde af statspapirer - skal fortsat opgøres til nominel værdi.

Statens finansielle aktiver på statsgældsforvaltningsområdet - dvs. Den Sociale Pensionsfonds beholdning af obligationer, statens beholdning af egne papirer, statens konto i Nationalbanken og visse statslige genudlån - skal fremover opgøres til den løbende op- eller nedskrevne værdi. Tidligere blev aktiverne opgjort på status til anskaffelsesværdien. Som supplerende information vil der i forbindelse med de nye regnskabsprincipper endvidere være en separat opgørelse af statsgældsforvaltningens aktiver til kursværdi, nominel værdi og anskaffelsesværdi på statsregnskabet. I tabel 3.2.1. og bilagstabel 1 er statens aktiver opgjort til nominel værdi.

Overgangseffekter af de nye regnskabsprincipper

De nye regnskabsregler implementeres, så indtægter og udgifter i 1998 afspejler det driftsresultat, der ville gælde, såfremt de nye principper også havde været gældende før 1998. På den måde undgås, at indførelsen

af nye regnskabsprincipper får teknisk betingede engangskonsekvenser i implementeringsåret.¹⁾

I praksis betyder det, at en del af de endnu ikke fordelte emissionskurstab ikke vil blive udgiftsført på DAU. Efter de gamle principper blev emissionskurstabilene udgiftsført i afdragsåret, mens de efter de nye principper bliver udgiftsført løbende. Det indebærer, at den del af emissionskurstabilene, hvor udgiftsførslen fremrykkes fra perioden 1998-2024 til perioden før 1998, ikke vil blive udgiftsført.

På samme måde er der en del af statens rentebetalinger, som ikke vil blive udgiftsført. I udløbsåret vil der efter de nye principper blive udgiftsført renteudgifter for et givet lån svarende til rentetilskrivningen fra starten af året til udløbstidspunktet, mens der efter de gamle principper ville have været bogført en hel rentekupon. Såfremt lånet udløber tidligt på året, som nogle af de store indenlandske benchmarklån gør, vil der blive bogført væsentligt lavere renteudgifter på det pågældende lån i udløbsåret efter de nye principper i forhold til de gamle principper.

Selvom der som følge af de nye regnskabsprincipper vil være en del af renteudgifterne og emissionskurstabilene, som ikke bliver udgiftsført, kan renteudgifterne og de fordelte emissionskurstab i enkelte af de kommende år blive forøget efter de nye principper som følge af fremrykningen af udgiftsførslen.

3.5. Den offentlige sektors bruttogæld - ØMU-gæld

I Maastricht-traktaten blev der for at sikre en stabil økonomisk og monetær union opstillet visse krav til den økonomiske konvergens mellem deltagerlandene. Konvergenskriterierne omfatter krav til inflation, rente, valutakurs og de offentlige budgetforhold. De lande, som skal indføre fælles valuta fra den 1. januar 1999 i forbindelse med starten af 3. fase af ØMU'en, vil blive udvalgt ud fra en vurdering af, om de opfylder konvergenskriterierne for 1997. Konvergenskravet for de offentlige budgetforhold bliver formentlig det afgørende ved udvælgelsen. Tærskelværdierne for det offentlige budgetunderskud og bruttogæld er henholdsvis 3 pct. og 60 pct. af BNP.

¹⁾ I statens budgetvejledning er der adgang til at foretage primokorrekationer til statsregnskabets statusposter i det år, hvor regnskabsændringer gennemføres, for på den måde at undgå uensigtsmæssige engangseffekter.

Medlemslandene har i slutningen af februar 1998 indrapporteret data for det offentlige underskud og den offentlige gæld vedrørende 1997.¹⁾ På den baggrund offentliggør Det Europæiske Monetære Institut, EMI, og EU-Kommissionen den 25. marts 1998 hver deres beretning om konvergenssituationen. EU-Kommissionen fremsætter samtidig sin henstilling om, hvilke lande der er kvalificeret til den fælles valuta. Denne henstilling skal for de lande, som ikke overholder ovennævnte tærskelværdier, tage hensyn til, om gælden er faldende eller "... alle andre relevante forhold, ...", jf. Maastricht-traktatens artikel 104C, stk. 3. Den 1. maj 1998 vil Rådet af økonomi- og finansministre, ECOFIN-rådet, på grundlag af beretningerne og henstillingen fra Kommissionen vurdere, om de enkelte lande opfylder kriterierne. ECOFIN-rådets anbefalinger overgives til stats- og regeringscheferne, som den 2. maj træffer afgørelse om, hvilke lande der indfører den fælles valuta fra den 1. januar 1999.

Opgørelsen af den offentlige gæld i henhold til Maastricht-traktaten afviger i forhold til opgørelsen af statsgælden i afsnit 3.2. For det første omfatter den offentlige sektors gæld ud over statsgælden også amters og kommuners gæld. Statsgælden udgør dog i Danmark hovedparten af den offentlige sektors 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.

Ved udgangen af 1997 var den offentlige gæld opgjort i henhold til Maastricht-traktaten 693 mia.kr. svarende til 64 pct. af BNP. I forhold til 1996 er gælden faldet med knap 20 mia.kr., mens gældens andel af BNP er faldet med godt 5 procentpoint, jf. tabel 3.5.1.

Siden juni 1996 har Danmark ikke optrådt på listen over lande med et uforholdsmæssigt stort budgetunderskud, selv om gælden overstiger tærskelværdien på 60 pct. af BNP. Det skal ses på baggrund af, at det offentlige budgetunderskud ligger under tærskelværdien på 3 pct. af BNP, samtidig med at gældskvoten har været faldende siden 1993. Baseret på 1996-tal var Danmark sammen med Finland, Holland, Luxembourg og

¹⁾ Eurostat, som er statistikmyndigheden i EU, vurderer, om de indrapporterede tal er opgjort i overensstemmelse med den vedtagne statistikstandard (ESA79).

Irland de eneste EU-medlemslande, som ECOFIN-rådet ikke vurderer til at have et uforholdsmæssigt stort budgetunderskud.

Selvom Danmark ikke deltager i ØMU'ens 3. fase, er Danmark stadig forpligtet til at opfylde kravene bl.a. til den offentlige sektors gæld og budgetunderskud, men kan dog ikke pålægges sanktioner i tilfælde af overskridelse.

Tabel 3.5.1. Den offentlige sektors gæld, ultimo 1994-1997.

	1994	1995	1996	1997
Bruttogæld i mia.kr.	710	700	710	693
Pct. af BNP	77	72	70	64

Kilde: Økonomiministeriet, februar 1998.

Anm.: Ved opgørelsen af BNP-tallene er anvendt EU's definitioner.

Kapitel 4.

Den Sociale Pensionsfond

4.1. Generel baggrund og forvaltning af fonden

Den Sociale Pensionsfond er en del af statens aktiver. Det løbende renteafkast af fonden anvendes dels til finansiering af visse pensionsforbedringer, dels henlægges i fonden til værdisikring af denne. Det beløb, der anvendes til finansiering af pensionsforbedringer, fastsættes i finansloven, svarende til de årlige udgifter til pensionsforbedringer, der er gennemført med henvisning til Den Sociale Pensionsfond. Beløbet overføres løbende til Socialministeriet.

Fonden bestyres af socialministeren og finansministeren. De løbende opgaver med administration af Den Sociale Pensionsfonds formue varetages af et udvalg med repræsentanter for Finansministeriet og Socialministeriet samt Nationalbanken. Den daglige pleje af fondens aktiver varetages af Nationalbanken.

4.2. Fondens løbende betalinger og beholdning

Der var i 1997 renteindtægter for 11,9 mia.kr. samt realiserede kursgevinster i henhold til regnskabsprincipperne for fonden på 2,1 mia.kr. Der blev udtrukket 17,9 mia.kr. obligationer til indfrielse. Af rådighedsbeløbet blev der overført 8,5 mia.kr. til Socialministeriet til finansiering af udgifterne til pensionsforbedringer, og 4,7 mia.kr. blev betalt i realrenteafgift. Det overskydende beløb er placeret i statspapirer. I 1997 er strategien omkring omlægning fra ikke-statspapirer til statspapirer fortsat, og der er omlagt for i alt 2,6 mia.kr.

Ultimo 1997 udgjorde Den Sociale Pensionsfonds nominelle beholdning af obligationer 146,8 mia.kr., svarende til knap 8 pct. af den samlede udestående mængde af obligationer noteret på Københavns Fondsbørs A/S. Fonden havde ved udgangen af 1997 et indestående på kontoen i Nationalbanken på 0,1 mia.kr.

Den nominelle beholdning er siden udgangen af 1996 faldet med 2,0 mia.kr., jf. tabel 4.2.1. Den bogførte værdi steg i samme periode fra 139,0 mia.kr. til 140,4 mia.kr.

Tabel 4.2.1. Den Sociale Pensionsfonds obligationsbeholdning, nominel værdi.

Mia.kr., ultimo året	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Nominel værdi	132,2	138,4	146,9	151,5	148,8	146,8

Anm.: Indeksobligationer er opgjort til indekseret værdi.

Fordelingen på obligationstyper fremgår af tabel 4.2.2.

Tabel 4.2.2. Den Sociale Pensionsfonds obligationsbeholdning fordelt på obligationstyper, nominel værdi.

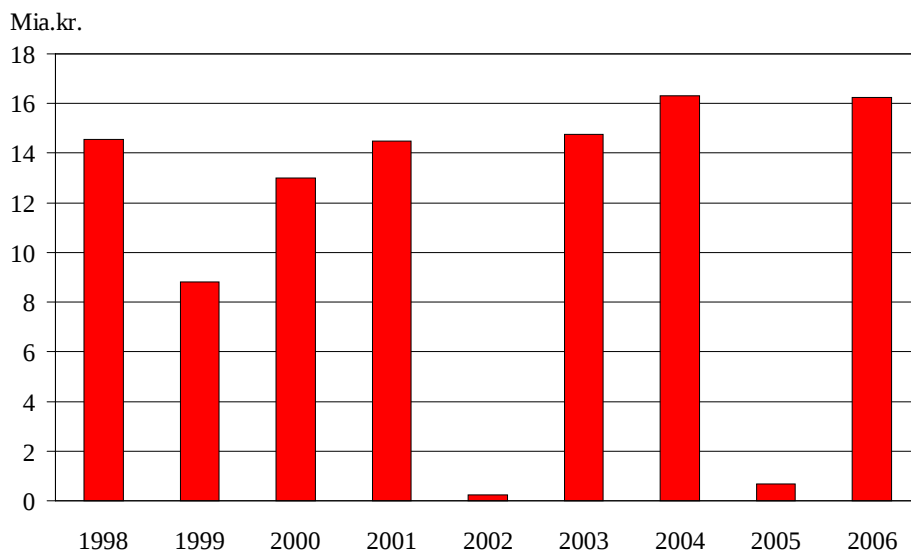
Ultimo	1996		1997	
	Mia.kr.	Pct.	Mia.kr.	Pct.
Statsobligationer	83,4	56,1	92,5	63,0
Realkreditobligationer	53,8	36,2	44,3	30,2
Indeksobligationer ¹⁾	10,6	7,1	9,4	6,4
Kommunekreditobligationer	0,1	0,1	0,0	0,0
Skibskreditobligationer	0,6	0,4	0,5	0,3
Andre obligationer	0,2	0,1	0,1	0,1
I alt	148,8	100,0	146,8	100,0

¹⁾ Indekseret værdi.

Fordelingen af fondens beholdning på udløbsår til og med 2006 er vist i figur 4.2.1. Obligationer med udløb senere end 2006 er helt overvejende real-, skibs- og kommunekreditobligationer, som udgør godt 1/3 af den samlede nominelle beholdning.

Ved udgangen af 1997 var varigheden på den samlede obligationsbeholdning 4,3 år. Ved beregningen af varigheden er der for realkreditobligationernes vedkommende anvendt en optionsjusteret varighed, der tager hensyn til konverteringselementet. Varigheden af fondens beholdning er dermed af samme størrelsesorden som varigheden på den indenlandske statsgæld. Varigheden af beholdningen af statsobligationer var 3,7 år, mens varigheden for den øvrige obligationsbeholdning var 5,5 år.

Figur 4.2.1. Den Sociale Pensionsfonds obligationsbeholdning fordelt på udløbsår, ultimo 1997.



4.3. Fondens placeringspolitik

Fondens midler anbringes i børsnoterede obligationer. Der kan ske omlægning af papirer i obligationsbeholdningen. Både ved indkøb af obligationer som led i genplacering og ved omlægninger tilstræbes, at der ikke forekommer væsentlige ændringer i de indbyrdes forhold mellem markedsrenterne på de forskellige obligationstyper.

Siden oktober 1995 er der foretaget en omlægning af fondens beholdning af ikke-statsobligationer til statsobligationer. Omlægningen er primært sket i forbindelse med udtrækninger og indfrielse, men er også foretaget ved salg af realkreditobligationer, herunder indeksobligationer.

Kapitel 5.

Statens betalinger

5.1. Statens konto

Staten har sine likvide midler anbragt på konto i Nationalbanken og foretager sine betalinger via denne konto. Som følge af forskelle i den tidsmæssige placering af statens ind- og udbetalinger kan saldoen variere med store beløb henover året.

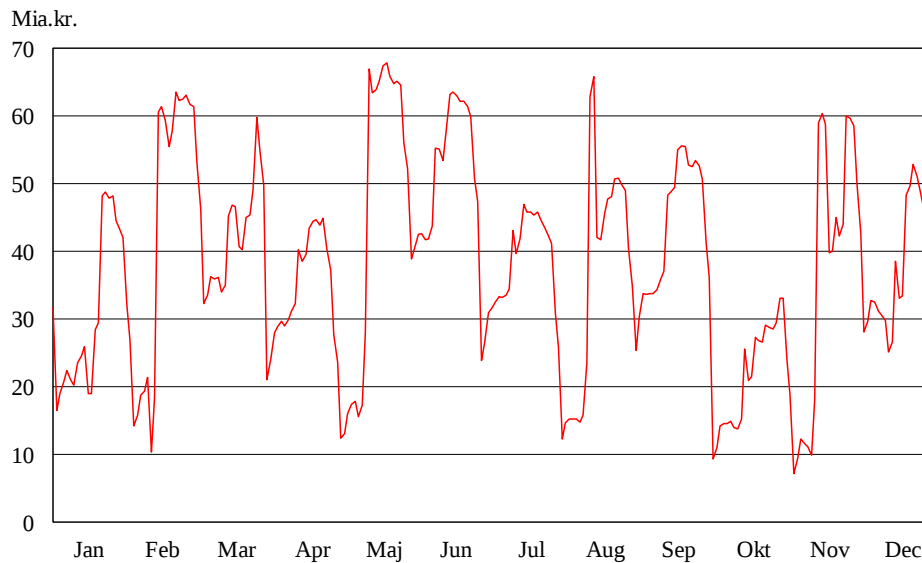
Ifølge Maastricht-traktaten må Nationalbanken ikke yde staten overtræk på den løbende konto ved dagens slutning. Det stiller krav om pålidelige prognoser for statens betalinger. Nationalbanken udarbejder prognoser for statens betalinger på månedlig og daglig basis.

Ud fra et forsigtighedshensyn er der behov for et vist minimumsindestående for at kunne imødegå eventuelle afvigelser fra de forventede betalinger. Ved udsigten til et for lavt indestående kan staten optage helt korte lån på de internationale pengemarkeder i form af Commercial Papers. Disse kan udstedes med løbetid ned til ganske få dage.

Udviklingen for saldoen i 1997 er vist i nedenstående figur 5.1.1.

I 1997 var der ved to lejligheder udsigt til et lavt indestående på statens konto. Dels den 10. februar, hvor 6,25 pct. statsgældsbevis 1997 I blev indfriet, dels primo november i forbindelse med statens månedlige afregning af indkomstskat til kommuner. Ved begge lejligheder udstedte staten CP'ere i perioden forinden, således at indestående blev holdt på et passende niveau.

Figur 5.1.1. Saldo på statens konto i 1997.



5.2. Påvirkning af pengeinstitutternes nettostilling

Statens indenlandske betalinger giver sig udslag i pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken. Udbetalinger fra staten til pengeinstitutsektoren øger nettostillingen, mens omvendt indbetalinger fra sektoren til staten reducerer nettostillingen.

For året som helhed inddrages den øgede likviditet, der følger af det statslige kasseunderskud ved salg af indenlandske statspapirer, jf. kapitel 1 om den indenlandske lånenorm. Statens betalinger påvirker derfor ikke nettostillingen for året som helhed.

I løbet af året har statens betalinger imidlertid afgørende indflydelse på likviditetsudviklingen.

På indbetalingssiden er de væsentlige poster moms, A-skat, selskabsskat samt realrenteafgiften. På udbetalingssiden er de væsentlige poster især afregning til kommuner af indkomstskat, sociale ydelser samt pensioner, rentebetalinger og afdrag på statslån.

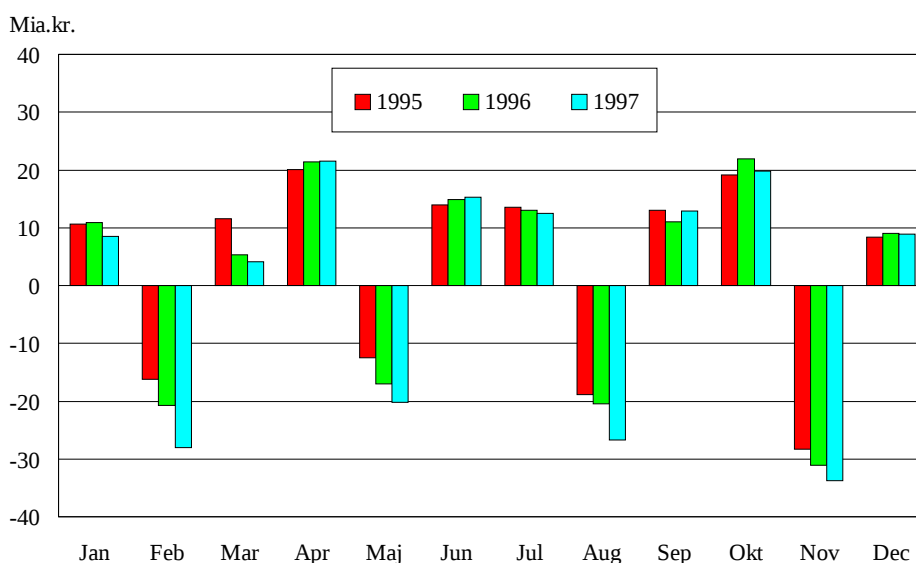
De store indbetalinger af moms til staten finder sted i februar, maj, august og november. I november indbetales herudover hovedparten af årets selskabsskatter.

5.3. Månedsfordeling

Nationalbanken udarbejder og udsender en månedsfordeling af statens betalinger i maj, august, oktober og december. Grundlaget for månedsfordelingene er Finansministeriets skøn over statsfinanserne, der offentliggøres i budgetoversigterne. Med udgangspunkt i budgetoversigterne fordeles de større poster ud på måneder. Fordelingen sker på baggrund af de enkelte betalingers historiske placering på måneder samt oplysninger om ændrede betalingsterminer.

I figur 5.3.1. er for perioden 1995-1997 vist månedsfordelingen af statens faktiske nettofinansieringsbehov, der opgøres som forskellen mellem de løbende ind- og udbetalinger. Figuren illustrerer det stabile mønster i betalingernes månedsfordeling, der erfaringsmæssigt kan genfindes i de enkelte budgetposter.

Figur 5.3.1. Statens nettofinansieringsbehov 1995-1997.



Månedsfordelingen for 1998 er vist i bilag 5.1. Denne månedsfordeling blev udsendt i december 1997.

I månedsfordelingens oversigtstabel er vist den månedsopdelte prognose for statens finansieringsbehov samt de inden- og udenlandske afdrag. Herudover er angivet statens provenu ved salget af aktier i Tele

Danmark A/S til Ameritech. Dette provenu anvendes til afdrag af den udenlandske statsgæld, jf. kapitel 2.

Ind- og udbetalingstabellerne indeholder statens forventede løbende betalinger.

Interesserede kan få tilsendt månedsfordelingen (på papir eller diskette) ved henvendelse til Nationalbanken, Handelsafdelingen, tlf. 3363 6720.

5.4. Dagsfordeling

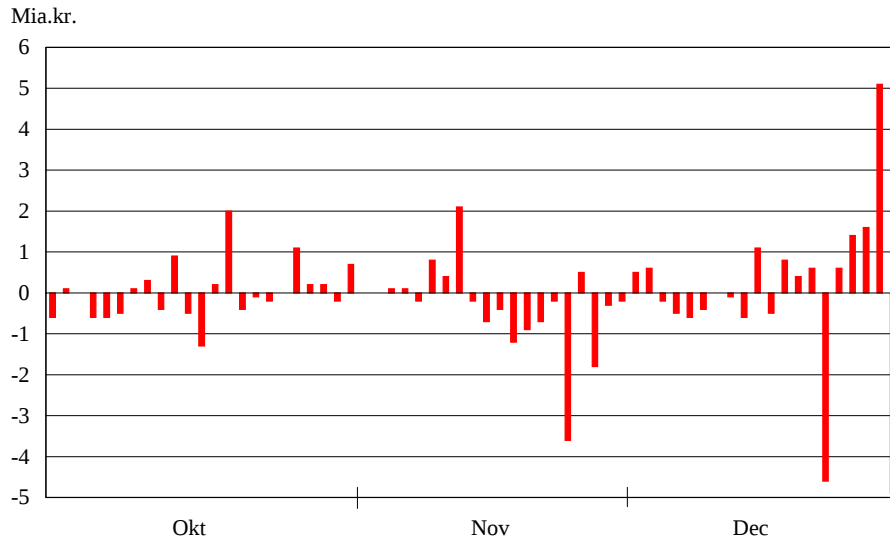
Månedsfordelingens skøn for statens betalinger fordeles i den såkaldte dagsfordeling på dage. Formålet er at få et skøn over udviklingen i pengeinstitutternes likviditet samt udviklingen i saldoen på statens konto.

Dagsfordelingen udsendes til pengeinstitutterne den næstsidste bankdag i hver måned. Dagsfordelingen indeholder prognosen for statens samlede betalinger fordelt på dage samt Nationalbankens planlagte markedsoperationer i indskudsbeviser til tilførsel og inddragelse af likviditet for de kommende to måneder.

Erfaringen med dagsfordelingen er god. Den daglige afvigelse fra prognosen er normalt mindre end 2 mia.kr. I figur 5.4.1. er vist forskellen mellem den forventede og faktiske udvikling i statens betalinger i 4. kvartal 1997.

Større afvigelser fra dagsfordelingen kan forekomme som følge af forskydninger i statens betalinger mellem dage. Eksempelvis de to meget store afvigelser i figur 5.4.1. sidst i kvartalet, hvor statens udbetalinger af bl.a. lønninger faldt en dag tidligere end ventet.

Figur 5.4.1. Forskel mellem forventet og faktisk udvikling i statens betalinger i 4. kvartal 1997.



5.5. Betalingstidspunkter

Betalingstidspunkterne er i det seneste år blevet ændret for enkelte statslige betalinger.

På indbetalingssiden er der sket en ændring af landerhvervets indbetaling af moms. Betalingsterminen harmoniseres med indbetalingen fra byerhvervet.

Derudover er indbetalingen af lønsumsafgiften blevet fremrykket med et kvartal. Hidtil har reglen været, at der afregnes kvartalsvist med et kvartals og 15 dages betalingsfrist. Under de nye betalingsregler er der kun 15 dages betalingsfrist. I april 1998 forekommer der således en dobbelt indbetaling af lønsumsafgift.

Endelig er indbetalingen af elafgift blevet fremrykket en måned. Fremrykningen giver anledning til indbetaling af elafgift for to afgiftsmåneder i februar 1998.

På udbetalingssiden er der ingen ændringer.

Betalingstidspunktet for de enkelte statslige betalinger fremgår af bilag 5.2. De anførte betalingsdatoer for indbetalingerne er forfaldsdatoer, hvor likviditetspåvirkningen typisk først finder sted to bankdage senere. For udbetalingerne finder likviditetspåvirkningen derimod typisk sted på de anførte betalingsdatoer.

Bilag 5.1.
Månedsfordeling af finansloven for 1998

Tabel 1. Oversigt.

Mill.kr.	Jan.98	Feb.98	Mar.98	Apr.98
Indbetalinger	18.963	59.884	29.114	20.853
Udbetalinger	32.486	32.297	32.726	33.091
Indenlandsk nettofinansieringsbehov	13.523	-27.588	3.611	12.238
<i>Afdrag på indenlandsk gæld:</i>				
Afdrag på statspapirer	5.852	23.878	0	0
DSP's nettoobligationskøb	-272	235	1.238	-458
Indenlandsk bruttofinansieringsbehov	19.103	-3.475	4.849	11.780
<i>Afdrag på udenlandsk gæld:</i>				
Afdrag på udenlandsk statsgæld	196	6.367	1.731	8.292
Opkøb af værdipapirer vedr. udenlandsk gæld	0	0	0	0
Salg af aktier i Tele Danmark	-21.000	0	0	0

Maj 98	Jun.98	Jul.98	Aug.98	Sep.98	Okt.98	Nov.98	Dec.98	1998
56.146	14.132	18.643	56.366	14.231	14.898	79.082	28.739	411.051
32.657	29.639	31.997	29.123	27.321	36.709	50.308	41.096	409.451
-23.489	15.508	13.354	-27.243	13.090	21.811	-28.773	12.357	-1.600
0	105	1.174	0	6	948	50.265	100	82.327
580	0	-754	-9	0	-286	-6.487	4.438	-1.775
-22.909	15.613	13.774	-27.251	13.095	22.473	15.004	16.895	78.952
10	3	129	15.267	1.397	456	544	1.624	36.017
0	0	0	0	0	0	0	0	0
0	0	0	0	0	0	0	0	-21.000

Tabel 2. Indbetalinger.

Mill.kr.	Jan.98	Feb.98	Mar.98	Apr.98
Skatter:				
A-skat	19.964	16.951	18.316	18.269
B-skat	659	1.623	1.285	1.227
Overskydende skat inkl. § 55-beløb	-367	-299	-1.324	-2.800
Restskat	485	783	520	442
Frivillige indbetalinger	277	3.554	76	86
Udbytte- og royaltyskat	125	36	-13	343
Selskabsskat inkl. skat af fonde mv.	308	462	10.472	308
Kulbrinteskat	0	0	840	0
Realrenteafgift ekskl. DSP	0	0	0	0
Stempel- og aktieafgift	540	407	435	469
Andre skatter inkl. arve- og gaveafgift	410	565	624	610
Afregning til kommuner af skat	-15.118	-15.118	-15.118	-15.118
Arbejdsmarkedsfonde:				
Fonden for dagpenge	3.054	3.045	3.075	3.069
Aktiveringsfonden	871	949	1.037	1.019
Sygedagpengefonden	746	822	909	891
Merværdiafgift:				
Byerhverv	-1.200	43.300	0	-1.200
Eksporterhverv	-6.450	-6.200	-6.150	-6.100
Landbrug	0	0	750	0
Import	1.750	2.000	1.700	1.700
Andre afgifter:				
Olie, gas og kul	938	584	880	830
El	690	553	906	784
Benzin	695	574	767	732
Vægtafgift og ansvarsforsikring	544	747	589	655
Registreringsafgift	1.295	1.244	1.286	1.197
Spiritus, vin og øl	520	270	284	400
Tobak	685	537	616	510
Andre told- og forbrugsafgifter	316	330	317	333
Miljøafgifter	791	54	103	1.035
Elevbidrag fra kommuner	0	0	0	0
Koncessions- og olierørsafgift	43	43	43	43
Miljøafgifter på energi	462	326	469	441
Lønsumsafgift	590	25	1	1.195
EU:				
Told- og landbrugsafgift	183	199	202	179
Refusion fra EU's landbrugsfond	4.255	650	419	519
Overførsler til staten:				
Rente fra Nationalbanken	0	0	411	0
Overskud fra Nationalbanken	0	0	3.150	0
Overskud fra Hypotekbanken	0	0	0	0
DSP's renteindtægter	900	868	1.237	648
Aktieudbytter til staten	0	0	0	135
Ekstraordinære indbetalinger	0	0	0	8.000
Indbetalinger i alt	18.963	59.884	29.114	20.853

Maj 98	Jun.98	Jul.98	Aug.98	Sep.98	Okt.98	Nov.98	Dec.98	1998
19.063	19.201	18.959	17.798	17.943	18.607	18.642	18.287	222.000
1.258	162	1.215	1.282	1.317	1.403	1.427	142	13.000
-3.104	-2.286	-1.779	-1.463	-445	-447	-309	-378	-15.000
427	211	418	351	970	1.008	1.039	246	6.900
169	942	3.270	4	14	12	20	75	8.500
520	215	133	-18	25	108	2	-76	1.400
231	231	231	123	123	31	18.095	185	30.800
0	0	0	0	0	0	1.260	0	2.100
0	0	0	0	0	0	0	13.400	13.400
454	444	473	470	361	493	469	432	5.450
737	671	595	573	625	665	564	612	7.252
-15.118	-15.118	-15.118	-15.118	-15.118	-15.118	-15.118	-15.118	-181.410
3.129	3.068	3.134	3.121	3.162	3.156	3.192	3.909	38.113
1.039	989	1.053	1.029	1.069	1.056	1.077	1.628	12.816
911	862	924	901	940	928	947	1.484	11.265
41.300	0	-1.200	44.200	0	-1.200	43.200	0	167.200
-6.750	-6.700	-6.850	-6.000	-6.600	-7.350	-7.450	-7.000	-79.600
675	1.000	0	825	1.000	0	1.000	0	5.250
1.900	1.750	1.650	1.750	1.800	1.950	2.000	1.900	21.850
425	464	556	293	408	576	499	722	7.175
305	858	654	229	577	682	367	920	7.525
698	741	758	830	788	729	737	725	8.775
572	551	575	539	595	648	652	617	7.285
1.204	1.324	1.999	1.801	1.859	1.815	1.420	1.354	17.800
348	400	386	384	380	329	367	407	4.475
734	569	689	730	513	668	600	572	7.425
339	361	358	350	360	343	362	350	4.120
76	96	1.067	91	82	1.143	74	183	4.795
0	0	1.881	209	0	0	0	0	2.090
43	1.127	43	43	43	43	43	43	1.599
338	376	361	225	326	349	430	448	4.550
40	4	606	160	66	651	10	2	3.350
173	289	169	207	216	197	181	229	2.425
519	419	419	419	419	419	619	299	9.377
0	411	0	0	411	0	0	411	1.645
0	0	0	0	0	0	0	0	3.150
0	0	0	0	0	0	0	470	470
1.263	22	1.012	27	0	1.003	2.663	1.258	10.900
25	474	0	0	0	0	0	0	634
2.200	0	0	0	0	0	0	0	10.200
56.146	14.132	18.643	56.366	14.231	14.898	79.082	28.739	411.051

Tabel 3. Udbetalinger.

Mill.kr.	Jan.98	Feb.98	Mar.98	Apr.98
Udland:				
Bistand til ulande	321	321	534	533
Tilskud til Grønland	217	214	214	214
EU's landbrugsfond	419	519	519	419
Afregning til EU af told mv.	137	123	139	143
Moms- og BNI-bidrag til EU	1.607	981	414	896
Kommuner:				
Generelle tilskud	2.191	2.191	2.191	1.704
Udligning af udgifter til merværdiafgift	933	933	933	933
Refusion af sociale ydelser	7.153	7.153	7.153	7.153
Aktiveringsordninger	183	183	183	183
Dagpenge, sygdom og fødsel	826	826	826	826
Boligtilskud:				
Boligyldelse og boligsikring	1.475	0	0	1.475
Rentesikring	0	0	137	0
Rente- og afdragsbidrag samt ydelsesstøtte	0	0	0	0
Børn:				
Børnetilskud	431	0	0	431
Børnefamilieydelse	2.475	0	0	2.475
Andet:				
Arbejdsløshedsdagpenge	1.555	2.196	2.143	2.002
Efterløn	1.171	1.546	1.645	1.610
Olovsyldelse	300	300	300	300
Statens uddannelsesstøtte	698	752	738	749
Driftstilskud til skoler	371	371	371	371
Løn, pension mv.:				
Lønninger	1.732	2.009	1.885	2.222
Skat af løn	1.093	1.268	1.190	1.403
Pensioner	511	558	538	574
Skat af pensioner	342	374	360	384
Anlægsudgifter	436	436	436	436
Renter mv.:				
Rente af indenlandsk statsgæld	-6	4.388	5.492	-161
Rente af udenlandsk statsgæld	158	218	143	1.259
Residual	5.758	4.437	4.242	4.556
Udbetalinger i alt	32.486	32.297	32.726	33.091

Maj 98	Jun.98	Jul.98	Aug.98	Sep.98	Okt.98	Nov.98	Dec.98	1998
592	795	916	734	657	627	1.219	2.297	9.545
214	214	213	214	214	214	214	216	2.575
419	419	419	419	619	3.735	419	419	8.747
148	215	127	331	127	147	154	234	2.025
942	755	922	905	374	833	833	812	10.275
1.704	1.704	1.704	1.704	1.704	1.704	1.704	1.704	21.908
933	933	933	933	933	933	933	933	11.199
7.153	7.153	7.153	7.153	7.153	7.153	7.153	7.153	85.833
183	183	183	183	183	183	183	183	2.193
826	826	826	826	826	826	826	826	9.908
0	0	1.475	0	0	1.475	0	0	5.900
0	137	0	0	137	0	0	137	547
0	2.027	0	0	0	0	0	2.027	4.053
0	0	431	0	0	431	0	0	1.723
0	0	2.475	0	0	2.475	0	0	9.900
1.771	1.810	1.857	1.791	1.693	1.678	1.538	2.066	22.100
1.532	1.597	1.681	1.549	1.680	1.741	1.636	2.322	19.710
300	300	300	300	300	300	300	300	3.600
737	566	581	703	736	780	749	774	8.563
371	371	371	371	371	371	371	371	4.451
2.150	2.014	1.962	1.953	1.979	2.028	2.059	2.163	24.156
1.357	1.272	1.239	1.233	1.249	1.280	1.300	1.365	15.250
517	532	509	516	543	639	550	528	6.516
346	356	341	345	363	428	368	354	4.362
436	436	436	436	436	436	436	436	5.232
5.367	-229	55	1.335	-245	614	23.218	8.170	47.999
110	545	277	931	830	893	111	459	5.936
4.548	4.709	4.612	4.258	4.456	4.787	4.034	4.849	55.247
32.657	29.639	31.997	29.123	27.321	36.709	50.308	41.096	409.451

Bilag 5.2.

Betalingsdatoer for statslige betalinger

Betalinger	Paragraf	Betalingsdato
INDBETALINGER (Sektorvirkning generelt to bankdage senere)		
Skatter:		
A-skat	§ 38.11.01.10.61	d. 10., dog d. 17. jan. Kommuner dog 1. og sidste bankdag
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.
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.
Kulbrinteskot	§ 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 § 38.16.03.10.61	stempelafgift løbende 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 § 38.13.01.20.61	1. bankdag

Betalinger	Paragraf	Betalingsdato
Arbejdsmarkedsfonde:		
Fonden for dagpenge	§ 34.11.01.10.61 § 34.11.01.20.62 § 34.11.01.30.76 § 34.11.01.40.61 § 34.11.01.50.76	AL-forsikring dog altid d. 10. d. 10., dog d. 17. jan. Kommuner dog 1. og sidste bankdag
Aktiveringsfonden	§ 34.21.01.10.61 § 34.21.01.20.76	d. 10., dog d. 17. jan. Kommuner dog 1. og sidste bankdag
Sygedagpengefonden	§ 34.31.01.10.61 § 34.31.01.20.63 § 34.31.01.30.63	d. 10., dog d. 17. jan. Kommuner dog 1. og sidste bankdag
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 feb., maj, aug. og nov.
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 § 38.23.07	vægtafgift d. 8. ansvarsforsikring d. 15. vejafgift d. 8.
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.

Betalinger	Paragraf	Betalingsdato
Andre afgifter (fortsat)		
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	§ 38.24.01.15-75	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 bank- dag
Miljøafgifter på energi	§ 38.24.01.10.61	d. 15.
Arbejdsmarkedsbidrag mv.:		
Lønsumsafgift	§ 38.41.02.10.61	d. 15. i jan., apr., jul. og okt.
EU:		
Told- og landbrugsafgift	§ 38.51.01.10.61 § 38.51.03.10	d. 16.
Refusion fra EU's landbrugsfond	§ 24.42.11 § 24.42.13 § 24.42.14 § 24.42.15 § 24.42.17	normalt 2. 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. 30. dec.
DSP's renteindtægter	§ 37.51.01.40	løbende ved terminer
Udbytter til staten	§ 23.73.04.10.67 § 28.11.66	løbende
Ekstraordinære indbetalinger		løbende

Betalinger	Paragraf	Betalingsdato
UDBETALINGER (Sektorvirkning samme dag)		
Udland:		
Bistand til ulande	§ 06.32.01-05	
	§ 06.33.01	
	§ 06.33.04	
	§ 06.34.01-06	
	§ 06.35.01-03	
	§ 06.36.01-04	
	§ 06.37.01-02	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	
	§ 13.81.02	
	§ 13.81.11-13	
	§ 13.81.19.10.77	
	§ 13.81.41.10.72	
	§ 13.85.01.10.77	1. bankdag
Udligning af udgifter til merværdiafgift	§ 13.85.01.10.72	næstsidste bankdag
Refusion af sociale ydelser	§ 15.41-45	
	§ 15.46.01.10.72	
	§ 15.49.01.10.63	
	§ 15.81-85	næstsidste bankdag
Aktiveringsordninger	§ 15.31-35	næstsidste bankdag
Dagpenge, sygdom og fødsel	§ 15.51.02-03	
	§ 15.52.01	bankdagen før d. 16.

Betalinger	Paragraf	Betalingsdato
Boligtilskud:		
Boligydelse og boligsikring	§ 14.21.01 § 14.25.01.10.72	næstsidste bankdag i jan., apr., jul. og okt.
Rentesikring	§ 14.31.01.10.53 § 14.32.01.10.53 § 14.33.01.10.53 § 14.35.01.10.53	næstsidste bankdag i mar., jun., sep. og dec.
Rente- og afdragsbidrag samt ydelsesstøtte	§ 14.31.05 § 14.31.06 § 14.31.09 § 14.32.03 § 14.32.05 § 14.32.06 § 14.33.03 § 14.33.07 § 14.34.01 § 14.35.05 § 14.35.06 § 14.35.07	sidste bankdag i jun. og dec.
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., dog hvis d. 20. ej bankdag, da 1. bankdag forinden
Andet:		
Arbejdsløshedsdagpenge	§ 17.32.01.10.52	14-dages dagpenge overvejen- de torsdag/fredag i ulige uger, mens månedsdagpenge næst- sidste og sidste bankdag
Efterløn	§ 17.33.01 § 17.34.01	løbende
Orlovsydelse	§ 17.47.08-10	sidste bankdag

Betalinger	Paragraf	Betalingsdato
Andet (fortsat)		
Statens uddannelsesstøtte	§ 20.13.11.10.52 § 20.13.12.10.52 § 20.13.13.10.81	sidste bankdag
Driftstilskud til skoler	§ 20.22.12 § 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
Renter samt afdrag:		
Rente af indenlandsk statsgæld	§ 37.11.01 § 37.11.04	løbende
Rente af udenlandsk statsgæld	§ 37.12.01 § 37.12.04	løbende
Afdrag på indenlandsk gæld	§ 42.11.01	løbende
Afdrag på udenlandsk gæld	§ 42.21.01	løbende

Kapitel 6.

Analyse af statsgældspolitikken

6.1. Baggrund

Statsgælden har en betydelig størrelse, jf. kapitel 3. De årlige renteudgifter og udsvingene heri har derfor stor betydning for statens budget.

En arbejdsgruppe med deltagelse af Finansministeriet, Økonomiministeriet og Nationalbanken har i 2. halvår 1997 og begyndelsen af 1998 gennemført en analyse af statsgældspolitikken baseret på oplæg udarbejdet af Nationalbanken. Formålet med analysen har været at undersøge centrale elementer i statsgældspolitikken i lyset af et forventet lavere finansieringsbehov i de kommende år og afklare, om starten af Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU) den 1. januar 1999 medfører et behov for tilpasninger af statsgældspolitikken. Det har endvidere været et selvstændigt formål at undersøge mulighederne for at supplere værktøjerne i relation til styringen af rente- og refinansieringsrisikoen.

Analysen har især været koncentreret om mulighederne for at finde værktøjer til brug for afvejningen af omkostninger og risiko i styringen af den indenlandske statsgæld. Betydningen for statsgældspolitikken af starten af ØMU'en har ligeledes været et væsentligt emne. Herudover er der gennemført analyser af betydningen af likviditet for omkostningerne på statsgælden og erfaringerne med samstyringen af statens og Nationalbankens valutakursrisiko.

6.2. Rammer for statsgældspolitikken

Staten optager lån til finansiering af det løbende underskud og refinansiering af afdrag på gælden. Optagelse af lån sker med baggrund i lånebemyndigelsesloven (lov nr. 1079 af 22. december 1993). Rammerne for statspapirsalget og fordelingen mellem indenlandsk og udenlandsk låntagning er fastlagt i en aftale mellem regeringen og Nationalbanken, der er udmøntet i normen for inden- og udenlandsk lånoptagelse, jf. box 1.3.1. i kapitel 1.

Nationalbanken fungerer som agent for staten i statsgældspolitikken. Dette indebærer, at Nationalbanken har den operationelle rolle i statsgældspolitikken og er ansvarlig for udarbejdelse af oplæg til strategimøder. Strategien for inden- og udenlandsk statsgældspolitik fastlægges på kvartalsvise møder med deltagelse af Finansministeriet, Økonomiministeriet og Nationalbanken.

Af bemærkningerne til lånebemyndigelsesloven fremgår målsætningen for statsgældspolitikken under hensyntagen til en række forhold. Det er et overordnet mål for statsgældspolitikken at opnå så lave langsigtede låneomkostninger som muligt. Denne målsætning skal tilgodeses under en række hensyn. Blandt disse er hensynet til, at der i overensstemmelse med Maastricht-traktatens artikel 104 om forbud mod monetær finansiering altid er et tilstrækkeligt indestående på statens konto i Nationalbanken, og hensynet til stabilisering af de danske pengeforhold. Der skal endvidere tages hensyn til opbygningen af et velfungerende og effektivt kapitalmarked i Danmark, og låntagningen skal tilrettelægges på en sådan måde, at statens adgang til lånemarkederne på længere sigt lettes.

Risiko i relation til statsgælden vedrører især risiko for udsving i de årlige renteudgifter og risiko for, at afdragsbyrden bliver for stor i en given periode. Rente- og refinansieringsrisiko styres separat for inden- og udenlandsk statsgæld ved hjælp af en målsætning for varighed og ved via salg og opkøb at søge opnået en jævn afdragsprofil, jf. kapitel 1 og 2.

6.3. Omkostninger og risiko på statens indenlandske gæld

Centralt i statsgældspolitikken er afvejningen af forventede omkostninger og risiko. Emnet for kapitel 7 er rente- og refinansieringsrisiko på den indenlandske statsgæld. Det er her søgt at præcisere overvejelserne bag afvejningen af forventede omkostninger og risiko og opstille alternative risikomål.

Styringen af omkostningerne og risikoen på statsgælden er i vidt omfang baseret på en varighedsmålsætning og en målsætning om en udjævning af afdragsprofilen. Varighed er imidlertid, ligesom rente- og refinansieringsrisiko, relativt diffuse begreber, hvorfor der har været behov for en grundig undersøgelse af de omkostnings- og risikobegreber, der anvendes i statsgældspolitikken, herunder at vurdere hvilke mål for rente- og refinansieringsrisiko der er de mest hensigtsmæssige. Det har i den forbindelse været et mål at søge at kvantificere statens risiko i relation til den indenlandske statsgæld.

Analysen af omkostninger og risiko har resulteret i formulering af forskellige risikomål i relation til den indenlandske statsgæld. Der udstår arbejde med at operationalisere relevante risikomål som supplement til varigheden. Der er endvidere behov for videre overvejelser af varighedsmålsætningen for den indenlandske statsgæld.

6.4. Likviditetspræmie på danske statspapirer

En antagelse bag statsgældspolitikken er, at der kan opnås lavere låneomkostninger ved opbygning af forholdsvis store likvide serier i bestemte løbetidssegmenter i statsobligationsmarkedet, idet investorerne er villige til at betale en merpris for likvide udstedelser. Herved opnås en likviditetspræmie, og finansieringsbehovet kan dækkes til en lavere rente.

I kapitel 8 er gennemgået en analyse af likviditetspræmien. Analysen omfatter både en teoretisk og en praktisk del. Det er vurderingen, at der eksisterer en likviditetspræmie af en væsentlig størrelse ved den nuværende udstedelsespolitik sammenlignet med en politik, hvor der udstedes i mange og mindre serier. Trods det forhold, at eksistensen af en likviditetspræmie er teoretisk velfunderet, er størrelsen af præmien vanskelig at måle empirisk.

6.5. Implikationer af ØMU'en for den danske statsgældspolitik

Starten på 3. fase af ØMU'en den 1. januar 1999 forventes at medføre betydelige ændringer på kapitalmarkederne i de lande, der deltager i samarbejdet. I kapitel 9 analyseres behovet for tilpasning af den danske statsgældspolitik i lyset af ØMU'en.

Det konkluderes, at overgangen til en fælles valuta og en betydelig integration af kapitalmarkederne inden for ØMU'en ikke vil medføre et behov for at foretage grundlæggende ændringer i strategien for statens låntagning. I det omfang, der vil være behov for ændringer, forventes disse at være af mere teknisk karakter.

6.6. Erfaringer med samstyring af statens og Nationalbankens valutaeksponering

Nettostyringen af valutaeksponeringen på statens udenlandske gæld og Nationalbankens valutareserve blev påbegyndt i 1992. Baggrunden for at inddrage nettostyringen i analysen af statsgælden er, at der er indhentet 6 års erfaring med systemet, at der er sket en væsentlig ændring i forholdet mellem gæld og reserve, og endelig at der er sket en betydelig reduktion af statens og Nationalbankens bruttovalutakursrisici. Nettostyringen er emnet for kapitel 10.

Erfaringerne med nettostyringen har været positive, idet det er opnået, at valutakurstab og -gevinster for staten og Nationalbanken i langt højere grad end tidligere opvejer hinanden. Det er analysens vurdering, at der ikke er grund til at ændre ved set-up'et for samstyringen af valutakursrisikoen.

6.7. Sammenfatning

Analysen af statsgældspolitikken har vist, at der ikke er behov for hurtige og store ændringer i statsgældspolitikken. Med hensyn til rente- og refinansieringsrisiko er der skabt et grundlag for videre arbejde med risikomål i relation til den indenlandske statsgæld.

Starten af ØMU'en den 1. januar 1999 vil medføre en betydelig påvirkning af de internationale kapitalmarkeder. Det forventes dog ikke at give anledning til andet end tekniske tilpasninger af statsgældspolitikken.

Kapitel 7.

Omkostninger og risiko på statens indenlandske gæld

7.1. Indledning

Dette kapitel omhandler sammenhængen mellem omkostninger og risiko på statens indenlandske gæld. Statsgælden indebærer betydelige renteomkostninger for den danske stat. Statens bruttorenteudgifter udgør således omkring 50 mia.kr. om året, svarende til knap 5 pct. af BNP.

De omkostninger, som låntagningen giver anledning til, er ikke kendt på forhånd. De afhænger af udviklingen i renterne, som der hersker usikkerhed omkring. Sammenhængen mellem udviklingen i renter og renteudgifter er bestemt af, hvor stor en del af statens gæld, der skal refinansieres i løbet af året, samt hvor stor en del af gælden der er variabelt forrentet og dermed får fastsat rente i løbet af året.

Det er vigtigt for staten at begrænse risikoen for, at låneomkostningerne øges voldsomt og dermed i uhensigtsmæssig grad påvirker statens finanser negativt.

Aktuelt anvendes varighed og stabiliteten af afdragsprofilen som styringsinstrumenter i den indenlandske statsgældspolitik. Formålet med kapitlet er at undersøge risikomål, der kan supplere disse. Den opstillede model for udviklingen i omkostningerne giver mulighed for at vurdere eksponeringen over for ændringer i renterne. Modellen er et første forsøg på at kvantificere renterisikoen og kan udvikles til at blive et brugbart redskab i analysen af omkostningerne på gælden.

De foretagne analyser viser, at de langsigtede omkostninger med den nuværende sammensætning af låntagningen og med den nuværende varighed på gælden er i størrelsesordenen 56 mia.kr. pr. år under forudsætning af, at niveauet for renterne gennem de seneste 10 år svarer til niveauet fremover, og at gældens størrelse ikke ændres. Omkostningerne vil med 95 pct. sandsynlighed stige med højst 3 mia.kr. pr. år.

Ved at ændre på sammensætningen af låntagningen ændres niveauet for de fremtidige forventede omkostninger, ligesom eksponeringen over for ændringer i renterne påvirkes. Nøjagtig hvilken eksponering gælden

bør have, kan ikke afgøres alene ud fra modellen, da afvejningen af forventede omkostninger mod risiko afspejler et valg frem for en teoretisk udledt optimal afvejning. Valget af risikoprofil på gælden afhænger desuden af de andre hensyn, der skal tages i forbindelse med låntagningen. I box 7.1.1. er vist varigheden for en række udvalgte lande. Det fremgår, at Danmark ligger i midten.

Box 7.1.1. Internationale sammenligninger af varighed.

Danmark anvender på linje med andre lande varighed eller gennemsnitlig restløbetid som styringsparameter i statsgældsforvaltningen. Nedenfor er vist gennemsnitlig restløbetid/varighed for et udpluk af lande.		
År	Gns. restløbetid	Varighed
England	9,8	6,4
Holland	6,4	5,3
Frankrig	6,1	4,8
Tyskland	5,6	4,9
Belgien	5,7	4,2
Irland		3,7
USA		3,5
Sverige	5,6	2,9
Finland	3,9	
Spanien	3,1	ca. 2
Italien		1,7
Danmark	5,3	4,2
Kilde: Diverse nationale publikationer.		

I analysen fokuseres der på udsving i de nominelle renteudgifter. Dermed tages der ikke højde for påvirkningen af statsfinanserne af ændringer i fx inflationsniveauet. Fra en samlet statsfinansiell synsvinkel er der dermed tale om en partiel analyse vedrørende de nominelle omkostninger på den indenlandske statsgæld. Det er endvidere antaget, at størrelsen af den nominelle gæld holdes konstant.

Kapitlet er opdelt i en beskrivende del (afsnit 7.2.-7.7.), der behandler forskellige begreber i relation til omkostninger og risiko, og en empirisk del (afsnit 7.8.-7.13.), hvor risikoen og omkostningerne illustreres ved brug af eksempler. Desuden kvantificeres statens risiko, og afvejningen af risiko mod forventede omkostninger illustreres ved såkaldte Monte Carlo-simulationer.

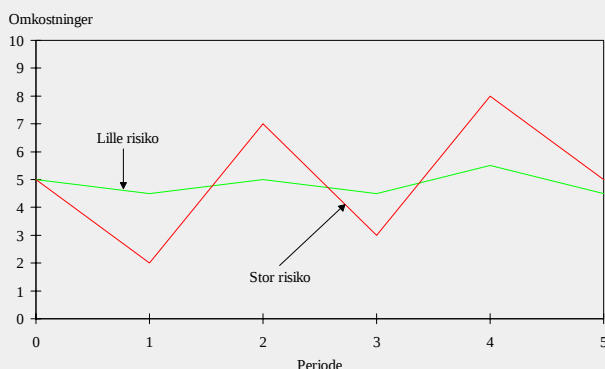
7.2. Målsætninger for låntagningen

Lov om bemyndigelse til optagelse af statslån giver finansministeren bemyndigelse til at optage lån på vegne af staten. I bemærkningerne til loven står, at "det er et overordnet mål for statsgældspolitikken at opnå så lave langsigtede låneomkostninger som muligt". Det er en principiel målsætning, der ikke sætter nærmere rammer for styringen af omkostningerne.

Box 7.2.1. Renterisiko på statens gæld.

Renterisikoen på statens gæld kan defineres som risikoen for, at omkostningerne forbundet med gælden svinger meget over en periode. Jo større renterisiko på gælden, jo mere kan omkostningerne svinge op og ned over perioden.

Renterisikoen kan illustreres ved udviklingen i omkostningerne:



Med en stor statsgæld indebærer store udsving i omkostningerne, at saldoen på statens budget svinger meget. Hvis målet med finanspolitikken er at opretholde en stabil saldo, er der risiko for, at udsving i renterne får større betydning for resultatet af finanspolitikken end de underliggende finanspolitiske målsætninger.

En stor renterisiko giver hurtigere tilpasning af omkostningerne til det aktuelle renteniveau end en lille renterisiko. Hvorvidt staten skal løbe en stor eller lille renterisiko, afhænger således også af forventningerne til renteutviklingen.

I praksis vil der være større fokus på ændringer i omkostningerne, hvis omkostningerne stiger, end hvis de falder. Det kan medføre, at der er mere agtpågivenhed over for en situation med stigende omkostninger end en situation med faldende omkostninger.

I dette kapitel ses der kun på udsvingene i de nominelle renteudgifter. Der tages ikke højde for de samlede påvirkninger af statens finanser fra ændringer i fx inflationsniveauet, der måtte have sammenhæng til ændringerne i renteniveauet.

Analysen beskæftiger sig kun med den kronedenominerede gæld.

Omkostningerne ved låntagningen afhænger af udviklingen i renterne, der ikke kan forudsiges med sikkerhed. De fremtidige omkostninger afhænger også af, hvor stor en risiko der tages ved låntagningen. Risikoen kommer til udtryk ved, at omkostningerne kan svinge meget, jf. box 7.2.1. Typisk vil en gæld med kort løbetid medføre højere risiko og vice versa. Der skal derfor findes en afvejning af forventede omkostninger mod risiko, der er i overensstemmelse med målsætningerne for statsgældspolitikken.

7.3. Styring af risiko

Styring af risiko på statsgæld adskiller sig fra risikostyring i institutioner, der har (traditionelle) aktiver og passiver. For sådanne institutioner er det muligt at fastlægge låntagningen, så effekten af renteændringer elimineres. For eksempel er realkreditsystemet baseret på et balanceprincip, der stort set eliminerer renterisikoen for realkreditinstitutterne.

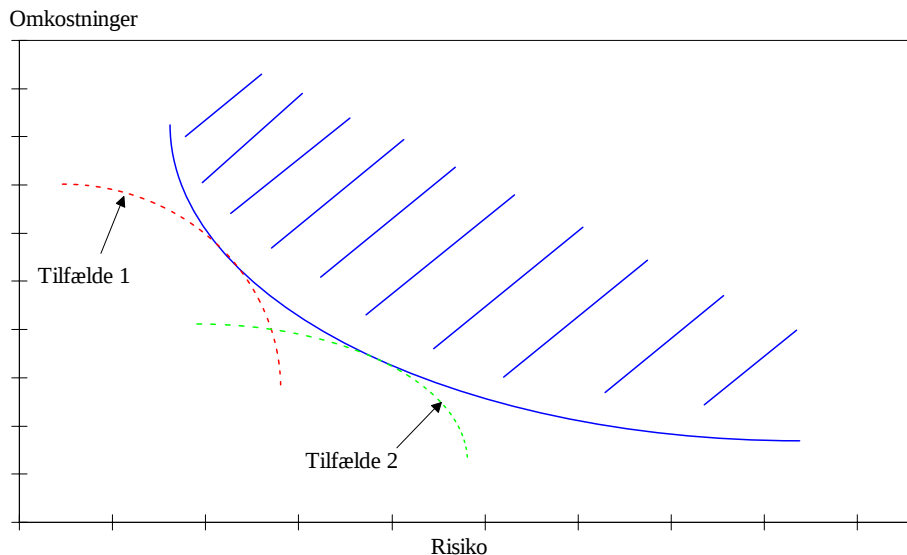
Renterisikoen på den indenlandske gæld kan ikke elimineres ved at matche betalingerne fra aktiver og passiver, jf. afsnit 7.5. Målsætningen for statsgældsforvaltningen bør derfor i stedet være at finde en passende afvejning mellem risiko og omkostninger.

I *teorien* kan problemet opstilles på følgende måde: Antag at de mulige sammenhænge mellem risiko og omkostninger udgør et velafgrænset område som vist i figur 7.3.1. Staten vil for en given risiko vælge den kombination af risiko og omkostninger, der giver de laveste omkostninger. Det svarer til randen af det skraverede område i figur 7.3.1.

Antag endvidere, at statens afvejning mellem risiko og forventede omkostninger kan beskrives ved indifferenskurverne i figur 7.3.1. Indifferenskurverne beskriver to forskellige afvejninger mellem risiko og forventede omkostninger.

For at finde den optimale sammenhæng mellem risiko og omkostninger skal det nu specificeres, hvilken af de to indifferenskurver i figur 7.3.1. der afspejler statens afvejning mellem risiko og omkostninger. Afvejningen skal så oversættes til en strategi for låntagningen, der modsvarer afvejningen i figur 7.3.1.

Figur 7.3.1. Mulige sammenhænge mellem forventede omkostninger og risiko.



I praksis er problemstillingen ikke helt så simpel. For det første er præferencerne for forskellige afvejninger mellem forventede omkostninger og risiko ikke veldefinerede.

For det andet afhænger afvejningen af forskellige låntagningsscenarier af, hvilket mål for risikoen der bruges. Overordnet set giver de forskellige risikomål anledning til samme afvejning af risiko mod omkostninger, men målene tager højde for forskellige ting og kan derfor på detailniveau give anledning til forskellige konklusioner.

Endelig er der gennemførligheden af den valgte låntagningstrategi. Låntagningstrategien bør ligge inden for rammerne af låneviften, hvor valget af instrumenter og løbetider ligger nogenlunde fast. Endvidere bør hensynet til kapitalmarkedet tages med i betragtning ved valg af låntagningstrategi.

Det er ikke muligt på forhånd præcist at fastslå, hvilken låntagning der indebærer den bedste afvejning af risiko og omkostninger. Det er derimod muligt at undersøge sammenhængen mellem risiko og omkostninger for forskellige låntagningsscenarier under realistiske antagelser om renteutviklingen. Herved er det muligt at foretage en afvejning af risiko mod omkostninger for disse scenarier.

7.4. Opgørelse af låneomkostninger

For at vurdere risikoen er det vigtigt at opgøre omkostningerne forbundet med gælden på samme måde som ved opgørelsen af budgetsaldoen. Opgørelsesmetoden for omkostninger er beskrevet i box 7.4.1.

I forbindelse med vurderingen af statens risiko er den valgte horisont af betydning. I budgetmæssig sammenhæng er det typisk mest interessant, hvordan omkostningerne udvikler sig et år frem i tiden.

Box 7.4.1. Opgørelse af omkostningerne.

Omkostningerne kan generelt opdeles i tre komponenter:

- Renteomkostninger.
- Emissionskurstab.
- Kursværdiændringer.

For at opgørelsen af omkostningerne bliver konsistent med opgørelsen af budgetsaldoen, skal både renteomkostninger og emissionskurstab fordeles over lånenes løbetid. I den udstrækning der købes op, skal kurstabet ved opkøbet også medregnes og fordeles over lånets løbetid.

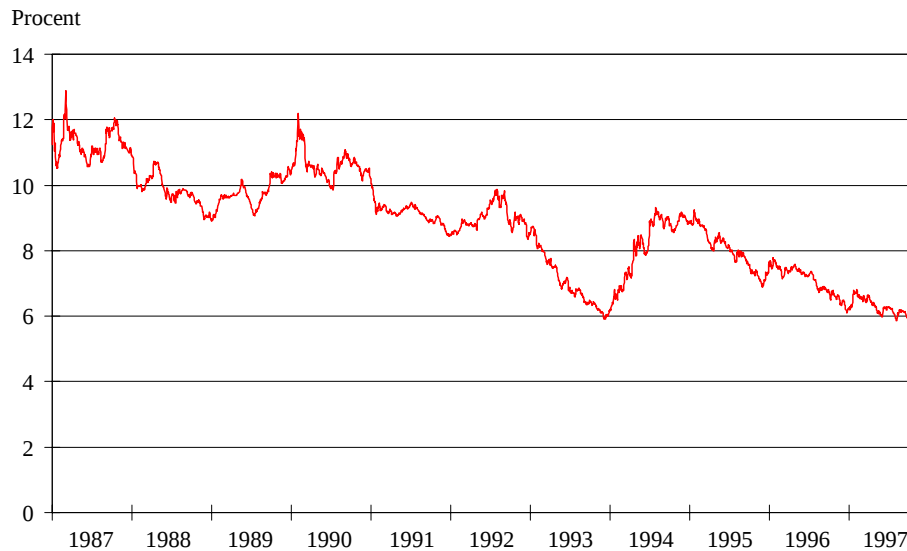
De løbende ændringer i kursværdien af gælden medregnes ikke i omkostningerne. Det skyldes, at en meget stor del af den indenlandske gæld holdes til udløb, og at en ændring i gældens kursværdi som følge af renteændringer ikke afspejler en ændring af omkostningerne ved låntagningen. I modsætning til en privat virksomhed er det desuden af mindre interesse, hvad den samlede kursværdi af statens aktiver og passiver er på et givet tidspunkt.

Opgørelsesmetoden for omkostningerne stemmer i store træk overens med statsregnskabet's opgørelsesmetode for renteudgifter og kurstab på gælden¹⁾. Samtidig stemmer opgørelsesmetoden overens med nationalregnskabet's opgørelsesmetode.

¹⁾ Fra og med 1998. I statsregnskabet har opgørelsesmetoden for fx renteomkostninger indtil den 1. januar 1998 været baseret på faktiske betalingsstrømme, som ikke var periodiserede. Det medførte, at renteomkostningerne i statsregnskabet afveg fra de faktiske kapitalomkostninger i emissionsåret og i udløbsåret.

En horisont på et år kan virke kort i betragtning af, at låntagningen påvirker omkostninger langt frem i tiden. Et grundlag for at vælge en længere horisont kunne være, at "trenden" i bevægelserne i renterne typisk er af længere varighed. Historisk har der ikke været nogen tydelig periodicitet eller cyklus i renterne. Der har dog været en tendens til, at rentestignings- og -faldsperioder har været flere år, jf. figur 7.4.1.

Figur 7.4.1. Udviklingen i den 10-årige statspapirrente.



7.5. Renterisiko

Begrebet renterisiko dækker over den risiko, der er forbundet med usikkerheden om de fremtidige renter. At staten har en renterisiko, hænger sammen med, at afdrag på gælden skal finansieres gennem låntagning på fremtidige tidspunkter, hvor markedsrenterne ikke kendes¹⁾. Da betalingerne på statens gæld ikke modsvares af kendte betalinger fra aktiver²⁾, kan risikoen på gælden ikke elimineres ved at matche betalingerne fra aktiver og passiver. Så længe afdragene på den indenlandske gæld skal finansieres gennem låntagning, kan staten med andre ord ikke undgå at påtage sig renterisiko.

Renterisikoen kan deles op i en generel risiko og en specifik risiko. Den generelle risiko er risikoen for, at markedsrenterne og dermed omkostningerne stiger eller falder. Den specifikke risiko er risikoen for, at statens låneomkostninger stiger i forhold til markedsrenterne. Den specifikke risiko benævnes ofte refinansieringsrisikoen, jf. kapitel 7 i *Statens låntagning og gæld 1996*.

¹⁾ Hvis der er underskud på statsfinanserne, giver finansieringen af underskuddet også anledning til renterisiko.

²⁾ Med betalinger fra aktiver menes bredt de betalinger, der tilfalder staten, fx i form af skatter.

Da statspapirerne er toneangivende på det danske obligationsmarked, kan det ikke entydigt afgøres, om de renter, staten kan låne til, stiger eller falder i forhold til markedsrenterne i øvrigt. Dertil kommer, at udviklingen i den danske økonomi og udviklingen i statens finanser hænger sammen og påvirker obligationsmarkedet. Der kan derfor ikke i praksis skelnes mellem generel og specifik renterisiko på statens indenlandske gæld.

Renterisikoen består i, at omkostningerne kan variere meget fra år til år som følge af udsving i renterne, jf. box 7.5.1. Store udsving i omkostningerne medfører usikkerhed om størrelsen af statens over-/underskud og kan medføre, at de finanspolitiske målsætninger om udviklingen i fx budgetsaldoen ikke bliver opfyldt.

Betydningen af stabiliteten af budgetsaldoen sættes i relief af, at det er et af de områder, hvor EU-landene ifølge Maastricht-traktaten og den såkaldte stabilitets- og vækstpagt skal opfylde nogle krav. Således må budgetunderskuddet¹⁾ ikke overstige 3 pct. af bruttonationalproduktet, medmindre underskuddet kan siges at være exceptionelt og midlertidigt. På mellemlangt sigt skal landene tilstræbe en offentlig budgetstilling på balance eller med overskud. Traktatens regler om uforholdsmæssigt store budgetunderskud ændres i ØMU'ens 3. fase til et egentligt forbud. Selv om Danmark ikke deltager i 3. fase, er Danmark stadig forpligtet til at opfylde kravene, men kan dog ikke pålægges sanktioner i tilfælde af for store underskud.

Box 7.5.1. Generel og specifik renterisiko.

Antag at to i øvrigt ens lande løbende har finansieret sig i lån med en løbetid på 1 henholdsvis 5 år (ligeligt fordelt over de respektive perioder). Hvis renterne stiger fra fx 4 pct. til 8 pct. i løbet af det første år, fordobles statens låneomkostninger i land A, mens låneomkostningerne i land B kun stiger med 20 pct. Denne risiko er den generelle renterisiko.

Afhængig af, hvor stor en andel af statens udgifter der stammer fra låneomkostninger, kan dette medføre usikkerhed om statens evne til at opfylde sine forpligtelser som debitor. Det kan medføre, at kreditorerne efter rentestigningen vil kræve en risikopræmie for at købe land A's obligationer i forhold til land B's obligationer. Forskellen på renterne i de to lande efter rentestigningen er et udtryk for, at land A's specifikke renterisiko er større end land B's.

¹⁾ På det offentlige budget.

Manglende stabilitet i budgetsaldoen kan også medføre, at vurderingen af den danske økonomi blandt udenlandske investorer ændres. Da ca. 40 pct. af statens indenlandske gæld er ejet af udenlandske investorer, kan en ændret placeringsstrategi for denne investorgruppe få betydning for låneomkostningerne fremover.

7.6. Opgørelse af risiko

Statens renterisiko hænger som beskrevet ovenfor sammen med udsvingene i låneomkostningerne fra år til år. Der diskuteres 3 mål for denne sammenhæng: Varigheden, stabiliteten i afdragsprofilen og Cost-at-Risk (CaR). De tre mål beskrives nærmere nedenfor.

Varighed

Et simpelt mål for renterisikoen er den andel af statens gæld, der skal have fastsat rente i et givet år. Her skal rentefastsættelse forstås som både rentefastsættelsen på den variabelt forrentede del af gælden og som den del af den fast forrentede gæld, der skal refinansieres til de gældende markedsrenter.

Målet er dog ikke anvendeligt som mål for den langsigtede risiko, idet andelen af gælden, der skal have fastsat rente, kan variere meget fra år til år. Da en meget stor del af den indenlandske gæld endvidere er fast forrentet, er det mere naturligt at benytte den gennemsnitlige restløbetid på gælden som mål for renterisikoen. Som mål for den gennemsnitlige restløbetid kan varigheden af gælden anvendes. Beregningen af varigheden er beskrevet i box 7.6.1.

Varigheden udtrykker den gennemsnitlige tid til betalingerne på gælden. Længere varighed giver lavere risiko, da der i gennemsnit falder mindre betalinger på statsgælden inden for fx det næste år, jo længere varigheden er. Lang varighed indebærer derfor, at renteændringer kun langsomt slår igennem på renteomkostningerne, jf. box 7.6.1.

Box 7.6.1. Varighed, afdragsprofil og tilpasningshastighed.

Varigheden¹⁾ defineres som

$$V_{Mac}(s, i_s) = \sum_t (t-s) \frac{C_t(1+i_s)^{-(t-s)}}{\sum_u C_u(1+i_s)^{-(u-s)}}$$

hvor s er opgørelsestidspunktet, i_s er en diskonteringsrente, og t er tidspunktet for den fremtidige betaling C_t . Diskonteringsrenten i_s er en gennemsnitsrente²⁾ for alle statspapirer, svarende til en flad rentestruktur.

Der findes også andre varighedsmål, bl.a. Fischer-Weil-varighed, jf. kapitel 6 i *Statens låntagning og gæld 1996*.

Hastigheden af omkostningernes tilpasning til det gældende renteniveau afhænger af varigheden af gælden. Jo kortere varighed, desto hurtigere vil omkostningerne typisk tilpasses det gældende renteniveau. Endvidere har afdragsprofilen betydning for tilpasningshastigheden. Hvis gælden består af fx et 4-årigt lån med en varighed på 4 år, vil hele tilpasningen ske i år 4. Hvis gælden i stedet består af 80 pct. 2-årige papirer og 20 pct. 30-årige papirer, vil varigheden stadig være 4 år, men omkostningerne vil for 80 pct. vedkommende tilpasses i år 2 og resten i år 30.

Med en forventning om, at renterne permanent falder til et lavere niveau, kan der med fordel lånes med en kort varighed. Omvendt kan der ved en forventning om, at renterne stiger, med fordel lånes med en lang varighed. Hvilken strategi der er billigst, afhænger af rentestrukturen. Med en stigende rentestruktur vil låntagning med kortere varighed typisk give lavere omkostninger.

¹⁾ Macaulay-varighed. Macaulay-varighed er den varighedstype, der anvendes i Københavns Fondsbørs A/S' kursliste.

²⁾ Konkret anvendes obligationsrentegennemsnittet for "Stat, Fiskeri og Færøerne" på bagsiden af Københavns Fondsbørs A/S' kursliste.

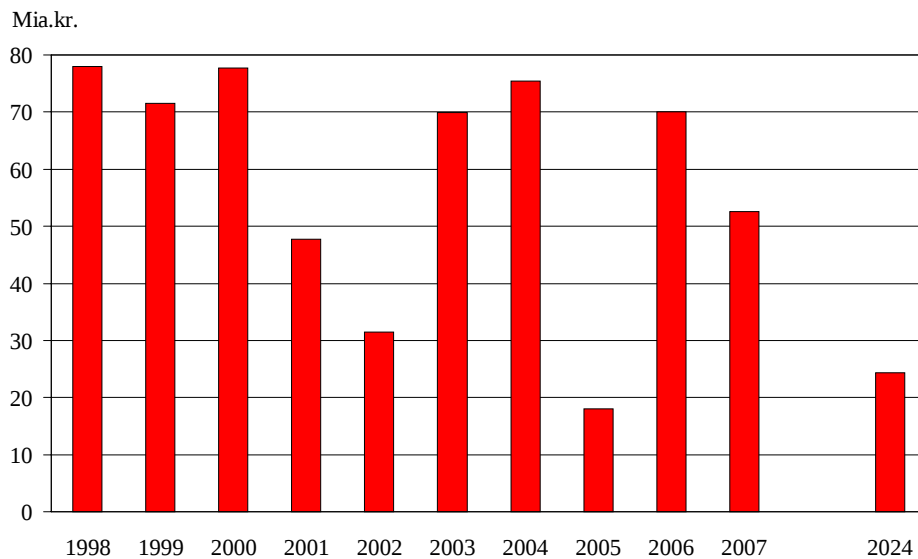
Der er flere problemer med alene at benytte varigheden som mål for renterisikoen. For det første siger varigheden ikke noget om spredningen af forfaldstidspunkterne. For det andet er varigheden et relativt begreb, der kun fortæller, om eksponeringen over for ændringer i renterne ved en given sammensætning af gælden er større eller mindre end eksponeringen ved en anden sammensætning af gælden. Endelig udtrykker varigheden ikke noget om sandsynligheden for, at omkostningerne øges med et givet beløb i kroner.

Stabiliteten af afdragsprofilen

En jævn afdragsprofil mindsker risikoen for, at refinansiering af en stor del af gælden falder i en periode med høje renter. Derfor har det betydning for renterisikoen, hvordan afdragene er fordelt.

Med den forholdsvis simple struktur, der er på gælden, kan stabiliteten af afdragsprofilen vurderes ved forfaldstidspunkterne for gælden, jf. figur 7.6.1. og kapitel 6 i *Statens låntagning og gæld 1996*.

Figur 7.6.1. Afdrag på statens indenlandske gæld, ultimo 1997.



Stabiliteten af afdragsprofilen skal ses i sammenhæng med låntagningen. For at udjævne afdragsprofilen udsteder staten i 1. halvår 1998 papirer med udløb i bl.a. 2001, 2002 og 2005. På sigt vil afdragsprofilen således blive udjævnet.

Cost-at-Risk

Til vurdering af sammenhængen mellem omkostninger og risiko indføres et nyt mål for, hvor meget typiske udsving i renterne betyder for omkostningerne på gælden i kroner. Dette mål kan benævnes Cost-at-Risk (CaR). CaR udtrykker, hvor stor en stigning i omkostningerne staten maksimalt kan forvente med en vis sandsynlighed. CaR er beskrevet i box 7.6.2.

Box 7.6.2. Cost-at-Risk.

Cost-at-Risk udtrykker, hvor stor en stigning i omkostningerne der maksimalt kan forventes med en vis sandsynlighed. CaR afhænger af forventningerne til renteutviklingen og af periodelængden, der betragtes.

Eksempel: Antag at staten har en gæld på 100 mia.kr., og at hele gælden skal refinansieres inden for det næste år. Antag endvidere, at renterne har været konstante og lig med 5 pct. i optagelsesperioden for gælden. Da er de nuværende årlige omkostninger for staten 5 mia.kr.

Hvis renterne antages at være normalfordelte omkring et niveau på 5 pct. med en standardafvigelse på 1 procentpoint, vil omkostningerne i løbet det kommende år blive fordelt som følger:

Mia.kr.	1-2	2-3	3-4	4-5	5-6	6-7	7-8	8-9
Sandsynlighed i pct.	0,1	2,1	13,6	34,1	34,1	13,6	2,1	0,1

Sandsynligheden for, at omkostningerne stiger til mellem 5 og 6 mia.kr. er altså 34 pct. Sandsynligheden for, at omkostningerne stiger med mere end 2 mia.kr., er 2,2 pct. CaR udtrykt ved 95 pct.-fraktilen er dermed 1,65 mia.kr., hvilket vil sige, at omkostningerne med 95 pct. sandsynlighed ikke overstiger 6,65 mia.kr.

CaR adskiller sig fra varighed ved, at det udtrykker sandsynligheden for, at omkostningerne stiger eller falder med et givet antal mia.kr. Varigheden er derimod et relativt begreb, der kun fortæller, om eksponeringen over for ændringer i renterne ved en given sammensætning af gælden er større eller mindre end eksponeringen ved en anden sammensætning af gælden.

I modsætning til et mål som varighed er CaR ikke et objektivt risikomål - CaR er modelspecifik, forstået sådan at resultaterne afhænger af forudsætninger om renternes volatilitet og tidshorisonten. Når CaR anvendes, er det derfor vigtigt at være opmærksom på de modelspecifikke forudsætninger og tage højde for dette ved at lave følsomhedsanalyser af modellen. Som et supplement kan der udarbejdes stress-tests for at undersøge omkostningernes følsomhed over for særlige situationer med sammenfald af begivenheder, som kan påvirke omkostningerne markant (*event-risk*).

CaR er nært beslægtet med risikomålet Value-at-Risk (VaR), der benyttes som udtryk for størrelsen af risikoen på en portefølje. VaR er som CaR baseret på modeller for udviklingen i renterne mv. og har de samme begrænsninger i form af afhængighed af modelspecifikke forudsætninger.

VaR adskiller sig fra CaR ved at fokusere på ændringen i kursværdien af porteføljen, hvor CaR fokuserer på finansieringsomkostninger. VaR angiver det med en given sandsynlighed maksimale kurstab, der kan forventes over en given periode. De to risikomåls sammenhæng med obligationstyper kan opsummeres som vist i tabel 7.6.1.

Tabel 7.6.1. Sammenligning af Value-at-Risk og Cost-at-Risk.

Risiko ved	VaR	CaR
Fast rente	Stor	Lille
Variabel rente	Lille	Stor

Sammenfatning

Varighed, stabilitet af afdragsprofil og CaR udtrykker på hver deres måde statens eksponering over for ændringer i renterne. Målene kan ikke stå alene som udtryk for renterisikoen, men bør supplere hinanden.

I praksis er de to kvantitative mål, varighed og CaR, lettest at bruge til at sætte rammer for statens renterisiko, og de kan således anvendes som styringsinstrumenter i statsgældsforvaltningen.

7.7. Opsummering

Målsætningen for statsgældspolitikken er at opnå så lave langsigtede låneomkostninger som muligt under hensyn til den risiko, låntagningen indebærer. Risikoen på statens indenlandske gæld består i, at store udsving i låneomkostningerne kan påvirke budgetsalden.

Risikoen kan måles ved varigheden, stabiliteten af afdragsprofilen og Cost-at-Risk. Målene beskriver forskellige aspekter af risikoen og bør bruges som supplement til hinanden frem for at stå alene som mål for risikoen.

Afvejningen af statens risiko mod omkostningerne er ikke entydigt defineret. Der må derfor laves analyser af forskellige scenarier for låntagningen, og afvejningen af risikoen mod omkostningerne kan ske ved at sammenligne de respektive scenarier.

For at kvantificere statens omkostninger og risiko er der opstillet en model for udviklingen i de fremtidige omkostninger under forskellige scenarier for låntagningen og renteudviklingen. Modellen er beskrevet i appendiks 7.A.

I det følgende beskrives udviklingen i omkostningerne og risikoen under forskellige antagelser. Formålet er at præsentere værktøjer, der kan bruges til vurdering af statens omkostninger og risiko. Samtidig kvantificeres statens renterisiko ved brug af CaR.

7.8. Omkostninger ved uændret rentestruktur

Hvis det antages, at rentestrukturen er lig med rentestrukturen primo januar 1998 og holdes konstant, vil omkostningerne tilpasse sig det nuværende renteniveau i takt med refinansieringen af gælden. Ved beregning af omkostningerne er det antaget, at sammensætningen af låntagningen svarer til den fordeling på løbetider, der har været anvendt i 1995-1997. Sammensætningen af låntagningen er vist i tabel 7.8.1.

Tabel 7.8.1. Fordeling af låntagning¹⁾.

Pct.	2-årig	5-årig	10-årig	30-årig
Fordeling	30	30	35	5

1) Skatkammerbevisprogrammet antages at fortsætte med uændret udestående.

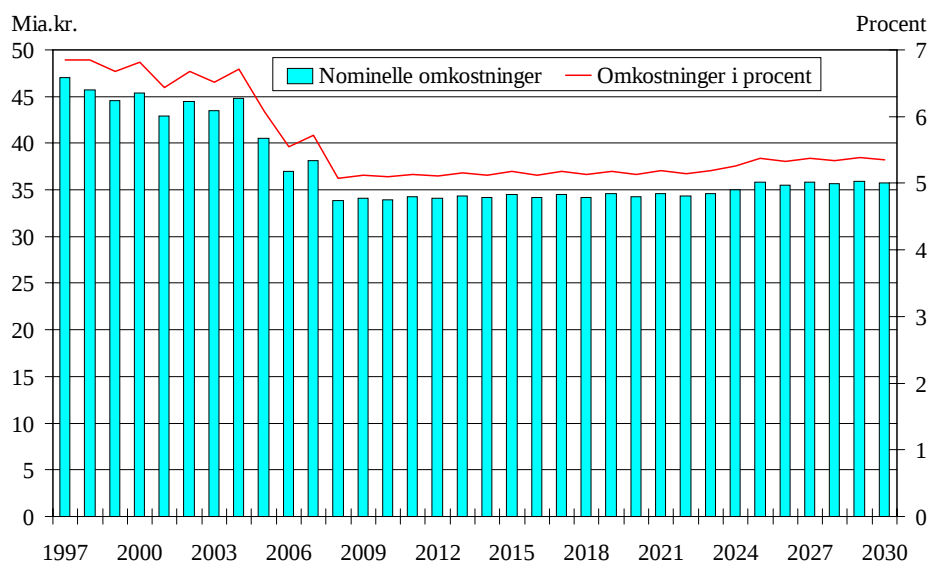
Det antages i modellen, at obligationerne udskiftes henholdsvis hvert andet år (30-årige, 10-årige og 5-årige) og hvert år (2-årige), jf. appendiks 7.A.

Da renteniveauet er lavt i forhold til de renter, som den nuværende gæld er optaget til, falder omkostningerne i takt med refinansieringen af den eksisterende gæld, jf. figur 7.8.1.

Med en uændret rentestruktur og et uændret finansieringsbehov vil de gennemsnitlige nominelle omkostninger stabiliseres omkring 35 mia.kr. pr. år svarende til godt 5 pct. p.a. Varigheden på gælden vil variere i intervallet 4 år +/- 0,25 år. Den gennemsnitlige varighed over perioden er 4,1 år.

Salgsscenariet i tabel 7.8.1. repræsenterer "grundscenariet" i analysen. Scenariet svarer til, at den nuværende varighed og struktur på låntagningen opretholdes.

Figur 7.8.1. Udviklingen i omkostningerne ved uændret rente og finansieringsbehov.



7.9. Omkostninger ved ændringer i rentestrukturen

Nedenfor analyseres udviklingen i omkostningerne ved forskellige simple antagelser om rentestrukturens form og niveau. For at illustrere risikoen benyttes 3 scenarier for låntagningen, der hver for sig medfører forskellige afdragsprofiler og varighed på gælden. Scenarierne er vist i tabel 7.9.1. sammen med den gennemsnitlige varighed.

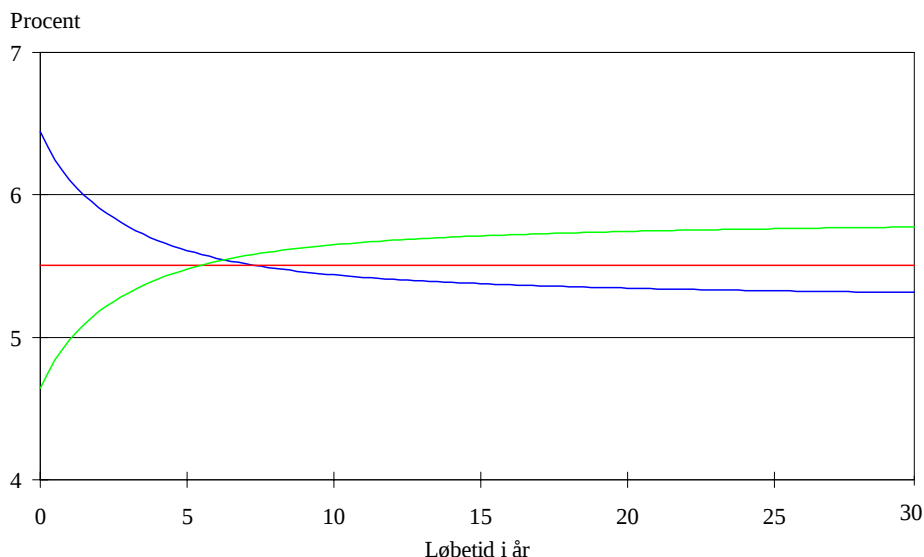
Tabel 7.9.1. Scenarier for låntagningen¹⁾ og varigheden.

Pct.	2-årig	5-årig	10-årig	Varighed i år
Scenario 1	100	0	0	2,1
Scenario 2	0	100	0	3,2
Scenario 3	0	0	100	4,5

¹⁾ Skatkammerbevisprogrammet antages at fortsætte med uændret udestående.

På grundlag af de sidste 10 års rentestrukturer er der valgt 3 rentestrukturer, der repræsenterer typiske former, som rentestrukturen kan antage. Niveaut af renterne svarer omtrent til det gennemsnitlige niveau i 1996-1997. Rentestrukturerne er vist i figur 7.9.1.

Figur 7.9.1. Repræsentative rentestrukturer.



Effekten af de forskellige påvirkninger af gælden måles ved omkostningerne i et "repræsentativt" år, hvor niveauet for renterne er slået fuldt igennem på omkostningerne. Som det fremgår af figur 7.8.1., svinger omkostningerne som følge af refinansieringen af den eksisterende gæld indtil 2010, hvorefter omkostningerne stabiliseres. Som det repræsentative år er valgt 2012.

Der måles ikke risiko på gælden, da rentestrukturen gennem hele perioden antages at have det niveau og den form, som den har initialt. Resultaterne er vist i tabel 7.9.2.

Tabel 7.9.2. Omkostninger ved forskellige rentestrukturer og salgsscenarier.

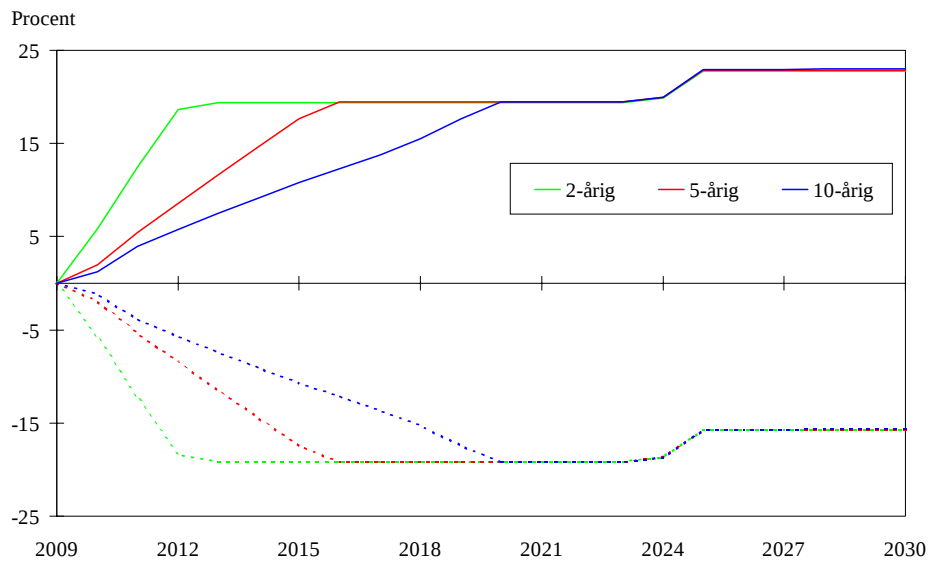
Pct.	Rentescenario		
	Invers	Flad	Stigende
2-årig	5,94	5,48	5,07
5-årig	5,62	5,48	5,42
10-årig	5,49	5,48	5,55

Det fremgår ikke uventet, at der ved en stigende rentestruktur fås lavere omkostninger ved at låne kort end ved at låne langt. Det omvendte gør sig gældende for tilfældet, hvor rentestrukturen er invers.

Tallene i tabel 7.9.2. viser, at det har betydning, hvilke forventninger man som låntager har til rentestrukturens form. Hvis der forventes en in-vers rentestruktur, vil længere låntagning give de laveste omkostninger og vice versa.

Ved beregning af omkostningerne i tabel 7.9.2. er rentestrukturens *niveau* holdt konstant. Ændringer i niveauet har imidlertid også stor betydning for omkostningernes variation. Det er illustreret i figur 7.9.2., hvor ændringen i omkostningerne ved at forskyde den "flade" rentestruktur nedad henholdsvis opad med 1 procentpoint er vist. Ændringen i renterne antages at ske i 2010, hvor hovedparten af den eksisterende gæld er "omlagt".

Figur 7.9.2. Ændring i omkostningerne ved forskydning af renteniveauet i 2010 med 1 procentpoint.



Anm.: Forskydningen af omkostningerne i 2024 er teknisk betinget og skyldes afdrag på 7 pct. stående lån 2024.

Figur 7.9.2. illustrerer varighedens betydning for hastigheden af omkostningernes tilpasning til et nyt renteniveau: Jo kortere varighed, desto hurtigere tilpasning til det nye renteniveau. Tilpasningshastigheden illustrerer forskellen i renterisiko ved de tre låntagningsscenarier. Ved en ændring i renteniveauet på 1 procentpoint udgør forskellen i årlige omkostninger mellem kort og lang låntagning fx 13 pct. i 2012. En stigning

i renterne gør den lange låntagning mest fordelagtig, mens et fald i renteniveauet gør den korte låntagning mest fordelagtig.

Det skal understreges, at rentestrukturen i eksemplet er flad. Der er således ikke forskel på niveauet af omkostningerne ved kort eller lang låntagning.

Opsummering

Når rentestrukturen ændrer form eller niveau, påvirker det omkostningerne på forskellig vis, alt afhængig af gældens afdragsprofil og varighed. Det er illustreret ved simple eksempler, hvor rentestrukturens form og niveau er varieret. Eksemplerne demonstrerer, hvordan forventninger til rentestrukturens fremtidige form og niveau med fordel kan inddrages i fastlæggelsen af strategien for låntagningen.

De fremtidige renter er ikke kendt på forhånd, hvilket der bør tages hensyn til. Det sker ved at vurdere omkostningerne ved mange mulige udviklinger af rentestrukturen ved brug af Monte Carlo-simulation.

7.10. Monte Carlo-simulation

Ved Monte Carlo-simulation varieres rentestrukturerne "tilfældigt", jf. box 7.10.1. Herved kan der tages hensyn til, at de fremtidige rentestrukturer ikke kendes. Samtidig fås mere information om fordelingen af omkostningerne ved variationer i renteniveauet end i det ovenstående eksempel med kun tre rentestrukturer.

Formålet med dette afsnit er at forklare, hvordan Monte Carlo-simulation kan benyttes til at kvantificere renterisikoen og til at undersøge sammenhængen mellem Cost-at-Risk og de øvrige risikomål, varigheden og afdragsprofilens stabilitet. For at tydeliggøre forskellen i resultaterne benyttes "ekstreme" låntagningsscenarier, hvor hele låntagningen sker i et enkelt papir.

I afsnit 7.11. præsenteres resultaterne af beregninger af statens risiko på den indenlandske statsgæld med udgangspunkt i en mere realistisk model.

Der simuleres rentestrukturer fra 1998 til 2030, én rentestruktur pr. år. Rentestrukturen for hvert år er valgt tilfældigt blandt de seneste 10 års rentestrukturer, jf. box 7.10.1. Der er lavet 250 simulationer ved hver kørsel. På grundlag af de simulerede rentestrukturer beregnes omkost-

ninger for hvert år. Der fås herved 250 forløb af omkostningerne for perioden fra 1998 til 2030.

Box 7.10.1. Monte Carlo-simulation af rentestrukturer.

I Monte Carlo-simulationer vælges "tilfældige" tal (input) fra en nærmere specificeret sandsynlighedsfordeling. Tallene indsættes i beregningen, og resultaterne (output) gemmes sammen med input. Simulationen køres igennem et vilkårligt antal gange (fx 250), og resultatet er 250 samhörørende sæt af input og output. Datasættet kan bruges til at analysere variationen i output, hvilket typisk gøres ved at beskrive forskellige statistiske egenskaber som middelværdi og spredning på output.

I modellen for omkostningerne er inputtet rentestrukturer. For hvert år fra 1998 til 2030 vælges en "tilfældig" rentestruktur. De 33 rentestrukturer udgør et forløb for renterne over perioden 1998-2030. For dette forløb kan der nu beregnes omkostninger for hvert år. Hvis der fx laves 250 simulationer, fås således 250 forløb af omkostningerne over perioden. Metoden er nærmere beskrevet i appendiks 7.B.

Gennemsnittet for de 250 forløb af omkostningerne for hvert år udgør den gennemsnitlige eller forventede omkostningsudvikling. Ved at vælge en øvre fraktil i omkostningernes fordeling, fx 95 pct.-fraktilen, fås et Cost-at-Risk-mål for udviklingen i omkostningerne. Ved CaR menes i dette tilfælde, at omkostningerne i tilfældet med 95 pct.-fraktilen sandsynligvis ikke overskrider denne grænse hyppigere end hvert 20. år.

Der er estimeret en rentestruktur for hver dag for de seneste 10 år, i alt ca. 2750 rentestrukturer. I analysen trækkes en "tilfældig" rentestruktur fra datasættet for hvert år fra 1998 til 2030. De 33 rentestrukturer udgør et forløb for renterne over perioden 1998-2030. Rentestrukturerne trækkes fra datasættet ved at benytte en ligefordeling (uniform fordeling) over antallet af rentestrukturer i datasættet. Det betyder, at alle rentestrukturer har lige stor sandsynlighed for at blive udtrukket. Herved sikres, at fordelingen af rentestrukturerne svarer til den historiske fordeling.

Fra 1987 til 1992 var renteniveauet højere end niveauet gennem de seneste år. I analysen vil dette afspejle sig i, at omkostningerne stiger over tid, da det gennemsnitlige renteniveau over de seneste 10 år er højere end det nuværende renteniveau. Den historiske volatilitet i renterne afspejles ikke direkte i analysen, da valget af rentestruktur i et givet år ikke afhænger af rentestrukturen det foregående år. Det viser sig dog, at forholdet mellem volatiliteten for forskellige løbetider ved de simulerede renter svarer nogenlunde til de historiske volatiliteter.

I appendiks 7.B. er vist udviklingen i omkostningerne for en anden måde at generere fremtidige rentestrukturer på. Resultaterne viser, at modellen er forholdsvis robust over for valget af simulationsmetode. Det peger i retning af, at de kvalitative resultater af analysen er repræsentative.

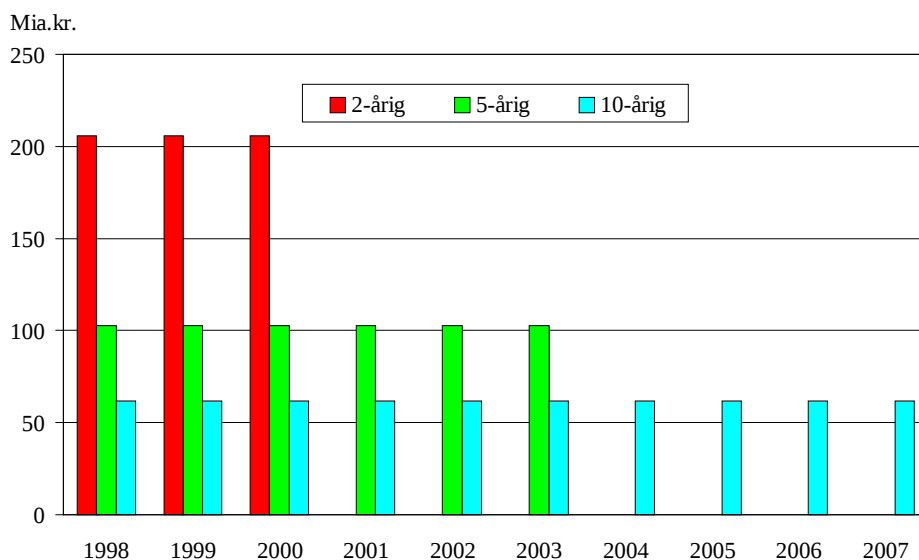
De fremtidige rentestrukturer kan simuleres på mange forskellige måder. I appendiks 7.B. er en anden metode beskrevet, og der er lavet en analyse svarende til analysen i dette afsnit med en anden simulationsmetode.

Omkostningerne beskrives ved hjælp af de gennemsnitlige omkostninger over hele perioden og omkostningerne i 2012. I 2012 er størstedelen af den eksisterende gæld refinansieret, og de langsigtede effekter af den valgte strategi for låntagningen træder tydeligt frem. Risikoen vurderes ved at betragte variationen i omkostningerne fra år til år samt CaR.

For at illustrere forskellen i effekterne på omkostningerne af henholdsvis lang, mellemlang og kort låntagning er der benyttet "ekstreme" låntagningsscenarier, hvor al låntagning sker enten i 10-årige, i 5-årige eller i 2-årige obligationer¹⁾, svarende til at gælden rulles over en periode på henholdsvis 10, 6 eller 3 år²⁾. Udgangspunktet er således en afdragsprofil, hvor henholdsvis 1/10, 1/6 og 1/3 af den udestående gæld refinansieres hvert år.

Rent teknisk opnås de respektive afdragsprofiler ved opkøb af den eksisterende gæld. Opkøbene antages at ske, før afdragene på den "nye" gæld påbegyndes, jf. figur 7.10.1.

Figur 7.10.1. Ny afdragsprofil på gælden¹⁾ efter opkøb.



¹⁾ Ekskl. skatkammerbevisprogrammet.

¹⁾ Skatkammerbevisprogrammet antages at fortsætte med uændret udestående.

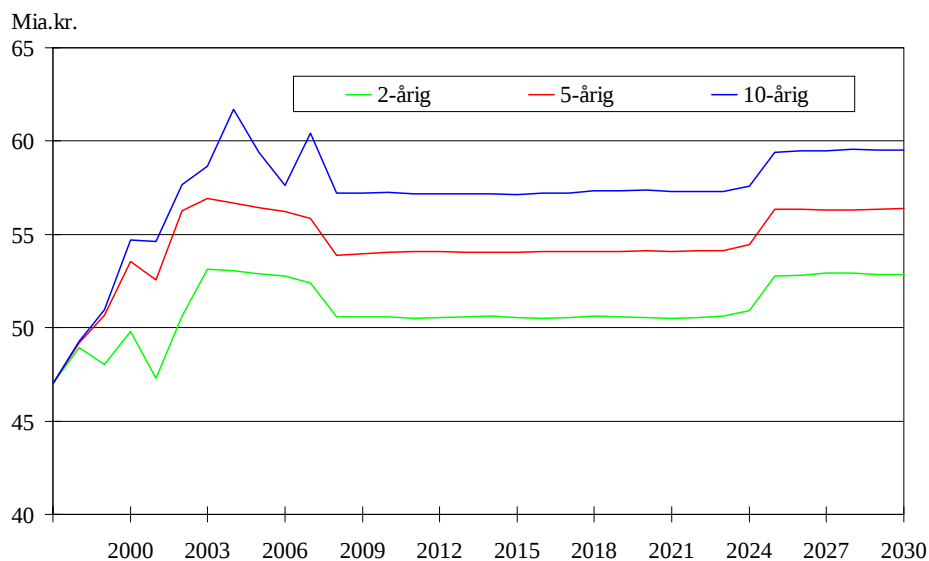
²⁾ De 10-årige obligationer har ved åbning en restløbetid på 10 år, de 5-årige obligationer en restløbetid på 6 år, og de 2-årige papirer har ved åbning en restløbetid på 3 år.

Med en lånestrategi baseret udelukkende på 2-årige papirer bliver den årlige refinansiering godt 200 mia.kr., mens den årlige refinansiering ved 10-årig låntagning er godt 60 mia.kr.

Det er forudsat, at alle lån optages til pari, og statens nettofinansieringsbehov sættes lig med nul, jf. appendiks 7.A. Gældens størrelse er dermed uforandret i perioden.

På grundlag af de simulerede rentestrukturer beregnes omkostninger for hvert år. Der fås derved 250 *forløb* af omkostningerne for perioden 1998-2030. I figur 7.10.2. er udviklingen i de gennemsnitlige omkostninger vist.

Figur 7.10.2. Gennemsnitlige omkostninger.



Anm.: Forskydningen af omkostningerne i 2024 skyldes afdraget af 7 pct. stående lån 2024.

De gennemsnitlige omkostninger er højere ved lang end ved kort låntagning. Niveauet af omkostningerne afspejler valget af periode for de historiske renter, jf. box 7.10.1.

Simulationsresultaterne giver flere oplysninger om variationen i omkostningerne. I tabel 7.10.1. er resultaterne af simulationen vist. Der er beregnet statistiske nøgletal for det gennemsnitlige forløb for hele perioden 1998-2030 samt for 2012, hvor udviklingen i omkostningerne er sta-

biliseret, jf. figur 7.10.2. Nøgletalsbegreberne er forklaret i appendiks 7.C.

Tabel 7.10.1. Statistik over omkostninger.

Mia.kr.	2-årig	5-årig	10-årig
<i>Gennemsnit 1998-2030</i>			
Middelværdi	51,1	54,6	57,4
Spredning	7,7	4,2	3,7
75 pct.	56,9	57,5	59,9
95 pct.	63,5	61,7	63,1
<i>2012</i>			
Middelværdi	50,6	54,1	57,2
Spredning	9,0	5,0	3,6
75 pct.	57,4	56,9	59,5
95 pct.	64,5	63,5	63,3
<i>Absolut ændring 2012-2013</i>			
Middelværdi	5,0	1,9	1,3
75 pct.	8,1	2,7	1,9
95 pct.	11,3	4,5	3,1

De gennemsnitlige omkostninger stiger som ventet med løbetiden på låntagningen. Spredningen af omkostningerne ved de 3 låntagnings-scenarier er faldende, jo længere varigheden på gælden er. Det betyder, at variationen omkring omkostningernes middelniveau er større ved kort låntagning end ved lang låntagning.

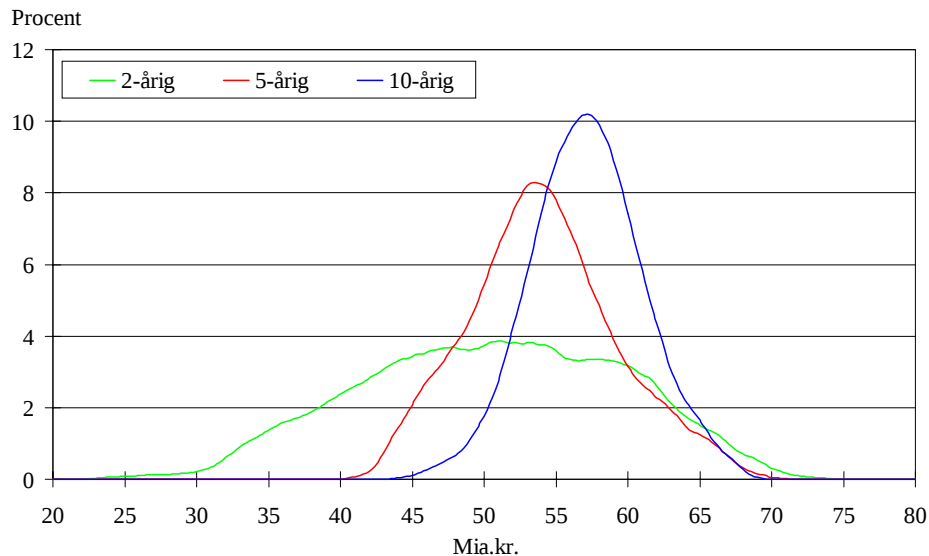
Fraktilerne viser det øvre niveau, som omkostningerne vil ligge under med en vis sandsynlighed. Fraktilerne kaldes også absolutte fraktiler. Fx angiver den absolutte 75 pct.-fraktil det niveau, som omkostningerne kan forventes at overskride med 25 pct. sandsynlighed. I 75 pct. af tilfældene vil omkostningerne være mindre.

De absolutte fraktiler afhænger af omkostningernes gennemsnitlige niveau samt af variationen i omkostningerne. For to låntagningsscenarier med samme gennemsnitlige omkostninger vil det scenario med størst variation i omkostningerne have de største øvre fraktiler. Fraktilerne vil blive diskuteret yderligere nedenfor.

I figur 7.10.3. er vist omkostningernes fordeling i 2012. År 2012 er valgt, fordi omkostningerne på dette tidspunkt har stabiliseret sig, og niveauet for omkostningerne derfor er repræsentativt, jf. figur 7.10.2. Den

større variation i omkostningerne ved kort låntagning i forhold til lang låntagning træder tydeligt frem. Fordelingerne ses at være lettere asymmetriske.

Figur 7.10.3. Fordeling af omkostningerne i 2012 ved henholdsvis 2-årig, 5-årig og 10-årig låntagning.

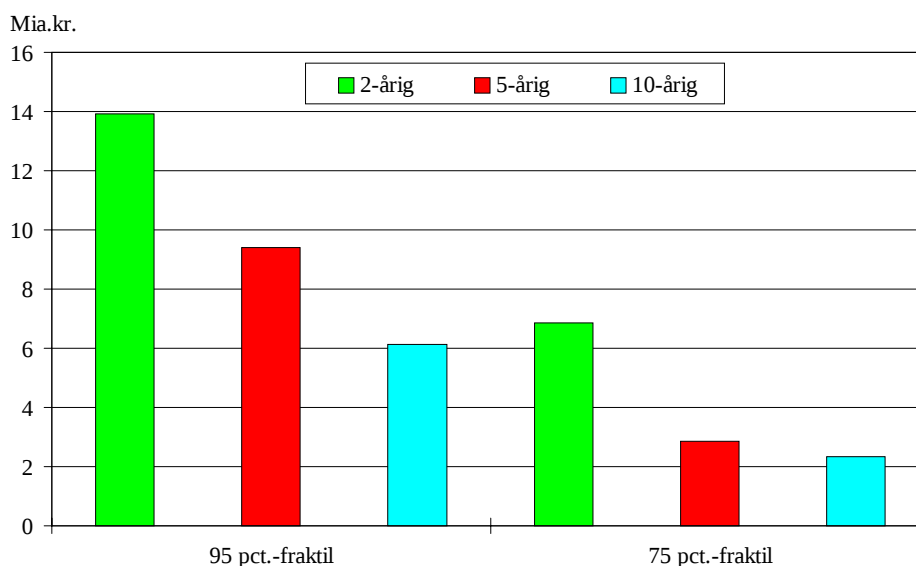


Forskellen i risiko ved de tre låntagningsscenarier kan vurderes ved at se på *forskellen* mellem fraktilerne og middelværdien (relative fraktiler) for hvert scenario. I figur 7.10.4. er vist de relative 95 pct.- henholdsvis 75 pct.-fraktiler for hvert af de tre låntagningsscenarier.

I begge tilfælde gælder, at kort låntagning giver højere relative fraktiler end lang låntagning. Det betyder, at der er større renterisiko ved at låne kort end ved at låne langt. Når de relative 95 pct.-fraktiler benyttes, er renterisikoen ved 2-årig låntagning ca. 14 mia.kr. og ved 10-årig låntagning godt 6 mia.kr. Tallene udtrykker statens langsigtede CaR ved 95 pct. sandsynlighed ved de respektive scenarier for låntagningen.

På kortere sigt afhænger statens CaR også af andre faktorer end sammensætningen af låntagningen på løbetider. Eksempelvis spiller sammensætningen af afdragsprofilen en rolle. Statens 1-årige CaR kan findes ved at se på ændringen fra år til år i omkostningerne. Af tabel 7.10.1. fremgår de numeriske ændringer i omkostningerne fra 2012 til 2013.

Figur 7.10.4. Relative fraktiler i omkostningenes fordeling i 2012.

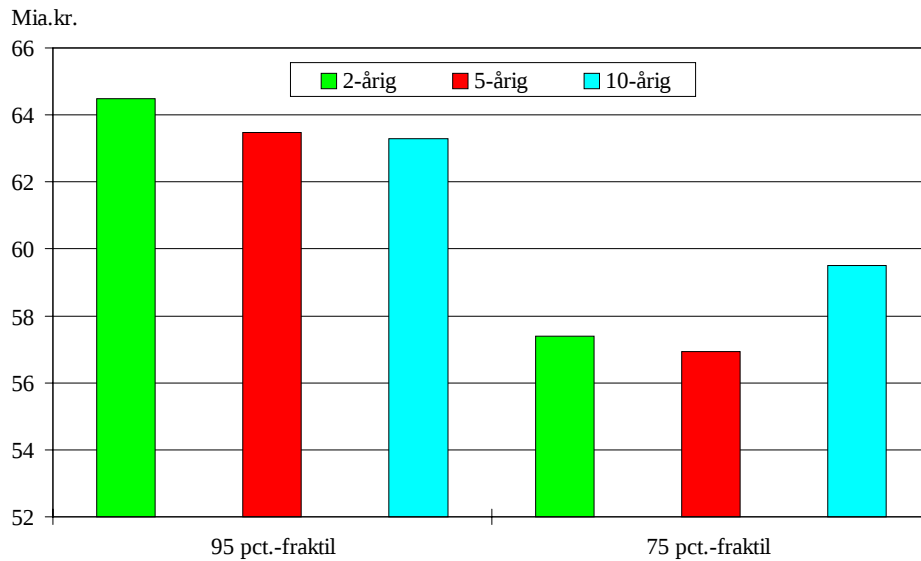


Ændringen i omkostningerne fra 2012 til 2013 viser, at ændringen fra ét år til det næste er mindre, jo længere gældens varighed er. Tilsvarende for de øvre fraktiler. Det afspejler, at renterisikoen på gælden er større, jo kortere gælden er. Benyttes 95 pct.-fraktilerne for ændringerne, kan statens 1-årige CaR opgøres til ca. 11 mia.kr. ved 2-årig låntagning og ca. 3 mia.kr. ved 10-årig låntagning. Forskellen i risikoen ved kort henholdsvis lang låntagning bliver dermed ca. 8 mia.kr. pr. år.

I figur 7.10.5. er vist de absolutte 95 pct.- og 75 pct.-fraktiler i 2012 for de tre låntagningsscenarier. Fraktilerne angiver som nævnt det øvre niveau, som omkostningerne vil ligge under med en given sandsynlighed.

De absolutte fraktiler kan i nogle tilfælde benyttes til at sammenligne risikoen ved forskellige låntagningsscenarier. Hvis et givet låntagningsscenario har en absolut 95 pct.-fraktil på x mia.kr., og et andet låntagningsscenario har en absolut 95 pct.-fraktil, der er større, vil det låntagningsscenario med den laveste absolutte 95 pct.-fraktil give den største sandsynlighed for, at omkostningerne ikke overstiger x mia.kr. Det gælder også, hvis låntagningsscenariet med den laveste absolutte 95 pct.-fraktil har højest relativ risiko, da de absolutte fraktiler tager højde for det gennemsnitlige niveau af omkostningerne.

Figur 7.10.5. Absolutte fraktiler i omkostningenes fordeling i 2012.



Det fremgår, at den absolutte 95 pct.-fraktil ved 2-årig låntagning er godt 64 mia.kr. Det er ca. 1 mia.kr. højere end den absolutte 95 pct.-fraktil ved længere låntagning. Det betyder, at de forventede udsving i omkostningerne ved kort låntagning overstiger den forventede besparelse på gennemsnitlige omkostninger. Det skal bemærkes, at det for 75 pct.-fraktilen er omvendt.

Fraktilerne kan "oversættes" til, at omkostningerne med de givne forudsætninger forventes at blive højere end de viste absolutte 95 pct.-fraktiler hvert 20. år, og højere end de viste absolutte 75 pct.-fraktiler hvert 4. år. Hvis låntageren er villig til at påtage sig større risiko, vil den korte låntagning være mest fordelagtig. Hvis låntageren er mindre villig til at påtage sig risiko, er længere låntagning mest fordelagtig.

Når forskellige låntagningsscenarier sammenlignes ved hjælp af de absolutte fraktiler, tages kun hensyn til risikoen for, at omkostningerne stiger uforholdsmæssigt meget. Som diskuteret i afsnit 7.5. består renterisikoen i, at omkostningerne kan svinge meget fra år til år. Selv om de forventede udsving i omkostningerne er mindre end den gennemsnitlige besparelse ved at låne kortere, fås stadig samlet set en større risiko ved at låne kortere.

Opsummering

Monte Carlo-analysen viser, at kortere varighed typisk medfører lavere omkostninger. Samtidig varierer omkostningerne mere, og risikoen målt som Cost-at-Risk bliver større. Renterisikoen ved 2-årig låntagning er ca. 8 mia.kr. pr. år større end ved 10-årig låntagning.

Analysen beskriver renterisikoen under forudsætning af, at renteudviklingen svarer til den historiske renteudvikling. Der kan laves andre analyser, hvor der benyttes andre metoder til at simulere renteudviklingen på. Det er bl.a. gjort i appendiks 7.B., hvor resultaterne viser, at måden, hvorpå renteudviklingen simuleres, ikke påvirker de kvalitative resultater af analysen.

7.11. Realistiske scenarier for låntagningen

Analysen ovenfor tog udgangspunkt i låntagningsstrategier, hvor gælden blev refinansieret i et enkelt papir. Det er ikke realistisk, da staten derved påtager sig en uforholdsmæssig stor risiko for at blive ramt af dårlige markedsforhold. Staten har desuden som stor låntager interesse i at deltage i at opbygge og vedligeholde et obligationsmarked med likvide papirer i flere løbetidssegmenter.

For at tage hensyn til dette er der nedenfor opstillet 4 scenarier, hvor låntagningen er spredt ud over flere løbetidssegmenter. Låntagningen sker i 30-, 10-, 5- og 2-årige obligationer fordelt som i tabel 7.11.1.

Tabel 7.11.1. Fordeling af låntagning¹⁾.

Pct.	Variabel	2-årig	5-årig	10-årig	30-årig	Varighed
Scenario 1	0	70	5	25	0	3,1 år
Scenario 2	0	30	30	35	5	4,2 år
Scenario 3 ²⁾ . . .	0	10	25	40	25	6,0 år
Scenario 4	20	30	30	15	5	3,6 år

Note: Scenario 1 repræsenterer et "kortere" salgsscenario.

Scenario 2 svarer til salgsfordelingen i 1995-1997 og stemmer overens med "grundscenariet" beskrevet i afsnit 7.8.

Scenario 3 repræsenterer et "længere" salgsscenario.

Salget i scenario 4 stemmer overens med salget i scenario 2, dog optages 20 pct. af de 10-årige lån som variabelt forrentede lån. I scenario 2 og scenario 4 er afdragsprofilerne de samme, men der er hurtigere rentetilpasning i scenario 4.

¹⁾ Skatkammerbevisprogrammet antages at fortsætte med ændret udestående.

²⁾ I 1998-2001 følger låntagningen en lidt anden fordeling af hensyn til afdragsprofilen.

Der er indlagt opkøb af den eksisterende gæld i modellen for at udjævne den initiale afdragsprofil i det omfang, det er muligt. Alle lån optages til pari, og statens nettofinansieringsbehov sættes lig med nul, jf. appendiks 7.A. Gældens størrelse er således stort set uforandret i perioden.

På grundlag af de simulerede rentestrukturer beregnes omkostninger for hvert år. Der fås derved 250 forløb af omkostningerne for perioden 1998-2030. Når omkostningerne er stabiliseret omkring 2010, er omkostningernes niveau mellem 55 mia.kr. og 60 mia.kr. pr. år. Det er 10-15 mia.kr. højere end i dag.

I tabel 7.11.2. er resultaterne af simulationen vist. Der er beregnet nøgletal for det gennemsnitlige forløb over hele perioden 1998-2030, for 2012 samt for 2012-2013. De statistiske nøgletal er forklaret nærmere i appendiks 7.C.

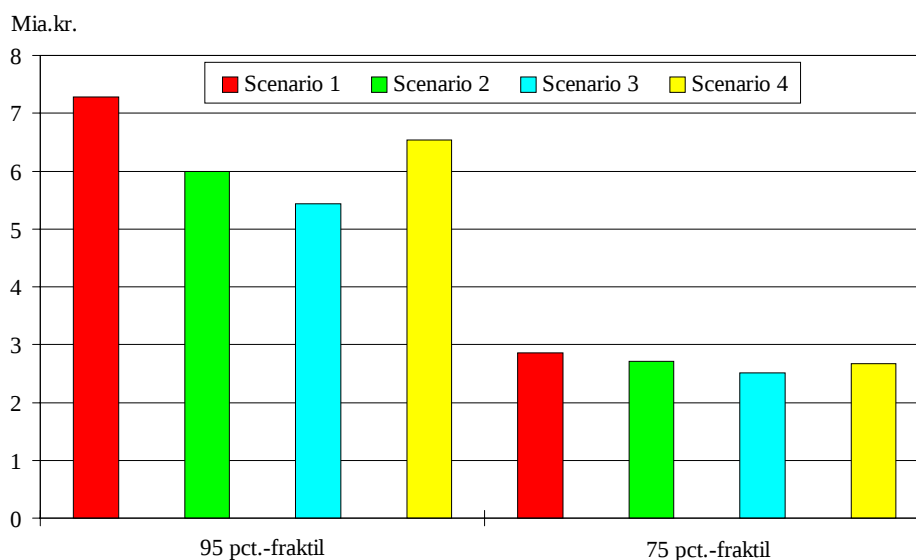
Tabel 7.11.2. Statistik over omkostninger.

Mia.kr.	Scenario 1	Scenario 2	Scenario 3	Scenario 4
<i>Gennemsnit 1998-2030</i>				
Middelværdi	55,0	56,7	58,5	56,3
Spredning	4,5	3,8	3,5	3,9
75 pct.	56,3	58,0	60,1	57,6
95 pct.	57,9	60,0	61,7	59,5
<i>2012</i>				
Middelværdi	54,9	56,3	58,2	55,8
Spredning	4,3	3,9	3,6	4,1
75 pct.	57,8	59,0	60,7	58,5
95 pct.	62,2	62,3	63,7	62,4
<i>Absolut ændring 2012-2013</i>				
Middelværdi	1,8	1,2	0,9	1,9
75 pct.	2,4	1,7	1,3	2,8
95 pct.	3,9	2,9	2,0	4,1

De gennemsnitlige omkostninger for perioden 1998-2030 stiger som ventet med løbetiden på låntagningen. Desuden er spredningen faldende, jo højere varigheden på gælden er.

De relative fraktiler illustrerer risikoen ved låntagningen. I figur 7.11.1. er for 2012 vist de relative 95 henholdsvis 75 pct.-fraktiler for de 4 låntagningsscenarier. Figuren understøtter konklusionen ovenfor vedrørende forskellene i relativ risiko for de 4 scenarier.

Figur 7.11.1. Relative fraktiler i omkostningernes fordeling i 2012.



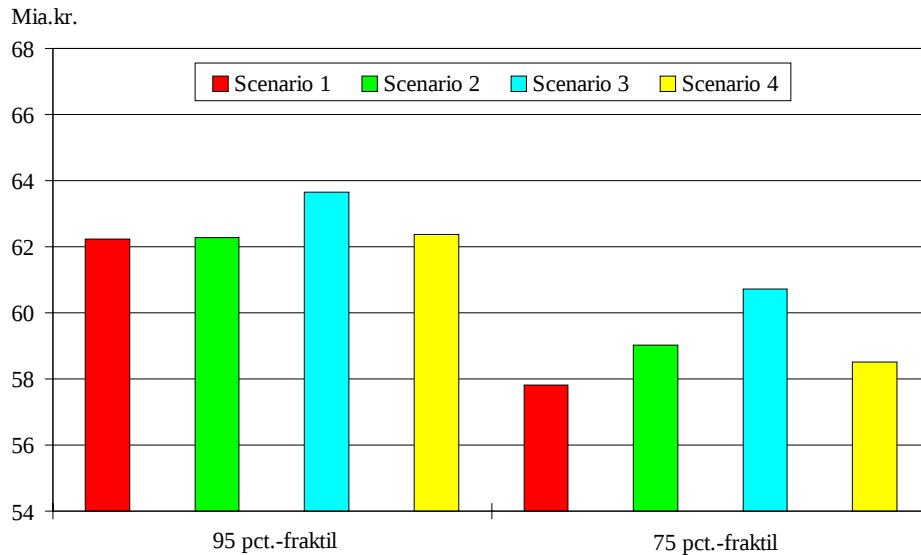
Konklusionen er, at der opnås lavere gennemsnitlige omkostninger ved at låne kortere end ved at låne længere. Den relative risiko (CaR) i de 4 scenarier er til gengæld større ved at låne kortere end ved at låne længere.

Når omkostningerne er stabiliserede, er den gennemsnitlige år-til-år variation næsten dobbelt så stor i scenario 1 som i scenario 3. Det betyder, at den relative risiko er næsten dobbelt så stor ved kortere låntagning frem for længere låntagning. Benyttes fraktilerne, fås tilsvarende, at omkostningerne varierer mere ved kortere låntagning end ved længere låntagning.

Når niveauet af de relative 95 pct.-fraktiler for 2012 bruges som en indikator for det langsigtede niveau af risikoen, er statens langsigtede CaR ved den nuværende sammensætning af låntagningen omkring 6 mia.kr. Forskellen i risiko på kortere og længere låntagning er ca. 1 mia.kr. pr. år.

For at støtte vurderingen af, om et af låntagningsscenarierne giver en mere fordelagtig afvejning af omkostninger mod risiko end de øvrige scenarier for låntagningen, er der beregnet absolutte fraktiler for de 4 scenarier, jf. figur 7.11.2.

Figur 7.11.2. Absolutte fraktiler i omkostningernes fordeling i 2012.



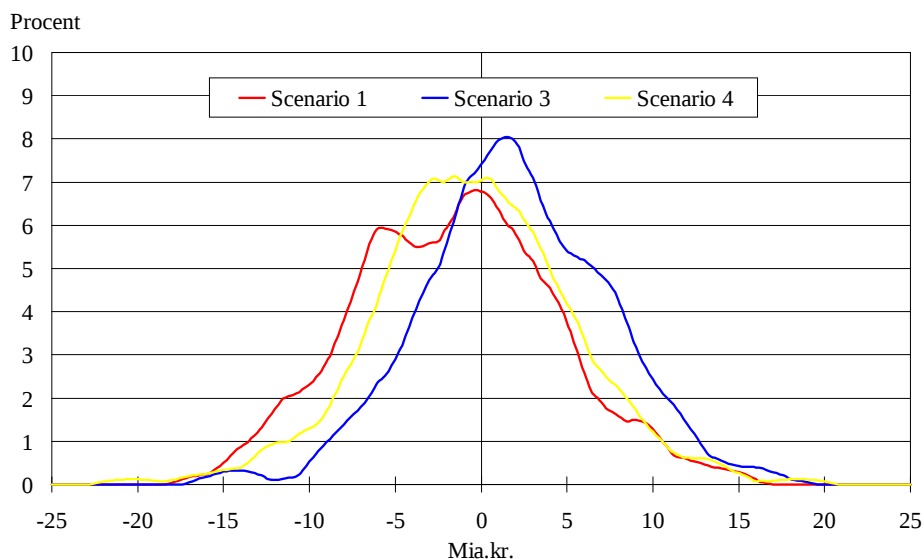
Det fremgår, at de absolutte fraktiler ved at låne kortere er mindre end ved at låne længere. Det betyder, at de øgede udsving i omkostningerne som følge af den større risiko sandsynligvis ikke overstiger de sparede omkostninger. Hvis der kun ses på risikoen for, at omkostningerne stiger over et givet niveau, vil - alt andet lige - risikoen afvejet over for omkostningerne ved at låne kortere ikke være større end ved at låne længere, når der ses på de 4 scenarier. Det betyder, at det kan være billigere at låne svarende til scenariet med kortere låntagning frem for scenariet med længere låntagning¹⁾.

For at illustrere fordelingen af omkostningerne er der i figur 7.11.3. vist fordelingen af omkostningerne i 2012 for scenario 1, scenario 3 og scenario 4 målt i forhold til scenario 2. Fordelingerne ses at være asymmetriske.

De lavere omkostninger i scenarierne med kortere låntagning i forhold til scenariet med længere låntagning træder tydeligt frem. Middelværdien i scenario 1 er godt 1 mia.kr. lavere end middelværdien i scenario 2, mens middelværdien i scenario 3 er knap 2 mia.kr. højere end middelværdien i scenario 2. Middelværdien i scenario 4 er knap 1 mia.kr. lavere end middelværdien i scenario 2.

¹⁾ Med de givne forudsætninger om rentestrukturudviklingen.

Figur 7.11.3. Fordeling af omkostninger i 2012 i forhold til omkostninger i scenario 2.



Den større variation i omkostningerne ved kortere låntagning viser sig ved en bredere fordeling af omkostningerne ved kortere låntagning end ved længere låntagning, der medfører, at kurverne i figur 7.11.3. krydser hinanden i højre side af figuren. At variationen ikke tydeligt fremgår, skyldes bl.a., at de større udsving i omkostningerne som følge af den større risiko ved kort låntagning opvejes af de lavere omkostninger i forhold til længere låntagning.

Opsummering

Analysen viser, at der givet de seneste 10 års rentestrukturer fås lavere gennemsnitlige omkostninger ved at låne kortere end ved at låne længere. Samtidig varierer omkostningerne mere, og den relative risiko ved at låne kortere er således større end ved at låne længere. År-til-år variationen i omkostninger viser ligeledes dette.

Når risikoen ved at låne lidt kortere afvejes over for omkostningerne fås, at de øgede udsving i omkostningerne som følge af den større risiko ved at låne kortere sandsynligvis ikke overstiger de sparede omkostninger. Hvis der kun ses på risikoen for, at omkostningerne stiger over et

givet niveau, vil - alt andet lige - risikoen afvejet over for omkostningerne ved at låne kortere ikke være større end ved at låne længere.

7.12. Hvilken risiko påtager staten sig?

Analysen af udviklingen i omkostningerne ved forskellige låntagnings-scenarier er et forsøg på at kvantificere afvejningen af risikoen og omkostningerne. Analysen viser, at staten med den nuværende sammensætning af låntagningen og med den nuværende varighed på gælden får langsigtede omkostninger i størrelsesordenen 56 mia.kr. pr. år under forudsætning af, at niveauet for renterne gennem de seneste 10 år svarer til niveauet fremover. Omkostningerne vil med 95 pct. sandsynlighed ikke stige mere end 3 mia.kr. fra år til år som følge af ændringer i renterne.

Afvejningen af omkostninger mod risiko afhænger af præferencerne. Det er ikke muligt præcist at identificere den afvejning af omkostninger mod risiko, som er bedst for staten.

Eksposeringen over for risiko er blevet mindsket i 1990'erne. Nedbringelsen af eksposeringen afspejler, at der siden midt i 1980'erne internationalt har været større fokus på nationale låntageres eksposering over for renteudviklingen. Nationale låntagere har som store låntagere fået en interesse i at have en mindre risiko, da omkostningerne har udgjort en stadig større post på budgettet i takt med, at landenes statsgæld er vokset.

Da statens afvejning af forventede omkostninger mod risiko ikke kan kvantificeres generelt, må risikoen ved forskellige låntagningsstrategier afvejes mod hinanden i hvert enkelt tilfælde.

Analysen viser, at ved at øge varigheden på gælden til omkring 6 år fås langsigtede omkostninger i størrelsesordenen 58 mia.kr. pr. år og en variation på 2 mia.kr. pr. år. Ved at nedbringe varigheden til godt 3 år fås lavere omkostninger mod, at variationen i omkostningerne øges. De langsigtede omkostninger udgør i dette tilfælde ca. 55 mia.kr. og variationen ca. 4 mia.kr. Spørgsmålet er, hvordan omkostningerne og risikoen afvejes mod hinanden.

Et element, der kan gøre afvejningen lettere, er, hvis strategien med en lidt kortere varighed giver så store besparelser på omkostningerne, at de mere end opvejer den øgede eksposering over for ændringer i renterne. Hvis der kun ses på risikoen for, at omkostningerne stiger over et givet niveau, vil risikoen afvejet over for omkostningerne ved at have en

kortere varighed i dette tilfælde ikke være større end ved at have en længere varighed.

Scenarierne i afsnit 7.10. viser samtidig, at der ved at sænke varigheden betydeligt fås en meget stor eksponering over for udsving i renterne. Derfor er gevinsten ved at øge risikoen mod at få lavere forventede omkostninger begrænset af den større renteeksponering ved korte varigheder. Det betyder, at risikoen for, at omkostningerne bliver meget høje, øges væsentligt ved at sænke varigheden betydeligt.

Ved afvejningen af omkostninger mod risiko skal der også tages hensyn til andre faktorer, når låntagningen planlægges. Som nævnt er det vigtigt, at afdragsprofilen er forholdsvis jævn for at mindske eksponering over for midlertidige udsving i renterne.

Størrelsen af afdragene afhænger også af den valgte strategi for låntagningen i form af fokus på likviditet og benchmarks. I praksis har det betydning for især internationale investorer, at der findes internationalt sammenlignelige papirer. Det er især 10-årige statspapirer, der bruges som benchmarks på obligationsmarkederne, hvorfor udstedelsesstrategien bør tage hensyn til dette.

Endvidere er det hensigtsmæssigt, at gælden "plejes" løbende, da løbende udstedelse giver opmærksomhed om statens papirer og øger likviditeten.

7.13. Metodekritik

Et risikomål som varighed kan anskues som et mål for eksponeringen over for ændringer i renterne. Varigheden udtrykker ikke sandsynligheden for, at omkostningerne ændrer sig med en given størrelse. Cost-at-Risk kæder derimod eksponeringen sammen med risikoen for, at omkostningerne stiger med et givet antal mia.kr. CaR kan derfor benyttes til at afveje omkostninger mod risiko, og CaR tilføjer analysen af statens omkostninger og risiko ny information, der er væsentlig for fastlæggelsen af låntagningen.

Et problem ved CaR er, at resultaterne er modelspecifikke, idet de afhænger af modellens antagelser om låntagningen fremover samt af renteforudsætninger og tidshorisont. Når CaR anvendes, er det vigtigt at være opmærksom på de modelspecifikke forudsætninger og tage højde for dette ved at lave følsomhedsanalyser af modellen. Det er gjort i appendiks 7.B.

Følsomhedsanalyserne viser, at der fås de samme kvalitative resultater ved at bruge andre metoder til at simulere de fremtidige rentestrukturer. Det peger i retning af, at resultaterne af analysen er repræsentative for beskrivelsen af risikoen på den indenlandske gæld.

Det er vigtigt at være opmærksom på, at CaR angiver den med en given sandsynlighed maksimale stigning i omkostningerne. En sandsynlighed på 95 pct. fortæller, at variationen i omkostningerne ikke overstiger CaR hyppigere end hvert 20. år. Et sådant udsagn giver ikke fuld vished om, at de årlige omkostninger ikke stiger mere end CaR i fx 3 år i træk. Udsagnet fortæller kun, at givet modellens forudsætninger, specielt forudsætningerne om renteutviklingen, da kan ændringer i omkostningerne af den givne størrelse forventes.

Modellens forudsætninger om udviklingen i renterne er endvidere baseret på en "normal" udvikling i renterne. Der tages ikke højde for særlige omstændigheder, der kan indtræffe, som ikke er afspejlet i de historiske data. Denne type risiko kaldes *event-risk*.

Et eksempel på event-risk er pludselig uro omkring valutakursen og stigende internationale renter. Effekten kan være en kraftig stigning i de korte renter samtidig med, at de udenlandske investorer nedbringer deres beholdning af kronepapirer. Resultatet vil være en stigning i omkostningerne på statsgælden, der ikke afspejles i ovenstående Monte Carlo-simulationer.

For at få et dækkende billede af statens risiko bør der som supplement til analysen i afsnit 7.11. foretages analyser, der undersøger udviklingen i omkostningerne i situationer med sammenfald af begivenheder, der kan påvirke omkostningerne markant. Denne type analyser kaldes stress-tests.

7.14. Konklusion

Målsætningen for staten er at opnå så lave langsigtede låneomkostninger som muligt under hensyn til risikoen. Risikoen på statens indenlandske gæld består i, at store udsving i låneomkostningerne påvirker budgetsaldoen.

Risikoen kan måles ved varigheden, stabiliteten af afdragsprofilen og Cost-at-Risk. Målene beskriver hver for sig forskellige aspekter af risikoen og bruges som supplement til hinanden frem for som enkeltstående mål for risikoen.

Afvejningen af forventede omkostninger mod risikoen er ikke entydigt defineret. Der må derfor laves analyser af forskellige scenarier for låntagningen. Afvejningen af risikoen mod omkostningerne kan ske ved at sammenligne de respektive scenarier.

Den opstillede model for udviklingen i omkostningerne giver mulighed for at vurdere eksponeringen over for ændringer i renterne. Modellen er et første forsøg på at kvantificere renterisikoen og kan udvikles til at blive et brugbart redskab i analysen af omkostningerne på gælden.

De foretagne analyser viser, at staten med den nuværende sammensætning af låntagningen og med den nuværende varighed på gælden får langsigtede omkostninger i størrelsesordenen 56 mia.kr. pr. år under forudsætning af, at niveauet af renterne gennem de seneste 10 år svarer til niveauet fremover, og at gældens størrelse ikke ændres. Omkostningerne vil med 95 pct. sandsynlighed stige med højst 3 mia.kr. pr. år.

Ved at ændre på sammensætningen af låntagningen ændres niveauet for de fremtidige forventede omkostninger, ligesom eksponeringen over for ændringer i renterne ændres. Nøjagtig hvilken eksponering der bør være på gælden, kan ikke afgøres alene ud fra modellen, da afvejningen af omkostninger mod risiko i højere grad afspejler et valg frem for en teoretisk udledt optimal afvejning. Valget af risikoprofil på gælden afhænger desuden af de andre hensyn, der skal tages i forbindelse med låntagningen.

For at afgøre, hvilken strategi for låntagningen der skal følges fremover, bør yderligere to elementer fremhæves. Det ene er udviklingen i den nominelle gæld. Det er klart, at hvis gælden stiger meget, bør der vælges en anden strategi for risikoen, end hvis gælden nedbringes. I beregningerne er forudsat en stabil nominel gæld, og på kort og mellem-langt sigt kan dette med det nuværende niveau af saldoen på statens budget antages at være opfyldt.

Det andet element er udviklingen i instrumentariet. I dag benyttes udelukkende fast forrentede stående lån i låntagningen, og opkøb benyttes kun i mindre omfang. Det indebærer, at ændringer i varigheden på gælden kun kan ske forholdsvis langsomt.

Appendiks 7.A.

Beskrivelse af modellen

7.A.1. Indledning

Den opstillede model beskriver omkostningerne forbundet med statens indenlandske gæld i fremtiden på grundlag af antagelser om renteutviklingen og låntagningen. Formålet med at opstille modellen er at kunne vurdere, hvad en ændring af varighedsmålsætningen betyder for omkostningerne og risikoen.

I dette appendiks gennemgås de tekniske forudsætninger i modellen om sammensætningen af de fremtidige papirers stamdata og beregningen af omkostningerne. Antagelserne om renteutviklingen er beskrevet i appendiks 7.B.

Modellen dækker perioden 1998-2030. Periodelængden i modellen er 1 år, og der lånes én gang pr. periode (medio året).

7.A.2. Gennemgang af modellen

Stamdata på papirerne

Modellen bygger på låntagning i faktiske papirer. Der er i modellen lagt realistiske "stamdata" på henholdsvis 30-, 10-, 5- og 2-årige papirer ind, som de kan forventes at se ud i fremtiden. Principperne for fastlæggelsen af lånenes stamdata er vist i tabel 7.A.2.1.

Tabel 7.A.2.1. Principper for fastlæggelse af stamdata.

Lån	Udløb	Termin
30-årig	7 pct. st. lån 2024 i 1998 og 1999, derefter åbnes et nyt lån hvert andet år med en initial restløbetid på 30 år.	15. nov.
10-årig	Der åbnes et nyt lån hvert andet år med en initial restløbetid på 11 år.	15. nov.
5-årig	Der åbnes et nyt lån hvert andet år med en initial restløbetid på 6 år. Udløbsår er alternerende med de 10-årige låns.	15. aug.
2-årig	Der åbnes et nyt lån hvert år med en initial restløbetid på 3 år.	15. feb.

Principperne gælder for de "realistiske" scenarier i afsnit 7.11. For scenarierne med låntagning i et enkelt papir (afsnit 7.10.) åbnes et nyt papir hvert år for både 2-årige, 5-årige og 10-årige obligationer. Den initiale restløbetid for papirerne er henholdsvis 3, 6 og 10 år.

Obligationerne prissættes endogent i modellen på grundlag af nulkuponrentestrukturen, der er udfaldet af simulationen for det givne år. Obligationens nutidsværdi tilpasses ved, at den pålydende rente justeres, så udstedelseskursen på obligationen bliver pari. Herved bliver kuponen lig med den effektive rente.

Skatkammerbeviser

Skatkammerbevisprogrammet forudsættes at køre uændret med 4 beviser pr. år. For at få en realistisk model for skatkammerbevisprogrammet bruges der en periodelængde på 3 måneder. Der udstedes én gang pr. periode (medio hvert kvartal) i henholdsvis 3-, 6- og 9-måneders papirer. Der benyttes den samme nul kuponrentestruktur til at prissætte papirerne inden for hvert kalenderår.

For at holde gælden konstant udstedes skatkammerbeviserne som pari-obligationer. Rentetilskrivningen foregår ved brug af pengemarkedskonventionen, således at forrentningen svarer til de emissionskurstab, der i praksis udgør omkostningerne ved låntagningen i skatkammerbeviserne.

Låntagning

Den samlede låntagning til kursværdi i et givet år beregnes som nettofinansieringsbehovet plus refinansieringen af forfald i det givne år. Nettofinansieringsbehovene for hvert år frem til 2030 er alle lig med nul i modellen. Det betyder, at låntagningen stemmer overens med afdragene, og at gældens størrelse dermed er konstant over tid.

Det samlede finansieringsbehov fordeles ud på 30-, 10-, 5- og 2-årige papirer. Fordelingen er exogent fastsat for hvert år. Skatkammerbevisprogrammet antages at være selvfinansierende. Renteudgifterne på skatkammerbeviserne indgår på lige fod med renteudgifterne på andre statspapirer.

Omkostningerne

Omkostningerne ved låntagningen i et givet lån i et givet år opgøres som

$$(\text{nominel værdi}) \times (\text{effektiv rente}) \times (\text{andel af året lånet løber})$$

Den sidste faktor er for stående lån sat til $\frac{1}{2}$ i året, hvor lånet udstedes, til 1 i de mellemliggende år indtil udløbsåret, hvor faktoren er sat til den andel af udløbsåret, som lånet løber over, jf. box 7.A.2.1.

Box 7.A.2.1. Eksempel på opgørelse af låneomkostninger.

Eksempel: I 1998 udstedes for nominelt 20 mia.kr. i 6 pct. stående lån 2002. Den gennemsnitlige effektive rente for 6 pct. stående lån 2002 i 1998 antages at være 7 pct. Omkostningerne fra dette lån fordeles ud som følger:

År	1998	1999	2000	2001	2002
Omkostninger i mill.kr.	700	1.400	1.400	1.400	1.225

Omkostningen i 1998 er $\frac{1}{2} \times 7 \text{ pct.} \times 20 \text{ mia.kr.}$ Omkostningerne i 1999-2001 er $7 \text{ pct.} \times 20 \text{ mia.kr.}$, og endelig er omkostningen i 2002 $0,875 \times 7 \text{ pct.} \times 20 \text{ mia.kr.}$, hvor 0,875 svarer til tiden fra den 1. januar 2002 til den 15. november 2002, hvor lånet udløber.

Omkostningerne for et givet år er nu summen af omkostningerne for de enkelte lån udstedt i alle årene til og med det givne år. Udløbne lån udelades efter udløb. For skatkammerbeviserne fordeles omkostningerne svarende til fordelingen af restløbetiden på de respektive år.

Omkostningerne for skatkammerbeviserne og for obligationerne summeres nu pr. år og dermed fås de samlede omkostninger.

Opkøb

I modellen tages der højde for, at opkøb påvirker omkostningerne. Hvis der købes op i et givet år, tilpasses finansieringsbehovet i det pågældende år, ligesom afdragsprofilen ændres. De sparede omkostninger ved opkøb opgøres som afkastet (opgjort efter de samme principper som omkostningerne) på de opkøbte papirer under den antagelse, at papirerne holdes til udløb.

Der købes kun op i modellen med henblik på at udjævne afdrag på den eksisterende gæld. Opkøb påvirker kun modellens resultater i begrænset omfang. Særligt kan nævnes, at opkøb af 7 pct. stående lån 2024 påvirker udviklingen i de gennemsnitlige omkostninger ved, at omkostningerne stiger i 2024, svarende til at de opkøbte papirer udløber.

Variabel rente

Modellen giver mulighed for, at en del af låntagningen sker til variabel rente. De variabelt forrentede lån antages at have samme karakteristika som de fast forrentede lån, bortset fra renten. Den variable rente er renten på en nul kuponobligation med 6 måneders restløbetid, og den ændres én gang om året (svarende til én gang pr. periode i modellen).

Der benyttes kun variabelt forrentede lån i afsnit 7.11.

Appendiks 7.B.

Modellering af rentestrukturer

7.B.1. Indledning

I Monte Carlo-simulationerne genereres et forløb for rentestrukturen for perioden 1998-2030, og ud fra dette forløb beregnes omkostninger for hvert år. Ved at gentage dette et stort antal gange genereres scenarier for udviklingen i de fremtidige omkostninger. Herved fås en simuleret sandsynlighedsfordeling for de fremtidige omkostninger. Ved at sammenligne omkostningernes fordeling for alternative lånestrategier kan de forventede omkostninger afvejes mod risikoen.

Modellering af udviklingen i rentestrukturen ud i fremtiden er et relativt kompliceret problem i tre dimensioner: renteniveau, løbetid og kalendertid (år). Således skal der både være en fornuftig sammenhæng mellem renterne for to forskellige løbetider på det samme kalendertidspunkt og en fornuftig sammenhæng mellem renter med samme løbetid på to forskellige kalendertidspunkter. Endvidere skal der tages hensyn til, at rentestrukturens form kan variere. Det er derfor forbundet med betydelig usikkerhed at modellere den fremtidige udvikling i rentestrukturen.

Der er i nærværende analyse benyttet to metoder til at generere fremtidige rentescenarier. Den første metode tager udgangspunkt i historiske rentestrukturer, mens den anden metode er baseret på en teoretisk rentestrukturmodel. Ved at benytte flere metoder er det muligt at vurdere analysens følsomhed med hensyn til valget af metode.

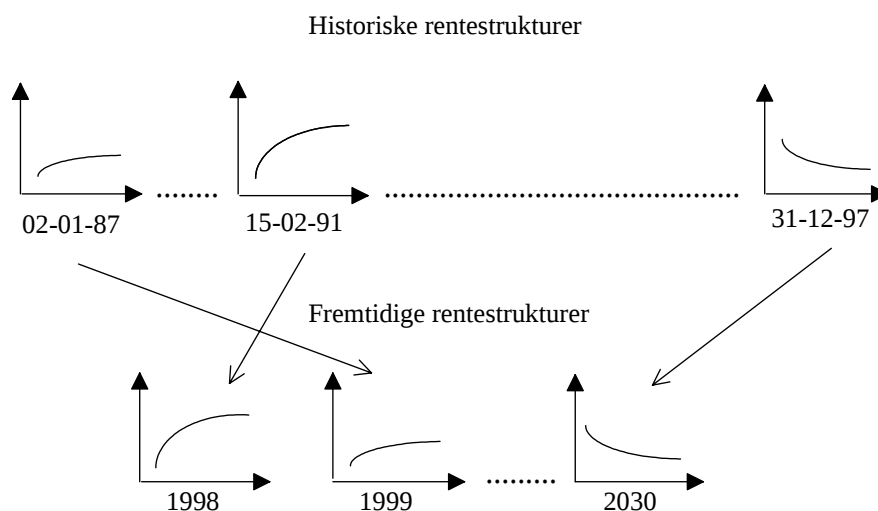
7.B.2. Generering af rentestrukturer baseret på historiske rentestrukturer

I kapitel 7 er de fremtidige rentestrukturer dannet på grundlag af historiske rentestrukturer. Den grundlæggende ide er, at der tilfældigt vælges en rentestruktur for hvert år i analysens tidshorizont. Fordelingen af rentestrukturer estimeres ved den empirisk observerede ved at tillægge alle historiske udfald samme sandsynlighed. De valgte rentestrukturer lægges derefter til grund for beregningen af omkostningerne. Figur 7.B.2.1. illustrerer denne tankegang.

Metodens fordel er, at de fremtidige rentestrukturer er "virkelige" rentestrukturer, og at fordelingen af henholdsvis stigende, flade og inverse rentestrukturer afspejler den historiske fordeling, samt at ekstreme rentestrukturer forekommer. Metoden har dog også sine begrænsninger. Ved at vælge tilfældigt brydes ethvert mønster over tid i renteutviklingen. De fremtidige rentestrukturer forudsættes dermed implicit at være uafhængige over tid, hvilket er en urealistisk antagelse¹⁾.

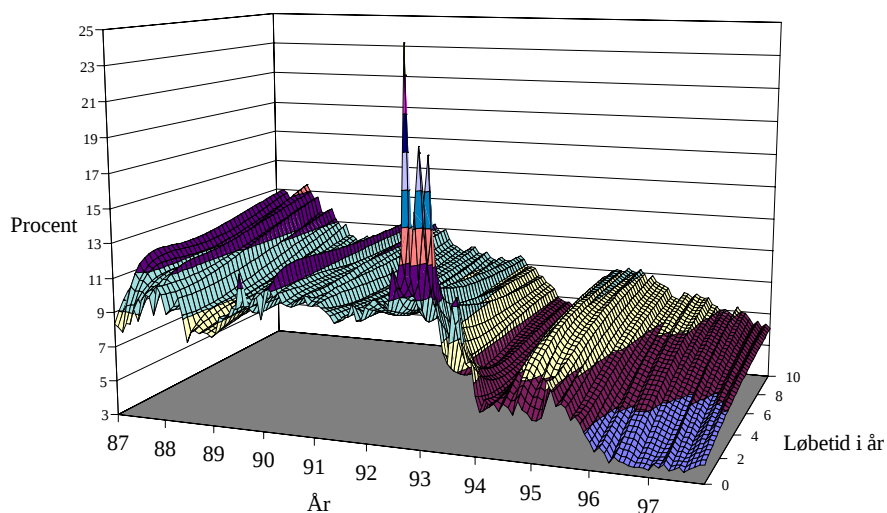
¹⁾ Der er blevet eksperimenteret med forskellige metoder til at introducere tidsafhængighed. Fx ved at udvælge rentestrukturen for et givet år inden for et "vindue" i forhold til det forrige års rentestruktur. Resultaterne afveg dog ikke markant, hvorfor den simple metode blev bibeholdt.

Figur 7.B.2.1. Tilfældig udvælgelse af rentestrukturer.



Til brug for analysen er der estimeret ca. 2750 nulkuponrentestrukturer på daglig basis fra 1987 til 1997. Rentestrukturerne er estimeret på grundlag af toneangivende statspapirer ved brug af den såkaldte "Extended Nielson-Siegel"-model¹⁾. Rentestrukturerne er vist i figur 7.B.2.2.

Figur 7.B.2.2. Nulkuponrentestrukturer 1987-1997.



¹⁾ Nielson, C.R. and Siegel, A.F., "Parsimonious modeling of yield curves", Journal of Business, 60, No 4 (1987).

Renteniveauet har generelt været faldende over perioden. Den 10-årige rente er fx faldet med ca. 6 procentpoint fra 1987 til 1997. Renterne for andre løbetider er faldet tilsvarende. Rentestrukturens form har typisk været stigende, jf. tabel 7.B.2.1.

Tabel 7.B.2.1. Procentvis fordeling af rentestrukturens form.

Form	Stigende	Flad	Invers
Pct.	55	26	18

Anm.: Formen på rentestrukturen er udtrykt ved forholdet mellem 3-måneders renten og den 10-årige rente. Rentestrukturen er stigende, hvis hældningen er større end 1,1, og invers, hvis hældningen er mindre end 0,9.

Tabel 7.B.2.2. viser forskellige statistiske mål for udviklingen i renterne. Den gennemsnitlige rente er stigende med løbetiden. Spredningen i renterne (volatiliteten) er størst for de korte renter og er generelt faldende med løbetiden. Spredningen har dog varieret over perioden. De seneste tre år har været kendetegnet ved markant lavere volatilitet i forhold til resten af perioden.

Tabel 7.B.2.2. Historiske renter.

Pct.	Spot	3 mdr.	2-årig	5-årig	10-årig
1987-1997					
Middelværdi	8,41	8,23	8,24	8,57	9,21
Spredning	3,49	2,85	2,32	1,87	1,81
Minimum	3,39	3,43	3,99	5,18	6,07
Maximum	24,64	15,53	12,03	11,88	13,45
1995-1997					
Middelværdi	4,46	4,55	5,31	6,81	7,21
Spredning	1,25	1,18	1,16	1,14	0,91

En betydelig del af den nuværende gæld er optaget på et tidspunkt, hvor renteniveauet har været relativt lavt i forhold til gennemsnittet de seneste 10 år. De simulerede fremtidige omkostninger vil derfor stige i forhold til det nuværende niveau på omkring 50 mia.kr. Såfremt det ønskes at analysere scenarier, hvor renteniveauet og volatilitetsstrukturen er forskellig fra den historiske, må der benyttes en teoretisk rentestrukturmodel.

7.B.3. Generering af rentestrukturer baseret på en teoretisk rentestrukturmodel

En alternativ metode til at generere fremtidige rentestrukturer er at tage udgangspunkt i en teoretisk rentestrukturmodel. Valget af model er en afvejning af kompleksitet mod antallet af empiriske karakteristika, som modellens dynamik kan beskrive. Den klassiske reference i litteraturen er Cox, Ingersoll & Ross (1985)¹⁾.

¹⁾ Cox, John C. et al, "A Theory of the Term Structure of Interest Rates", *Econometrica*, Vol. 53, No 2 (March, 1985).

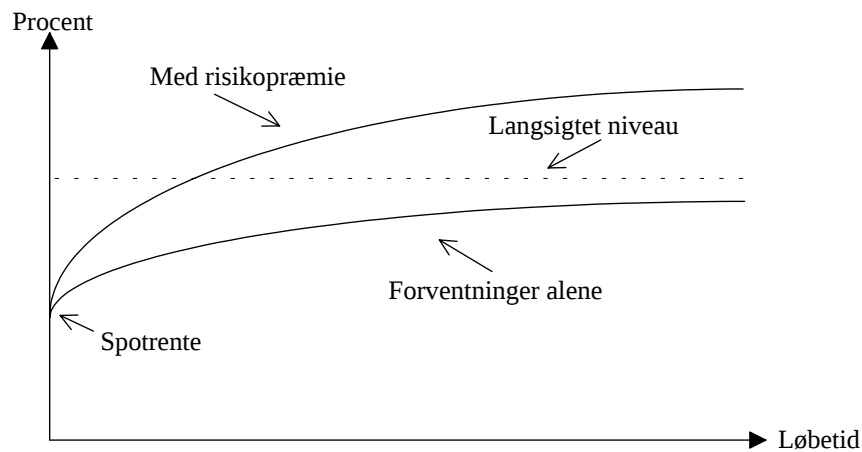
Den anvendte udgave af Cox, Ingersoll & Ross' (CIR) model er en såkaldt én-faktor-model, hvor udviklingen i den helt korte rente (spotrenten) antages at være den eneste form for usikkerhed, som har betydning for udviklingen i rentestrukturen, jf. box 7.B.3.1.

Rentestrukturens form er bestemt af den forventede udvikling i spotrenten over obligationernes løbetid. Spotrenten antages at bevæge sig omkring et langsigtet niveau. Såfremt spotrenten på et givet tidspunkt er under dette niveau, vil rentestrukturen være stigende. Omvendt vil rentestrukturen være invers, hvis spotrenten er over dette niveau.

Én-faktor-antagelsen betyder, at rentestrukturen på et givet tidspunkt entydigt kan bestemmes ud fra spotrenten og modellens parametre. Det er således kun nødvendigt at bestemme udviklingen i spotrenten, da rentestrukturen kan beregnes på baggrund heraf, jf. box 7.B.3.1.

Typisk vil investorerne kræve en præmie som kompensation for inflationsrisikoen og for den generelle usikkerhed for, hvad fremtiden bringer, når der investeres over en længere horisont. For at sikre en mere realistisk beskrivelse af renteudviklingen er CIR-modellen derfor udvidet med en antagelse om, at der findes en risikopræmie indbygget i rentestrukturens form. Rentestrukturens form er dermed ikke alene bestemt af forventninger vedrørende den fremtidige renteudvikling, men også af investorernes risikoaversion.

Figur 7.B.3.1. Rentestruktur og risikopræmie.



Spotrenten antages at udvikle sig i henhold til følgende diffusionsproces

$$dr(t) = \kappa \cdot (\theta - r(t)) \cdot dt + \sigma \cdot \sqrt{r(t)} \cdot dW(t)$$

Ændringen i spotrenten består af to komponenter. Den første komponent er deterministisk og medfører, at spotrenten over tid bevæger sig mod det langsigtede niveau θ . Hver periode sker der en tilpasning på $\kappa \times 100$ pct. af forskellen mellem det nuværende og langsigtede niveau. Herudover ændres spotrenten som følge af stokastiske chok. Disse chok generes af en såkaldt Brownsk bevægelse W . Volatiliteten af de stokastiske chok afhænger af parameteren σ og niveauet af spotrenten.

I modellen bliver nulkuponrenterne, under antagelse af arbitragefri kapitalmarkeder, bestemt af den forventede udvikling i spotrenten. Renten på en nulkuponobligation med løbetiden s er givet ved

$$R(t, s) = E_t \frac{1}{s} \int_0^s r(u) du = (A(s) - B(s) \cdot r(t)) / s$$

hvor $A(s)$ og $B(s)$ er givne funktioner, som kun afhænger af løbetiden og modellens parametre¹⁾. Rentestrukturen på et givet tidspunkt er entydigt bestemt af niveauet for spotrenten. Den fremtidige udvikling i spotrenten simuleres ved at fastlægge et initialt niveau og derefter at lade spotrenten udvikle sig i henhold til ovenstående bevægelsesligning.

Risikopræmien (p) er indarbejdet i modellen ved at postulere følgende udtryk for nulkuponrente

$$R(t, s) = E_t \frac{1}{s} \int_0^s r(u) du + p(r, s, r(t))$$

Specifikation af $p(t, s, r(t))$ er en af modellens forudsætninger.

¹⁾ Se fx Christensen M. "Obligationsinvestering - Teoretiske overvejelser og praktisk anvendelse" 4. udgave (1997) s. 117-118.

²⁾ I praksis gøres dette ved successivt at trække fra den betingede sandsynlighedsfordeling for $r(t+1)$ givet $r(t)$. I CIR-modellen er denne fordeling en ikke-central χ^2 i anden fordeling.

7.B.4. Monte Carlo-simulation med teoretisk rentestrukturmodel

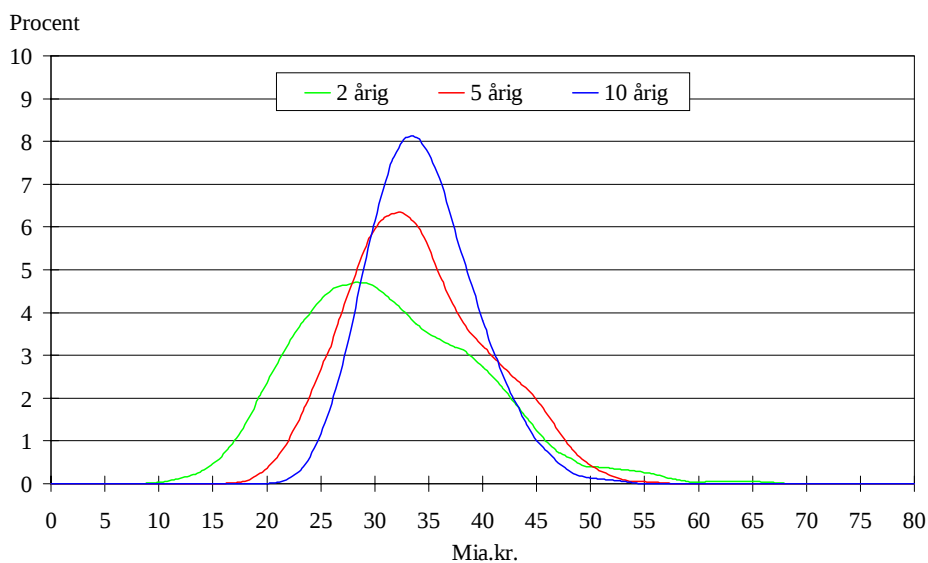
I de følgende beregninger er modellen parametriseret sådan, at rentestrukturens form og dynamiske egenskaber i stort omfang afspejler situationen ultimo 1997. Det er antaget, at der hvert år sker en tilpasning på 10 pct. af forskellen mellem det nuværende og det langsigtede niveau. Det langsigtede niveau for spotrenten er sat lig med det initiale niveau, som er 4 pct. Volatilitetsparameteren er fastsat således, at den betingede spredning som udgangspunkt er 1 pct. p.a.

Risikopræmien er antaget at være uafhængig af niveauet for spotrenten og er fastsat således, at rentestrukturens form initialt svarer til udseendet ultimo 1997, hvor forskellen mellem 3-måneders renten og den 10-årige rente er knap 1½ procentpoint.

Figur 7.B.4.1. viser fordelingen af omkostningerne i 2012 for de 3 lånescenarier beskrevet i afsnit 7.10. Fordelingerne er smallere, og toppunktet ligger mere mod højre

jo længere låntagningen er. Derimod er sandsynligheden for at få omkostninger på over 50 mia.kr. større, jo kortere låntagningen er.

Figur 7.B.4.1. Fordeling af omkostningerne i 2012.



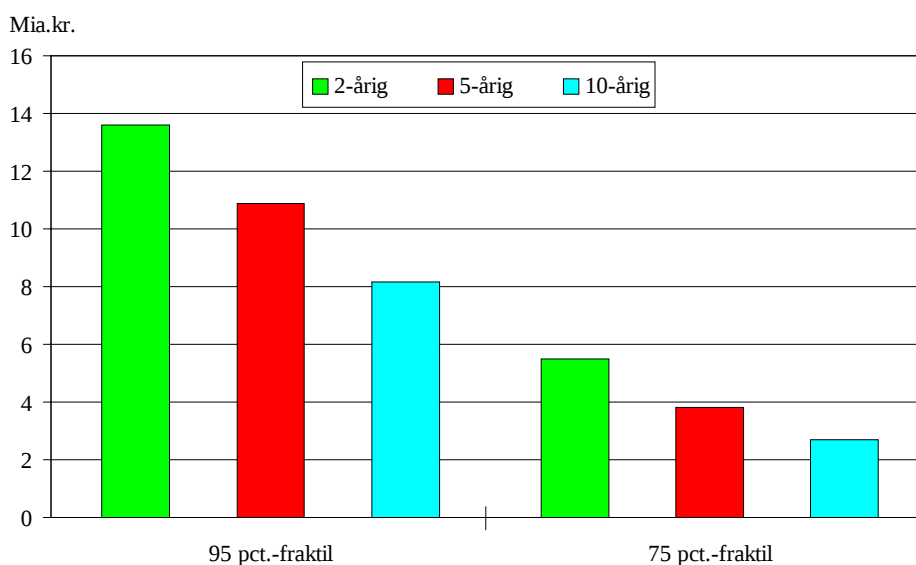
For yderligere at belyse egenskaberne ved omkostningernes fordeling er der beregnet forskellige nøgletal for henholdsvis niveauet i 2012 og de absolutte ændringer fra 2012 til 2013, jf. tabel 7.B.4.1.

Det fremgår, at de gennemsnitlige omkostninger stiger med løbetiden af låntagningen, og at variationen i omkostninger er mindre for lange løbetider. Forskellen i risikoen ved de tre lånescenarier kan, som i afsnit 7.10., vurderes ved at se på de relative fraktiler for hvert scenario. I figur 7.B.4.2. er vist de relative 75 og 95 pct.-fraktiler for hvert af de tre låntagningsscenarier.

Tabel 7.B.4.1. Låneomkostninger i år 2012.

Mia.kr.	2-årig	5-årig	10-årig
<i>Gennemsnit 1998-2030</i>			
Middelværdi	33,3	35,6	36,0
Spredning	7,1	5,2	4,0
75 pct.	37,7	38,8	38,4
95 pct.	45,8	44,7	43,0
<i>2012</i>			
Middelværdi	31,5	34,0	34,5
Spredning	8,3	6,2	4,5
75 pct.	36,9	37,9	37,2
95 pct.	45,0	44,9	42,6
<i>Absolut ændring 2012-2013</i>			
Middelværdi	1,6	0,9	0,5
75 pct.	2,3	1,2	0,7
95 pct.	3,8	2,1	1,2

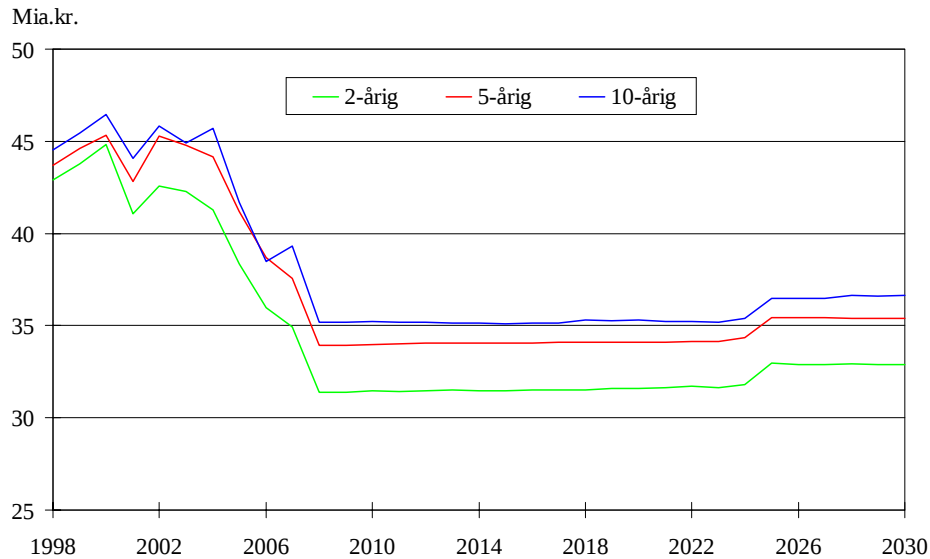
Figur 7.B.4.2. Relative fraktiler i omkostningsfordelingen i år 2012.



For begge fraktiler gælder, at kort låntagning giver højere relative fraktiler end lang låntagning. Det betyder, at der tages større renterisiko ved at låne kort end ved at låne langt. Omvendt er der ikke den store forskel i de absolutte 75 pct.-fraktiler, jf. tabel 7.B.4.1., hvorfor sandsynligheden for at få store årlige omkostninger er relativt ens for de forskellige lånestrategier. Bruges 95 pct.-fraktilen som CaR mål er forskellen mellem det 2-årige og det 10-årige scenario af samme størrelsesorden som den gennemsnitlige besparelse ved at låne kort.

Det samme billede tegner sig, såfremt man i stedet for et enkelt år vælger at betragte hele analysens tidshorisont. Nedenfor er vist en figur, som svarer til figur 7.10.2.

Figur 7.B.4.3. Gennemsnitlige låneomkostninger 1998-2030.



Sammenlignet med resultaterne i afsnit 7.10., hvor de fremtidige rentestrukturer er genereret ud fra historiske rentestrukturer, er de forventede låneomkostninger markant lavere. Årsagen hertil er, at renteniveauet ultimo 1997, der er taget som udgangspunkt, er lavere end gennemsnittet 1987-1997.

Overordnet er resultaterne kvalitativt ens for de to modeller, om end der er store kvantitative forskelle. De kvantitative forskelle kan primært henføres til forskelle i det gennemsnitlige renteniveau ud i fremtiden.

7.B.5. Konklusion

Der er gennemført en analyse med en alternativ metode til at generere den fremtidige renteudvikling, end der er brugt i afsnit 7.10. og 7.11. Resultaterne er kvalitativt i overensstemmelse med resultaterne i kapitel 7, mens der er forskelle i de kvantitative resultater.

Forskellene i de kvantitative resultater, specielt niveauet for omkostningerne, skyldes primært forskelle i niveauet af de fremtidige renter i de forskellige modeller for renteudviklingen. De kvantitative resultater vedrørende forskellen i risiko ved de forskellige låntagningsscenarier stemmer overens med resultaterne i afsnit 7.10. og 7.11.

Appendiks 7.C.

Statistiske nøgletalsbegreber

7.C.1. Anvendelsen af statistiske nøgletalsbegreber

Statistiske nøgletalsbegreber kan anvendes til at beskrive risiko. Nedenfor gives en kort beskrivelse af de nøgletalsbegreber, der er anvendt i kapitel 7.

7.C.2. Middelværdi og spredning

Lad X være en stokastisk variabel. *Middelværdien* af X 's fordeling betegnes $E(X)$, og variansen betegnes $V(X)$. *Spredningen* er lig med kvadratroden af variansen.

Middelværdien $E(X)$ beregnes som gennemsnittet af observationerne af udfaldene fra fordelingen:

$$E(X) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N x_i$$

Variansen $V(X)$ beregnes som gennemsnittet af kvadratsumsafvigelse, dvs. summen af de kvadrerede forskelle på observationerne og middelværdien¹⁾:

$$V(X) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N (x_i - E(X))^2$$

Middelværdien af fordelingen kaldes fordelings 1. moment og variansen fordelings 2. moment. Generelt fortæller momenterne om fordelings egenskaber og kan bruges til at sammenligne fordelinger af samme type. En normeret normalfordelt stokastisk variabel har middelværdi 0 og varians 1. Normalfordelingen er fuldt beskrevet ved sine 2 første momenter. For andre fordelinger gælder normalt ikke, at momenterne beskriver fordelingen fuldt ud.

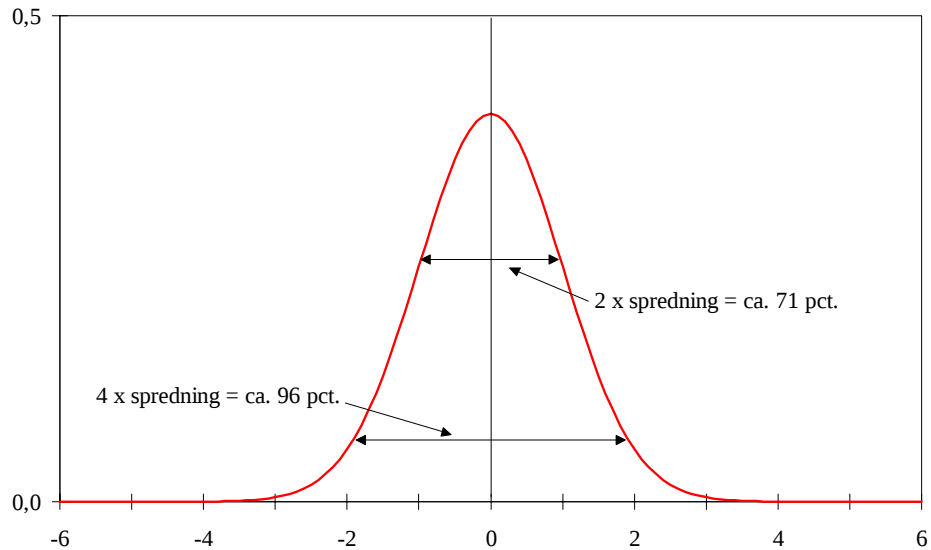
7.C.3. Fordelingens udseende

For normalfordelingen gælder en forholdsvis simpel sammenhæng mellem spredningen og fordelingen af "sandsynlighedsmassen". Således er ca. 71 pct. af sandsynlighedsmassen koncentreret inden for intervallet fra middelværdien *minus* spredningen til middelværdien *plus* spredningen, jf. figur 7.C.3.1. Endvidere er ca. 96 pct. af sandsynlighedsmassen koncentreret inden for intervallet fra middelværdien *minus* 2 x spredningen til middelværdien *plus* 2 x spredningen.

For fordelinger, der ikke som normalfordelingen er symmetriske, kan sammenhængen mellem sandsynlighedsmassens fordeling og spredningen ikke udtrykkes på tilsvarende vis. For at danne sig et billede af fordelingen af sandsynlighedsmassen, kan fordelings *fraktiler* betragtes. Fraktilerne udtrykker den øvre grænse for udfald med en given sandsynlighed, jf. figur 7.C.3.2.

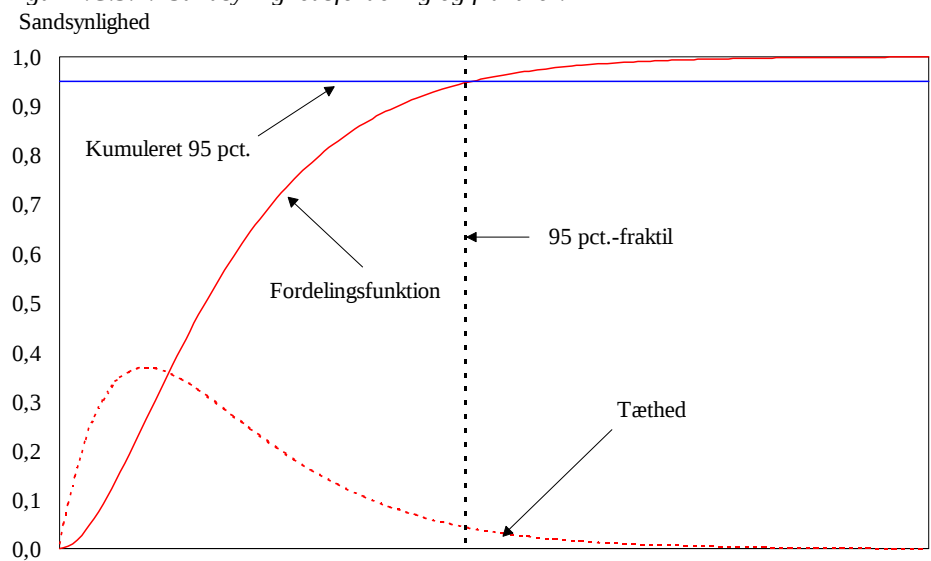
¹⁾ Beregningen af middelværdi henholdsvis spredning giver *estimer* for fordelings "sande" middelværdi henholdsvis spredning.

Figur 7.C.3.1. Sammenhæng mellem spredning og fordeling af sandsynlighedsmassen.



Figur 7.C.3.2. viser fordelings- og tæthedsfunktionerne for en sandsynlighedsfordeling, der er assymetrisk. Ved hjælp af fordelingsfunktionen findes fx 95 pct.-fraktilen for fordelingen som den (mindste) værdi på første-aksen, hvor fordelingsfunktionen er lig med 95 pct. Fortolkningen af 95 pct.-fraktilen er, at 95 pct. af udfaldene vil være mindre end fraktilen.

Figur 7.C.3.2. Sandsynlighedsfordeling og fraktiler.



Kapitel 8.

Likviditetspræmien på danske statspapirer

8.1. Indledning

Et hovedmål for statsgældspolitikken er at opnå så lave langsigtede låneomkostninger som muligt. Sammensætningen af låneviften udgør en væsentlig faktor i bestræbelserne på at nå dette mål. Et af elementerne i statsgældspolitikken er, at der foretages en hurtig opbygning af et begrænset antal serier, der får et betydeligt udestående.

En antagelse bag statsgældspolitikken er, at der kan opnås lavere låneomkostninger ved opbygning af forholdsvis store, likvide serier i bestemte løbetidssegmenter i statsobligationsmarkedet, idet investorerne er villige til at betale en merpris for likvide udstedelser. Hermed opnår staten en *likviditetspræmie* og kan dække finansieringsbehovet til en lavere rente.

Størrelsen af udestående kan ikke alene vurderes ud fra likviditets hensyn. Når omkostningerne på statsgælden skal vurderes, er der også en afvejning mellem seriestørrelsen og rente- og refinansieringsrisikoen. På den ene side kan der opnås lavere omkostninger ved at opbygge store serier på grund af likviditetspræmien, men på den anden side vil store serier øge rente- og refinansieringsrisikoen, idet statens afdrag koncentrerer på bestemte tidspunkter.

I dette kapitel ses kun på likviditetspræmien, hvorimod statens rente- og refinansieringsrisiko ikke diskuteres. For debatten om afvejningen mellem låneomkostninger og rente- og refinansieringsrisikoen henvises til kapitel 7 omkring omkostninger og risiko på statens gæld.

Staten har en forholdsvis høj afdragsbyrde også i de kommende år, og det vil fortsat være vigtigt at sikre investorernes interesse for danske statspapirer. Derfor er det fordelagtigt, at der i statsgældspolitikken fortsat sættes på en strategi, som skaber likvide papirer.

Likviditetspræmien er ikke alene bestemt af statsgældspolitikken. Faktorer som effektiviteten af handlen med statspapirer samt udlandets aktivitet i danske statsobligationer er også afgørende.

Vurderingen er, at der opnås en væsentlig likviditetspræmie på det danske statsobligationsmarked ved den nuværende statsgældspolitik i forhold til en udstedelsespolitik baseret på mange mindre, enkeltstående udstedelser. Selvom likviditetspræmien er et teoretisk velfunderet koncept, viser den generelle erfaring, at den er svær at måle. Det forsøges at afdække et mål for likviditetspræmien, men en holdbar kvantificering af likviditetspræmien ved hjælp af empirien på det danske statspapirmarked er ikke mulig.

I afsnit 8.2. defineres begrebet likviditet, og i afsnit 8.3. skitseres de forskellige faktorer, der har betydning for likviditetspræmien for danske statspapirer. Der foretages en vurdering af likviditetspræmien på det danske statsobligationsmarked i afsnit 8.4., og endelig beskrives i afsnit 8.5. forskellen på strategien for den indenlandske og den udenlandske statsgældspolitik med hensyn til likviditetspræmien.

8.2. Beskrivelse af likviditetsbegrebet

Med begrebet likviditet menes bredt forstået, at den pågældende obligation har en høj grad af omsættelighed til små eller ingen transaktionsomkostninger.

Fordele ved likviditet

Høj likviditet er alt andet lige en fordel for investor, som derved vil have lettere ved at komme ud af en given position. Da høj likviditet mindsker transaktionsomkostningerne i bred forstand, vil det øge obligationens værdi. Investorer vil være villige til at betale en højere pris for at få en mere likvid obligation. For udsteder er likviditet en fordel, fordi papiret er lettere at sælge, og der opnås en højere pris.

Derimod indebærer mangel på likviditet typisk et større spread mellem bud- og udbudsprisen og en højere effektiv rente sammenlignet med likvide obligationer. Investorer anser ikke en lav likviditetsgrad for et problem, hvis de anvender en porteføljestrategi, hvor obligationen holdes til udløb (en "buy-and-hold" strategi). Visse investorer foretrækker at købe illikvide papirer, da de derved får en større forrentning.

Definition af likviditet

Begrebet likviditet kan ikke defineres entydigt. En indgangsvinkel til definitionen af likviditet kan være følgende opdeling af likviditetsbegrebet i fire delkomponenter¹⁾:

Dybden ("depth") angiver, hvor store beløb der kan købes/sælges, uden at kursen ændres.

Bredden ("width") angiver omkostningerne ved at købe en obligation og umiddelbart efter at sælge den, dvs. forskellen mellem købs- og salgskurs samt øvrige transaktionsomkostninger.

Umiddelbarhed ("immediacy") angiver, hvor hurtigt en markedsaktør kan effektuere sin handelsbeslutning og finde en modpart.

Restitutionsevnen ("resiliency") angiver, hvor hurtigt markedet genoprettes til den oprindelige ligevægt efter et midlertidigt skift i udbud eller efterspørgsel. Fx vil udbyderne typisk efterfølgende hæve prisen i det tilfælde, hvor en investor køber et betydeligt beløb. Hvis købet ikke har sin årsag i ny information, er den fundamentale værdi på obligationen uændret, og kursen bør efterhånden tilpasse sig til det oprindelige niveau.

Et likvidt marked karakteriseres ved stor dybde, lille bredde, høj umiddelbarhed og høj restitutionsevne. Det er imidlertid svært at opgøre disse fire faktorer hver for sig, eftersom de ikke er uafhængige af hinanden og kan være indbyrdes modstridende. Fx kan det være svært samtidig at sikre høj umiddelbarhed og stor dybde og/eller lille bredde i markedet.

Teoretisk bestemmelse af likviditetseffekten

Af de fire likviditetsbegreber er det umiddelbart lettest at påvise eksistensen af likviditetspræmien ved *bredden*. I dette afsnit illustreres effekten af *bredden* ved prisfastsættelse af forskellige papirer under en antagelse om transaktionshyppigheden.

Hvis to papirer i øvrigt er identiske, bør et likvidt papir være dyrere end et illikvidt papir ved samme transaktionshyppighed for at give det samme gennemsnitlige afkast. Den forventede transaktionshyppighed samt transaktionsomkostningerne ved handel (defineret som bud-udbudsspread) er afgørende for at bestemme rentespændet mellem de to ty-

¹⁾ Finansdepartementet: "Statsskuldspolitikken", Statens offentlige utredninger 1997:66, Stockholm 1997.

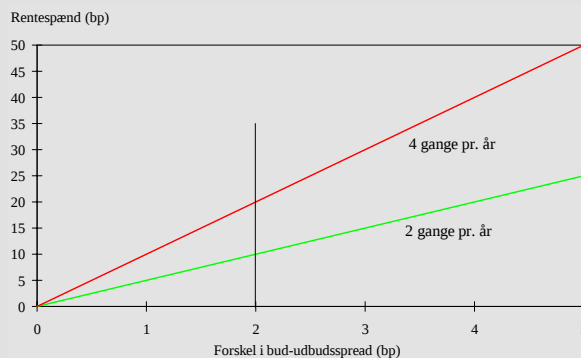
per papirer, som netop sikrer en ligevægt (break-even mellem det likvide og det illikvide papir).

Sammenhængen mellem likviditet (*bredden*), transaktionshyppighed, bud-udbudsspread og det såkaldte break-even rentespænd er illustreret i box 8.2.1.

Box 8.2.1. Sammenhæng mellem likviditet (bredde), transaktionshyppighed, bud-udbudsspread og break-even rentespænd

I figuren er illustreret et eksempel, hvor investor ved en gennemsnitlig transaktionshyppighed (den andel af beholdningen af den illikvide obligation, der udskiftes pr. tidsenhed) på 2 gange pr. år for at få det samme afkast (break-even) mellem den likvide og den illikvide obligation prisfastsætter den illikvide obligation ved et rentespænd til den likvide obligation på ca. 10 basispoint. Det er som kompensation for, at den illikvide obligation handles i et bud-udbudsspread, der er 2 basispoint større end for den likvide obligation. I denne situation er investor indifferent ved en investering i enten den likvide eller den illikvide obligation. Når transaktionshyppigheden øges til eksempelvis 4 gange om året, prisfastsættes den illikvide obligation endnu billigere, i dette eksempel ved et rentespænd på 20 basispoint til den likvide obligation.

Figur 8.2.1. Break-even rentespænd mellem likvide og illikvide papirer.



Likviditetspræmien defineres som:

$$Y_p - Y_L = f \times b / P.$$

Y_p er den effektive rente på det illikvide papir.

Y_L er den effektive rente på det likvide papir.

b er forskellen i bud-udbudsspreadet mellem det illikvide og det likvide papir.

f er den andel af den nominelle beholdning af den illikvide obligation, der udskiftes pr. tidsenhed (gennemsnitlig transaktionshastighed).

P er udbudsprisen på det illikvide papir.

Ikke overraskende kan det konkluderes, at det illikvide papir i ligevægt skal koste mindre end det likvide som kompensation for de større transaktionsomkostninger. Teoretisk er der således særdeles gode argumenter for, at der eksisterer en likviditetspræmie for bredden af markedet, men det er svært at kvantificere, fordi transaktionshyppigheden ikke er kendt.

Det er vanskeligt at foretage en sammenkædning af de teoretiske definitioner af likviditet til et egentligt empirisk mål. De fire likviditetsbegreber er ikke alle umiddelbart målbare, og desuden er de svære at adskille fra hinanden.

8.3. Faktorer, der har betydning for likviditetspræmien

Nedenfor beskrives nogle af de faktorer, der har betydning for likviditetspræmien på det danske statsobligationsmarked. De omfatter udlandets interesse i det danske statsobligationsmarked, benchmarkstørrelser (seriestørrelser), obligationstyper, opkøb, genbrug af gamle serier, handlen med statspapirer og værdipapirudlånsordningen.

Udlandets interesse for danske statsobligationer

Udenlandske investorer handler typisk mere hyppigt end indenlandske investorer og for større beløb. Det betyder til gengæld, at der er en risiko for, at de udenlandske investorer trækker sig ud af markedet, hvis der sker en forværring af likviditeten. Hvis obligationsserierne fx ikke opbygges tilstrækkeligt, kan handler for store beløb blive vanskelige at håndtere, idet *dybden* i markedet begrænses (jf. afsnit 8.2.). En anden årsag til, at udenlandske investorer foretrækker forholdsvis store serier, er, at de typisk ønsker at have en betydelig position i en obligationsserie uden samtidig at eje en for høj andel af serien.

De udenlandske investorer er vigtige aktører på det danske statspapirmarked. Lidt forenklet kan det beskrives som, at internationalt handlede obligationer sikrer likviditeten på markedet og samtidig er medvirkende til at reducere omkostningerne på statsgælden.

Ved udgangen af 1997 ejede de udenlandske investorer godt 40 pct. af de danske statspapirer, men der er stor forskel på ejerandelen mellem de forskellige løbetider. I tabel 8.3.1. er vist en oversigt over udlandets ejerandel af diverse statsobligationer samt omsætningshastigheden for obligationerne. Omsætningshastigheden er den andel af den cirkulerende mængde, som omsættes pr. måned. Udlandet har en forholdsvis høj ejer-

andel i benchmarkpapirer, og især for 7 pct. stående lån 2007 er der en sammenhæng mellem høj udenlandsk ejerandel og høj omsætningshastighed. Udlandets ejerandel er knap 70 pct., og den cirkulerende mængde er omsat ca. 1½ gang i december 1997.

Tabel 8.3.1. Udlandets andel af diverse statspapirer, 4. kvartal 1997.

Løbetid under 5 år			Løbetid over 5 år		
Papir	Ejerandel i pct.	Omsætningshastighed	Papir	Ejerandel i pct.	Omsætningshastighed
9 pct. 1998 ...	17	34,1	8 pct. 2003	27	19,9
6 pct. 1999 ...	31	57,4	7 pct. 2004	51	21,0
4 pct. 2000 I ..	33	62,4	5 pct. 2005	22	25,1
9 pct. 2000 ...	32	27,3	8 pct. 2006	51	20,6
8 pct. 2001 ...	31	46,9	7 pct. 2007	69	145,1
6 pct. 2002 ...	54	37,7	7 pct. 2024	73	62,4

Kilde: Statistik fra Værdipapircentralen. Korrektionerne, der er nævnt til tabel 1.8.1., er ikke medtaget, idet de ikke kan foretages på de enkelte fondskoder.

Anm.: Omsætningshastigheden defineres som $100 \times (\text{nominel omsætning} / \text{nominel cirkulerende mængde})$ og er beregnet for december 1997.

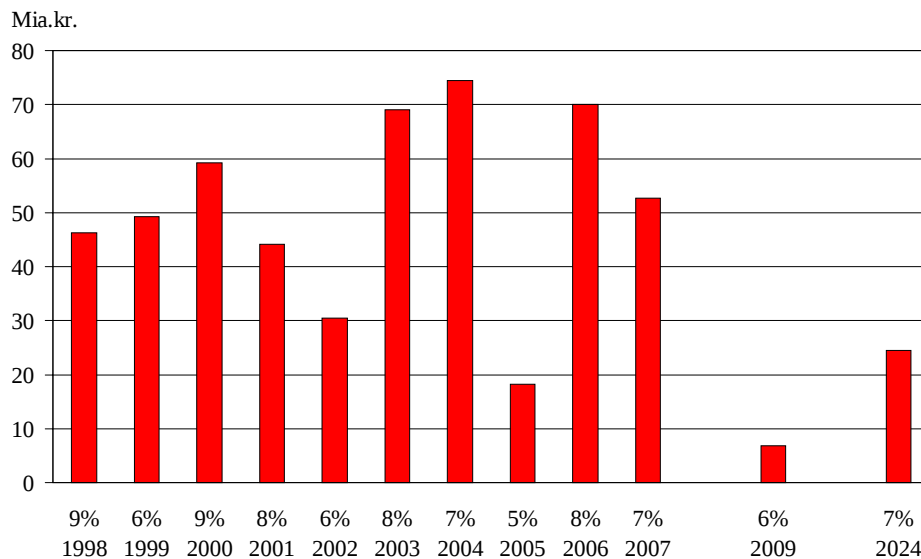
Udenlandske investorers ejerandel er ca. 50-70 pct. i det 10-årige segment, hvilket illustrerer, at der er stor international fokus på de længere statspapirer. Derfor er det vigtigt, at der opbygges acceptable seriestørrelser især i dette segment for at tiltrække udenlandske investorer. For de korte papirer er der typisk tale om en udenlandsk ejerandel på omkring 25-35 pct. Der er en stor udenlandsk ejerandel i 6 pct. stående lån 2002. Det skyldes, at denne obligation betragtes som statens 5-årige benchmark og fortsat indgår i låneviften. Det vurderes at være af betydning, at statsgældspolitikken tilrettelægges, så der også er likvide papirer i de 2- og 5-årige løbetider, idet disse er standard på de internationale obligationsmarkeder.

Benchmarkstørrelse

Benchmarkobligationer bruges som reference i prisfastsættelsen af de øvrige papirer på markedet. Benchmarkstørrelsen (seriestørrelsen) er af afgørende betydning for udlandets interesse i danske statspapirer, idet den har betydning for likviditeten, herunder især dybden i markedet.

I de senere år har udestående i de 10-årige benchmarks typisk været i niveauet 70-75 mia.kr., mens det for 5-årige statsobligationer har været lidt mindre (45-50 mia.kr.). I dag eksisterer der likvide serier med udløb i samtlige år til og med 2007 (samt statsobligationer i låneviften med udløb i 2009 og 2024). Statsobligationer, der tidligere var 10-årige, er blevet kortere og udgør nu fx det 5-årige segment. Dermed er den hidtidige forskel i udestående mellem de forskellige løbetider stort set fjernet. Af figur 8.3.1. fremgår det, at der eksisterer likvide obligationsserier i alle løbetider fra 1998 til 2007.

Figur 8.3.1. Udestående i fast forrentede obligationer i mia.kr., ultimo januar 1998.



Valget af udestående i de enkelte serier afhænger af flere faktorer: finansieringsbehov, rente- og refinansieringsrisiko samt markedsforhold. Et faldende finansieringsbehov kan indebære udstedelse i færre serier, og at serierne opbygges til et mindre udestående. Eksempelvis blev salget i den 10-årige benchmark 7 pct. stående lån 2007 indstillet i januar 1998 i forbindelse med åbningen af en ny 10-årig obligation. Udestående i 7 pct. stående lån 2007 var på det tidspunkt 52,6 mia.kr., hvilket er markant mindre end de "gamle" 10-årige benchmarks, som blev opbygget til 70-75 mia.kr.

Ved at opbygge den 10-årige serie til ca. 50 mia.kr. i stedet for som tidligere til 70-75 mia.kr. gives sandsynligvis køb på noget af likviditetspræmien, men det skønnes ikke at have givet nævneværdige problemer at reducere størrelsen til dette niveau. Det er svært at give et konkret mål for et minimum for seriestørrelsen, hvor størstedelen af likviditetspræmien fortsat bevares. Hidtil har markedsdeltagerne tilkendegivet, at der som et minimum kræves 50 mia.kr. i det 10-årige segment, før det pågældende papir bruges som benchmark.

Det er også i udsteders interesse, at seriestørrelsen får et niveau, så prisfastsættelsen af obligationen bliver effektiv, jf. nedenfor om market maker-ordninger.

Obligationstyper

Den indenlandske låntagning er siden 1991 udelukkende foretaget i fast forrentede stående lån, idet disse sikrer de laveste låneomkostninger. Fast forrentede stående lån er international standard og er de mest efterspurgte af danske og især udenlandske investorer. Denne investorinteresse sikrer likviditetspræmien.

Staten udsteder for tiden ikke i andre obligationstyper som fx variabelt forrentede eller indekserede papirer. Hvis låntagningen spredes over mange typer lån, er der risiko for, at likviditetspræmien i de enkelte lån reduceres.

I modsætning til en del øvrige europæiske markeder er der ikke indført "stripping"¹⁾ på det danske statspapirmarked. En af overvejelserne bag dette er netop hensynet til likviditeten på de eksisterende papirer. Der er en risiko for, at stripping vil være medvirkende til at tage likviditet fra de strippede papirer. Fordelen ved at introducere en ny obligationstype (nulkuponpapirer) ved stripping kan derved blive overskygget af, at de bagvedliggende papirer, som "strippes", mister likviditet.

Opkøb

Når statspapirserierne opbygges til en betydelig størrelse for at opnå en likviditetspræmie, kan opkøb blive nødvendigt på et senere tidspunkt for at udjævne finansieringsbehovet mellem år eller inden for året. Det sker for at reducere rente- og refinansieringsrisikoen. I 1997 blev der fx fore-

¹⁾ Ved stripping ændres et papir med fast rente til en serie af nulkuponpapirer, idet rentekuponerne handles adskilt fra den underliggende hovedstol.

taget opkøb af papirer med udløb senere på året for at udjævne afdragsbyrden inden for året. Derudover blev der opkøbt papirer med udløb i 1998, hvilket skyldes hensynet til at udjævne afdragsprofilen mellem 1997 og 1998, idet afdragsbetalingerne i 1998 var langt større end i 1997. Af figur 1.4.2. i kapitel 1 fremgår statens afdragsbyrde, hvilket giver et indtryk af, hvor store beløb der skal refinansieres i de kommende år.

Opkøb kan skabe plads til nye serier i låneviften eller medvirke til at sikre, at udestående i papirer i låneviften opbygges til et acceptabelt niveau. Tankegangen er, at statspapirmarkedet bliver mere velfungerende, og at låneomkostningerne reduceres, når der opkøbes papirer med ringe omsætning (fx i variabelt forrentede lån) og i stedet udstedes likvide papirer (stående lån).

Ved opkøb udnyttes, at papirer over tid gradvist bliver mindre likvide og derfor billigere. Det opvejer den negative effekt af, at disse papirer med tiden kan blive sværere at få fat på på grund af indlåsningseffekten. Den er et resultat af, at papirerne gradvist over tid låses fast i porteføljer, herunder af skattemæssige årsager. Der findes på den anden side også investorgrupper, som er interesserede i at afhænde papirerne inden udløb for at sikre en fordelagtig reinvestering.

Stigende priser ved opkøb er typisk et tegn på stor indlåsningseffekt. Alt andet lige vil et stort udestående i den serie, der foretages opkøb i, være medvirkende til at mindske denne effekt. Erfaringen har vist, at det har været muligt at foretage opkøb af en relativt stor del af udestående, uden at der har været en mærkbar effekt på papirernes kursdannelse.

Genbrug af gamle serier

Staten har i enkelte tilfælde genbrugt gamle serier i stedet for at åbne nye. Dermed udnyttes den eksisterende likviditetspræmie i de gamle serier¹⁾. Der er opbygget store serier med termin i årene 2004, 2006 og 2007, og de kunne eksempelvis genbruges som 5-årige benchmarks i stedet for at udstede en ny 5-årig serie. Det er typisk serier med kupon nærmest markedsniveauet, der anvendes ved genbrug.²⁾

¹⁾ Eksempelvis var 6 pct. stående lån 1999 i låneviften som 5-årig benchmark i perioden 14. april 1994-30. december 1994, men blev genbrugt i perioden 2. januar 1996-2. juli 1996.

²⁾ De "gamle" 10-årige benchmarks, som er blevet kortere og nærmer sig det 5-årige segment, genbruges også af markedet, når der skal udvælges nye benchmarks. De anvendes fx i forbindelse med futureshandel. Eksempelvis blev den 5-årige benchmark i december 1997 ændret fra 8 pct. stående lån 2001 til 8 pct. stående lån 2003.

Et problem ved genbrug er, at serierne kan blive u hensigtsmæssigt store refinansieringsrisikoen taget i betragtning. Desuden må likviditetspræmien som omtalt ovenfor forventes at være aftagende med papirets alder, eftersom en stigende andel fastlåses i forskellige obligationsbeholdninger, jo længere tid papiret har været i omløb. Likviditetspræmien vil derfor aftage, hvilket til dels taler imod genbrug af gamle serier. Dog bør det i denne forbindelse nævnes, at såfremt papiret genbruges, vil staten skabe større omsætning i papiret, hvilket helt eller delvist opvejer denne negative effekt.

Handel med statspapirer

Organiseringen af handlen med statspapirer er af betydning for likviditetspræmiens størrelse. I Danmark eksisterer der market maker-ordninger, hvor market makerne (typisk de største handelsberettigede) indbyrdes stiller priser over for hinanden i de ultralikvide statspapirer. Market makerne skal i henhold til de indbyrdes aftaler stille forpligtende priser over for hinanden. Der er alene tale om en ordning mellem de handlende i det professionelle marked. Hertil kommer, at market makerne også stiller op for betydelige beløb over for kunder, fx institutionelle investorer og udenlandske investeringsbanker m.m.

I den nuværende market maker-ordning er deltagerne forpligtede til at stille priser over for hinanden med et maksimalt spread mellem bud- og udbudsprisen på 0,05-0,14 kurspoint (5-14 "ticks") afhængig af obligationen. Bud-udbudsspreadet er mindre, jo kortere obligationen er. Spreadet illustrerer transaktionsomkostningerne i forbindelse med handel af den pågældende obligation (*bredden* i markedet jf. afsnit 8.2.).

Market makerne stiller typisk op for betydelige beløb (minimum 10 mill.kr. og op til 100 mill.kr. nominelt) i statspapirer, der er omfattet af ordningerne. Det er medvirkende til at sikre likviditet i markedet, idet det er afgørende, at der kan handles forholdsvis store beløb, uden at prisen ændres (*dybden* i markedet). Det illustrerer samtidig, at market maker-ordningerne er afhængige af, at statsgældspolitikken styrer mod passende seriestørrelser. Inden for samme løbetidssegment stiller market makerne op for større beløb i de store obligationsserier. Der stilles typisk priser for mindre beløb i nyåbnede serier, indtil udestående er opbygget

til et passende volumen. Fx er de papirer¹⁾, som blev åbnet i januar 1998, optaget i ordningen for kun 10 mill.kr.

I markedet maker-ordningerne skal de handelsberettigede besvare opkald inden for 15 sekunder og herefter stille en pris inden for yderligere 15 sekunder. Denne korte tidsperiode, fra sælger har annonceret sin intention om at afhænde en vare, indtil en potentiel køber dukker op (*umiddelbarhed* jf. afsnit 8.2.), er endnu et element i ordningen, der sikrer et effektivt og likvidt marked.

Værdipapirudlånsordningen i nyåbnede statspapirer

Introduktionen i januar 1998 af en værdipapirudlånsordning i forbindelse med åbningen af to nye serier, 4 pct. statsgældsbevis 2001 I og 6 pct. stående lån 2009, har til formål at forbedre likviditeten og sikre en mere effektiv prisfastsættelse. Værdipapirhandlere, som på samme tid stiller købs- og salgspriser i et værdipapir (markedet makere), må ofte sælge obligationer, som ikke er i egenbeholdningen på det pågældende tidspunkt ("gå kort"). Det er imidlertid vanskeligt at afdække "korte" positioner i nyåbnede papirer med et begrænset udestående. Værdipapirudlånsordningen i statens regi kan afhjælpe problemet og styrke likviditeten i de nyåbnede papirer ved at udlåne dem til værdipapirhandlerne.

8.4. Likviditetspræmien på det danske statsobligationsmarked

I dette afsnit undersøges likviditetspræmien på det danske statsobligationsmarked. Det er svært at udregne et absolut mål for likviditetspræmien, men på basis af en indikator vurderes for en enkelt obligation, om der er en sammenhæng mellem likviditetspræmien og udestående på obligationen, og hvorvidt obligationen er i låneviften eller ej. Det er imidlertid et relativt mål for likviditetspræmien og kan derfor ikke bruges som et mål for likviditetspræmien på det samlede statspapirmarked.

Problemer ved estimation af likviditetspræmien

Det er vanskeligt at måle likviditetspræmien på det danske statsobligationsmarked, eftersom antallet af statspapirer er begrænset, og der ikke eksisterer papirer, der alene adskiller sig ved likviditeten.

¹⁾ 4,00 pct. statsgældsbevis 2001 I og 6 pct. stående lån 2009.

En metode kunne være at sammenligne realkreditinstitutternes stående lån med statsobligationer. Denne sammenligning vanskeliggøres af, at staten og realkreditinstitutterne som udstedere har forskellig kreditværdighed, hvilket påvirker prisfastsættelsen relativt til statspapirerne. Derudover kan prisoplysningerne på disse realkreditobligationer til tider være "skæve", hvilket gør en sammenligning vanskelig. Det er dog bemærkelsesværdigt, at private udstedere i højere grad tilstræber at følge retningslinjerne for statsgældspolitikken ved at udstede i stående lån, der opbygges til store serier.

Endelig kunne en sammenligning af statsobligationer med obligationer udstedt af statsgaranterede enheder bruges til estimation af likviditetspræmien. Sidstnævnte gruppe har et mindre udestående og samme rating som statobligationerne. Dog er størstedelen af disse udstedelser i 4 pct.-papirer, og eftersom de typisk adskiller sig ved kuponen, vanskeliggør "skatteelementet" en sammenligning.

Det har også vist sig svært at måle likviditetspræmien på de udenlandske obligationsmarkeder, men enkelte undersøgelser er foretaget. I box 8.4.1. er beskrevet resultatet af analyser fra de amerikanske og japanske markeder.

Box 8.4.1. Internationale undersøgelser af likviditetspræmien.

I en empirisk analyse¹⁾ undersøges likviditetseffekten på prisfastsættelsen af amerikanske obligationer ved at sammenligne korte U.S. Treasury notes med U.S. Treasury bills, begge med en løbetid på 6 måneder eller derunder. Eftersom de amerikanske T-notes har halvårlig kuponfrekvens, er T-notes med løbetid under 6 måneder dermed nul kuponpapirer og kan sammenlignes med T-bills. De to typer papirer er identiske bortset fra likviditeten, idet amerikanske T-bills er langt mere likvide end obligationer med kort løbetid, primært på grund af indlåsnings-effekten. Forskellen i likviditet afspejles i bud-udbudsspread og volumen af de beløb, der handles.

Analysen viser, at det relative bud-udbudsspread målt som spreadet mellem bud- og udbudspris i forhold til prisen (kurs + vedhængende rente) er ca. 4 gange så stor for T-notes sammenlignet med T-bills. Derudover viser analysen, at den effektive rente er højere for T-notes end for T-bills med den samme løbetid. I gennemsnit er renteforskellen 0,428 pct.

Det indikerer, at investorer ved at investere i T-bills er villige til at betale en "merpris" for den option at kunne omlægge deres beholdning før udløb ved en lavere omkostning end ved at investere i T-notes. En tilsvarende undersøgelse kan ikke laves for det danske statspapirmarked. Antallet af statspapirer er begrænset, og desuden eksisterer der ikke papirer med stort set identiske karakteristika.

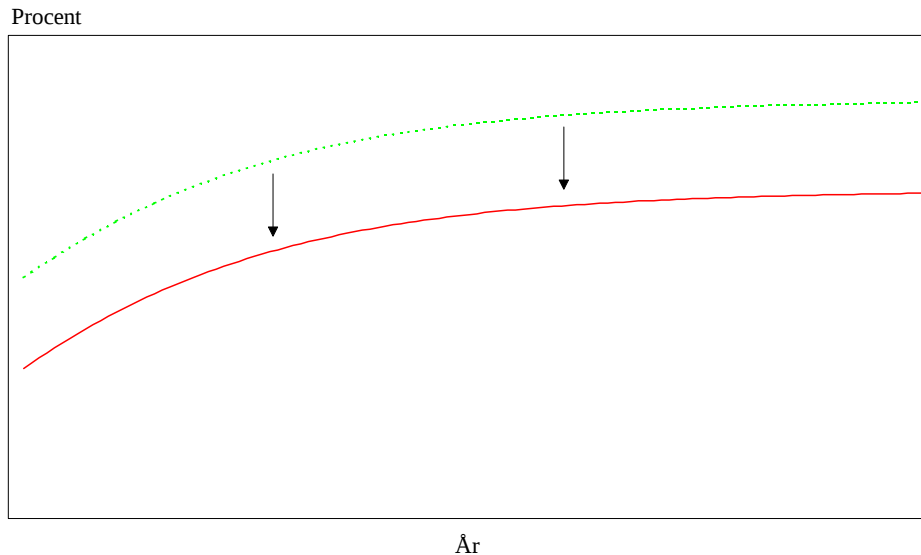
En undersøgelse af det japanske statsobligationsmarked²⁾ viser, at den obligation, der er udpeget som benchmark, i perioden 1984-1987 handledes mellem 30 basispoint og 100 basispoint lavere end et stort set sammenligneligt papir (i modsætning til undersøgelsen af det amerikanske marked er der ikke tale om en sammenligning af to identiske papirer). Dog viser senere undersøgelser, at likviditetsspreadet er reduceret efter 1987 som konsekvens af strukturelle ændringer og deregulering af det japanske kapitalmarked. I visse perioder kan der slet ikke spores en benchmark-effekt.

¹⁾ Y. Amihud & H. Mendelson: "Liquidity, Maturity and the Yields on U.S. Treasury Securities", The Journal of Finance, September 1991.

²⁾ J. Boudoukh & R.F. Whitelaw: "The Benchmark Effect in the Japanese Government Bond Market", The Journal of Fixed Income, September 1991.

Problemet ved at udregne et absolut mål for likviditetspræmien for danske statspapirer er illustreret ved figur 8.4.1., hvor likviditetspræmien forklarer en ændring i hele rentekurven. Den nuværende statsgældspolitik har haft en positiv effekt på likviditeten på alle statspapirer og dermed "rykket" hele rentekurven nedad. Denne effekt kan ikke måles, idet udgangspunktet for sammenligningen (den stiplede kurve) ikke er kendt.

Figur 8.4.1. Likviditetspræmiens effekt på rentekurven.



Indikator for likviditetspræmien

I et forsøg på at nå frem til et estimat for likviditetspræmien tages der i det følgende udgangspunkt i estimationen af nulkuponrentestrukturen for danske statspapirer. Herefter udregnes nettonutidsværdier for forskellige statsobligationer for at få et relativt mål for likviditetspræmien, dvs. et mål for det enkelte papir i forhold til hele statspapirrentekurven. Ulempen er, at nettonutidsværdien ikke giver et absolut mål for hele gruppen af statspapirer. Begrebet nettonutidsværdi er forklaret nærmere i box 8.4.2.

Box 8.4.2. Definition af nettonutidsværdi.

Ved hjælp af nulkuponrentestrukturen udregnes den teoretiske kurs (nutidsværdien korrigeret for vedhængende rente) på obligationen. Nutidsværdien af en betalingsrække beregnes som summen af de tilbagediskonterede betalinger på obligationen.

Nettonutidsværdien er differencen mellem den teoretiske kurs og markedskursen.

Hvis den teoretisk beregnede kurs ligger over markedskursen (positiv nettonutidsværdi), er det udtryk for, at obligationen i henhold til nulkuponrentestrukturen er "undervurderet". Omvendt hvis den teoretiske kurs ligger under markedskursen, er obligationen "overvurderet" (negativ nettonutidsværdi).

Antagelsen er, at såfremt der er en større likviditetspræmie på et papir i forhold til de øvrige statsobligationer, vil det give sig udslag i nettonutidsværdien. Hvis der er en likviditetspræmie, vil nettonutidsværdien blive negativ som udtryk for, at markedskursen på obligationen er overvurderet i forhold til den teoretisk beregnede kurs.

Anvendelsen af nettonutidsværdien som indikator for likviditetspræmien er en simplificeret antagelse. Det kan fx ikke udelukkes, at ændringer i nettonutidsværdien kan skyldes tekniske faktorer som ændringer i kurvens hældning og ændringer i de papirer, der anvendes i nulkuponrentestrukturen.

Generelt er problemet ved estimation af likviditetspræmien, at der ikke er tale om en "alt andet lige"-situation. De følgende beskrivelser af likviditetspræmien udtrykt ved nettonutidsværdien skal derfor tages med forbehold, idet nettonutidsværdien ud over ændringer i de tekniske faktorer også kan forklares af:

- Skattepræmien
- Knaphedspræmien (se nedenfor).

Likviditetspræmien og udestående på obligationen

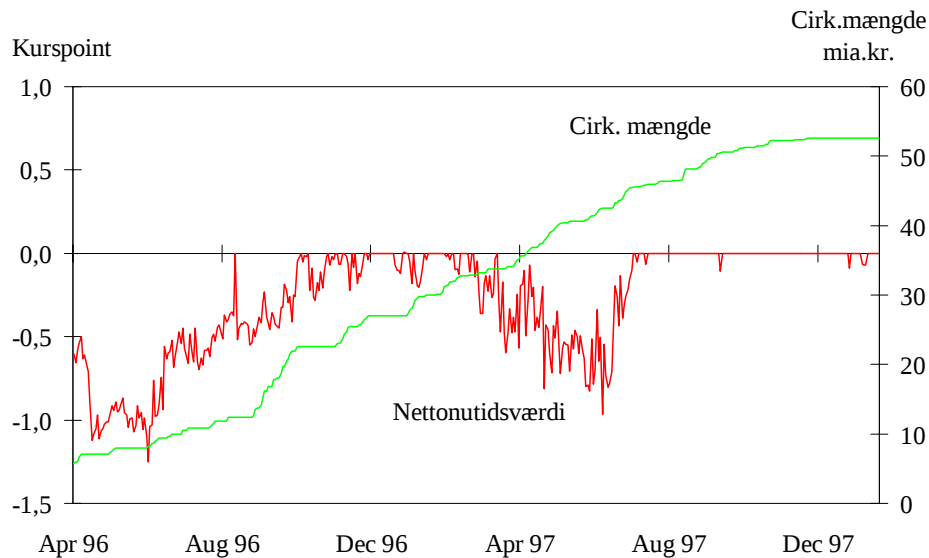
I det følgende undersøges først, om der er en sammenhæng mellem nettonutidsværdien (mål for likviditetspræmien) og udestående på obligationen. Typisk antages et stort udestående at have en positiv likviditetseffekt (jf. afsnit 8.2.). I figur 8.4.2. er vist udviklingen i nettonutidsværdien og udestående for 7 pct. stående lån 2007. Obligationen blev åbnet den 10. april 1996 og indgik i låneviften indtil januar 1998.

Ud fra et udstedersynspunkt har kursen på obligationen været gunstig i stort set hele perioden frem til medio 1997, dvs. obligationen har været overvurderet (en negativ nettonutidsværdi jf. box 8.4.2.). Herefter prisfastsættes den "korrekt", forstået som at den teoretisk beregnede kurs er lig markedskursen (nettonutidsværdien er lig 0). Det skyldes sandsynligvis, at obligationen sammen med 7 pct. stående lån 2024 danner "yderpunktet" på nulkuponrentestrukturen og efterhånden bliver prisfastsat på kurven.

Umiddelbart forekommer størrelsen af den udestående mængde ikke at have afgørende betydning for udviklingen i nettonutidsværdien, idet der ikke er en umiddelbar sammenhæng mellem de to faktorer. Som omtalt ovenfor er det imidlertid et problem, at 7 pct. stående lån 2007 ind-

går i beregningen af den danske nul kuponrentestruktur. Nettonutidsværdien på 7 pct. stående lån 2007 er dermed ikke en fuldt uafhængig faktor.

Figur 8.4.2. Nettonutidsværdi og udestående på 7 pct. stående lån 2007.



Den kraftige overvurdering i de første uger efter udstedelsens start forklares ved *knaphedseffekten/-præmien*. Efterspørgslen efter det nye 10-årige papir er stor i starten, mens udestående er begrænset. Denne effekt aftager i takt med, at udestående øges. I den efterfølgende periode, hvor obligationen fortsat er overvurderet, men udestående er øget, kan udviklingen forklares af en *"on the run"-benchmarkeffekt*. Herved forstås, at obligationen opnår en likviditetspræmie, inden den er fuldt opbygget. Det skyldes, at statens udstedelsespolitik er velkendt for markedsdeltagerne, hvorfor de indiskonterer en likviditetspræmie, allerede før serien er fuldt opbygget. De vurderer ikke, at der er en usikkerhed ved køb af obligationen, selvom udestående endnu ikke er fuldt opbygget. Denne effekt eksisterer, fordi der er skabt troværdighed omkring statsgældspolitikken udformning.

Målt i basispoint viser 7 pct. stående lån 2007 sig at være ca. 10 basispoint overvurderet i første halvår efter åbningen, men dette rentespænd aftager efterhånden. Anvendt som indikator for likviditetspræmi-

en vil denne størrelse i så fald være tæt på data fra det japanske statsobligationsmarked efter 1987 (jf. box 8.4.1.).

Som tidligere nævnt er nettonutidsværdien et forenklet mål for likviditetspræmien. Umiddelbart kunne man forvente, at der ikke ville være en effekt på nettonutidsværdien, før udestående var opbygget til et acceptabelt niveau. Figuren viser dog noget andet. Udviklingen i nettonutidsværdien indikerer, at der er en likviditetspræmie allerede fra starten. Det skyldes sandsynligvis forventningerne til statens udstedelsespolitik, og dermed markedets forventning til den endelige seriestørrelse. Hvis statsgældspolitikken pludselig ændres mærkbart til udstedelse i flere, mindre serier, vil det ganske givet afspejles i nettonutidsværdierne for de nye papirer relativt til de "gamle", større serier.

Likviditetspræmien og låneviften

Dernæst undersøges, om der er en sammenhæng mellem nettonutidsværdien (indikator for den relative likviditetspræmie), og hvorvidt obligationen er i låneviften eller ej. Der er typisk stor fokus på obligationer i låneviften. Også udenlandske investorer viser stor interesse for disse papirer, idet de almindeligvis udstedes i løbetider på 2, 5, og 10 år, hvilket er international standard. Alt i alt er det medvirkende til at øge omsætningen. Dog er der efterhånden også fokus på obligationer uden for låneviften, idet en stor del af disse er "gamle" 10-årige benchmarks, som har et stort udestående og dermed vurderes at have en høj likviditetspræmie.

I tabel 8.4.1. er vist forskellige obligationers nettonutidsværdi afhængig af, om de er med i låneviften eller ej. Derudover er angivet, hvor lang tid efter papirets åbning en eventuel likviditetspræmie målt på grundlag af nettonutidsværdien er synlig. Det ses, at der er en effekt på nettonutidsværdien umiddelbart efter papirets åbning, hvilket kan forklares af *"on the run"-benchmarkeffekten*.

Derudover kan udviklingen i nettonutidsværdierne tyde på, at det er af betydning for papirets prisfastsættelse, hvorvidt det er i låneviften. Skatteforhold kan også forklare noget af dette mønster, og baseret alene på udviklingen i nettonutidsværdien er grundlaget for at konkludere noget om sammenhængen med likviditetspræmie og inde/ude af låneviften svagt.

Tabel 8.4.1. Nettonutidsværdi i udvalgte statsobligationer.

	Nettonutidsværdi		Hvornår er likviditetspræmien synlig?
	I låneviften	Ikke i låneviften	
9 pct. st. lån 1998*	+/+	+/-	straks efter åbning
6 pct. st. lån 1999*	+/+	+/-	straks efter åbning
8 pct. st. lån 2001	0	0	efter ca. 7 mdr.
8 pct. st. lån 2003	+	-	straks efter åbning
7 pct. st. lån 2004	+	+	straks efter åbning
8 pct. st. lån 2006	+	-	straks efter åbning
7 pct. st. lån 2007	+	0	straks efter åbning

Anm.: +/- angiver henholdsvis en over-/undervurdering af obligationen, mens 0 angiver, at der ikke er en klar trend.

* angiver, at udstedelse i obligationen har været åben i to perioder.

8.5. Forskellen mellem den indenlandske og udenlandske statsgældspolitik

Der er en væsentlig forskel mellem strategien for den indenlandske og den udenlandske statsgældspolitik. På det indenlandske statsobligationsmarked spiller staten af gode grunde en dominerende rolle. Her sigtes som tidligere nævnt mod at opnå en likviditetspræmie ved hurtigt at opbygge store serier bestående af fast forrentede stående lån og dermed gøre markedet attraktivt for en bred kreds af investorgrupper. I den indenlandske låntagning er der i princippet intet alternativ til at udstede papirer med høj omsættelighed.

Forholdene er anderledes for den udenlandske låntagnings vedkommende. I modsætning til den indenlandske statsgæld består den udenlandske statsgæld af flere små lån, der kun omsættes i mindre grad. Lånene er typisk "skræddersyede" til specielle investorgrupper, som anvender en buy-and-hold strategi. Eftersom investorernes transaktionshyppighed i disse lån er beskeden, er likviditetspræmien i de enkelte serier derfor af mindre betydning. I den udenlandske statsgældspolitik satses derfor ikke på at udstede omsættelige papirer for at opnå en likviditetspræmie. Dette afspejler også, at den danske stat på udlandssiden som låntager er en lille aktør på de respektive markeder.

8.6. Sammenfatning

Strategien i statsgældspolitikken med hurtig opbygning af et begrænset antal serier til en passende størrelse har været medvirkende til at skabe en likviditetspræmie for danske statspapirer. Dermed reduceres omkostningerne på statsgælden. Likviditetspræmien afhænger også af faktorer som udlandets interesse for danske statsobligationer samt effektiviteten af handlen med statsobligationer.

Det er vanskeligt at udregne et absolut mål for likviditetspræmien for danske statspapirer. Det er forsøgt at nå frem til en indikator for likviditetspræmien ved anvendelsen af nettonutidsværdien. Det er imidlertid et imperfekt mål, der kun illustrerer den relative likviditetspræmie. Grundlaget for at påvise likviditetspræmien ved hjælp af empirien er derfor spinkelt.

De senere års erfaringer fra statsgældspolitikken giver anledning til at konkludere følgende vedrørende likviditetspræmien:

- For at opnå en likviditetspræmie er der behov for et betydeligt udestående. Statsgældspolitikken har i adskillige år været baseret på denne strategi, som har vist sig hensigtsmæssig, idet det er lykkedes at gøre markedet attraktivt for en bred kreds af investorer. Staten har en forholdsvis høj afdragsbyrde også i de kommende år, og det vil fortsat være vigtigt at sikre investorernes interesse for danske statspapirer. Det vurderes derfor mest fordelagtigt, at der fortsat satses på en udstedelsesstrategi, som skaber likvide papirer.
- Set i lyset af det faldende finansieringsbehov er der allerede foretaget en tilpasning af seriestørrelserne, hvilket ikke vurderes at have haft afgørende betydning for likviditetspræmien. Likviditetspræmien på det danske statspapirmarked vil dog blive reduceret, hvis statsgældspolitikken ændres mærkbart mod udstedelse i flere, mindre serier.
- Meget tyder på, at likviditetspræmien opnås allerede fra åbningen af en obligation. Denne "on the run"-benchmarkeffekt er udtryk for, at markedet forventer en hurtig opbygning af udestående til en vis størrelse, og afspejler, at der er skabt troværdighed om statsgældspolitikken.
- Den 10-årige statsobligation skal sikres som markedets vigtigste benchmark, især på grund af udlandets interesse for dette segment. Udlandet har en høj ejerandel af obligationer med lang løbetid, og omsætningen af lange papirer er stor. Ved en forværring af likvidite-

ten i det 10-årige segment er der risiko for, at udenlandske investorer vil trække sig delvist ud af det danske marked. Der sigtes derfor mod at opbygge et udestående i hver 10-årig serie på 50-60 mia.kr.

- Det vurderes hensigtsmæssigt, at der i låneviften også eksisterer papirer med løbetider på 2 og 5 år. Det er international standard, og det danske obligationsmarked kan dermed nyde godt af den internationale prisfastsættelse.
- Opkøb kan anvendes til at udjævne refinansieringen mellem år, samt til at sprede afdragsbyrden inden for året, således at problemet omkring store afdrag på enkelte dage i årets løb bliver reduceret. Endelig kan opkøb anvendes til at skabe plads til nye serier i låneviften. Den hidtidige erfaring viser, at det ikke er forbundet med problemer at foretage opkøb.
- Genbrug af eksisterende serier i stedet for at åbne nye serier er en mulighed for at "genanvende" likviditetspræmien i de gamle serier.
- Obligationsserier af en væsentlig størrelsesorden er en afgørende faktor for omsætningen i det sekundære marked og derfor for prisstillelsen i det professionelle marked mellem værdipapirhandlere samt over for investorerne, herunder især de institutionelle investorer og udenlandske investeringsbanker.

Kapitel 9.

Implikationer af ØMU'en for den danske statsgældspolitik

9.1. Introduktion

3. fase af Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU), som efter planen indledes den 1. januar 1999, vil ifølge de fleste iagttagere medføre ændringer på kapitalmarkedet i de lande, som deltager i samarbejdet. De nationale valutakurser fastlåses uigenkaldeligt og ophører som selvstændige valutaer, og medlemslandene vil fra starten af 3. fase lade nylåntagning inden for ØMU'en foregå i euro. Bortfaldet af usikkerhed med hensyn til medlemslandenes valutakurser ventes at medføre en gradvis reduktion af segmenteringen efter udstedelsesland af euroområdet kapitalmarkeder.

Den forventede udvikling på kapitalmarkedet inden for euroområdet giver anledning til at undersøge, om starten af ØMU'ens 3. fase medfører et behov for ændringer i statens låntagning. Med hensyn til den indenlandske låntagning må det overvejes, om udviklingen på obligationsmarkedet i euroområdet påvirker interessen for danske statspapirer. Hidtil har staten udstedt obligationer til en bred kreds af investorer, herunder internationale investorer. Det har medvirket til at sikre et lavt renteniveau for statens låntagning. I denne sammenhæng er der behov for at overveje, om staten skal ændre den hidtidige strategi med hensyn til lånetyper, lånevifte og udstedelsesmetode, der som omtalt i kapitel 8 er motiveret af målsætningen om at opnå lave finansieringsomkostninger.

Markedsintegrationen ventes at medføre en harmonisering af markedskonventionerne på de europæiske kapitalmarkeder. Det kan indebære, at markedskonventionerne på det danske kapitalmarked i højere grad kommer til at fremstå som særegne i forhold til andre europæiske lande. For at fastholde interessen for danske statspapirer blandt internationale investorer kan det være hensigtsmæssigt at tilpasse de danske markedskonventioner.

Udviklingen på kapitalmarkederne i ØMU-landene ændrer også vilkårene for statens udenlandske låntagning, og derfor er der behov for at

overveje, om den hidtidige strategi, som baserer sig på optagelse af enkeltstående mindre lån, vil være hensigtsmæssig efter ØMU'ens start.

I afsnit 9.2. redegøres for situationen på de europæiske kapitalmarkeder efter 1. januar 1999, og navnlig i de lande som deltager i ØMU'ens 3. fase. I afsnit 9.3. analyseres, om disse ændringer kan medføre grundlæggende ændringer på kapitalmarkedet i Danmark, og konsekvenserne for statens indenlandske låntagning vedrørende udstedelsesstrategi vurderes også. Ændringer i markedskonventioner behandles i afsnit 9.4. ØMU'ens konsekvenser for statens udenlandske låntagning belyses i afsnit 9.5., og endelig bringes en konklusion i afsnit 9.6.

9.2. De europæiske kapitalmarkeder efter 1. januar 1999

I det følgende beskrives ændringerne på de europæiske kapitalmarkeder, der sandsynligvis vil følge af starten på ØMU'ens 3. fase. Formålet er at undersøge, om disse ændringer får indflydelse på det danske kapitalmarked og dermed den indenlandske statsgældspolitik.

Overgangen til den fælles valuta

Maastricht-traktaten fastlægger rammerne for oprettelsen af ØMU'en, der indebærer indførelse af en fælles valuta. På Det Europæiske Råds møde i Madrid i 1995 (Madrid-topmødet) blev scenariet for overgangen til 3. fase af ØMU'en vedtaget, og der blev endvidere fastlagt visse overordnede rammer for det videre tekniske arbejde op til starten af 3. fase. Rammerne er bl.a. udmøntet i to Rådsforordninger om euros juridiske status, som er udstedt med hjemmel i Maastricht-traktatens artikel 109l(4) og artikel 235. Forordningerne blev begge politisk godkendt på Det Europæiske Råds møde i Amsterdam i juni 1997. Artikel 235-forordningen, som bl.a. vedrører kontraktkontinuitet i forbindelse med overgangen til euro, er allerede trådt i kraft. Artikel 109l(4)-forordningen, der angiver, hvordan kontrakter kan redenomineres, kan først endeligt vedtages efter udvælgelsen af de deltagende medlemsstater i maj 1998, idet forordningen alene skal vedtages af deltagerlandene.

Starten af 3. fase den 1. januar 1999 indebærer en uigenkaldelig fastlåsning af det indbyrdes kursforhold mellem deltagerlandenes valutaer. Fra starten af ØMU'ens 3. fase vil den statslige låntagning inden for euroområdet foregå i euro. Da eurosedlerne og -mønterne ikke er færdige fra starten, vil der ske en trinvis overgang. I en overgangsperiode ek-

sisterer euro kun som "kontopenge", mens de nationale valutaer fortsat anvendes ved kontante betalinger, selvom de principielt ophører med at være selvstændige valutaer. Indtil de fælles sedler og mønter introduceres senest 1. januar 2002, fortsætter deltagerlandenes nationale valutaenheder som såkaldte denominationer af euro på samme måde, som ører er en denomination af kroner. Først herefter overgår deltagerlandene fuldstændig til euro.

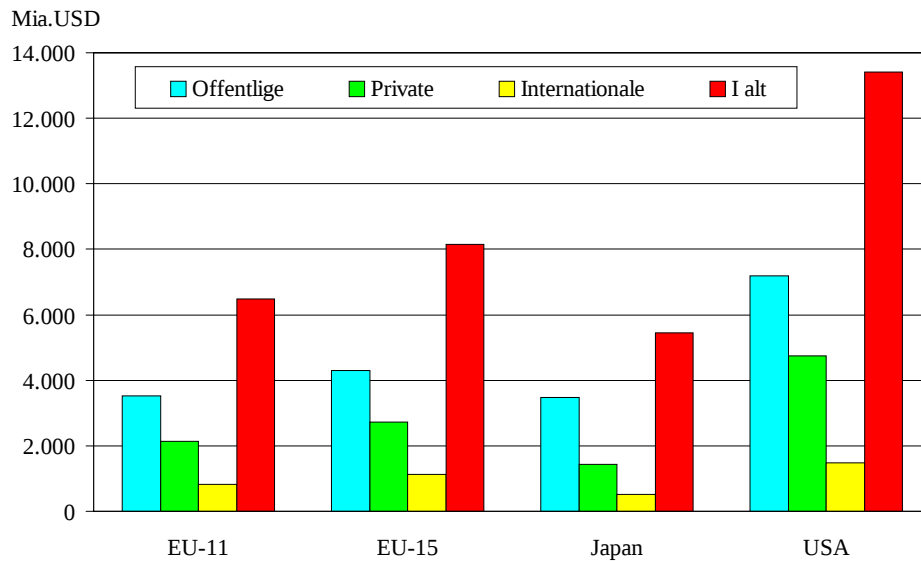
Obligationsmarkedet inden for euroområdet

Bortfaldet af valutakurs-usikkerhed mellem ØMU'ens deltagerlande forventes at medføre de væsentligste ændringer på kapitalmarkederne inden for euroområdet. Dermed elimineres den del af rentespændet mellem deltagerlandene, som skyldes valutakursrisiko, og obligationer udstedt i ØMU-landene vil i højere grad blive opfattet som substitutter. Bortfaldet af valutakursrisiko vil imidlertid ikke medføre et ensartet renteniveau for alle udstedere inden for ØMU'en. Renteniveauet vil være forskelligt som følge af individuelle forhold for den enkelte udsteder vedrørende kreditrisiko, udstedelsesmetode samt likviditeten af den enkelte udstedelse. Det ventes, at især ratingen af den enkelte udsteder vil tiltrække sig øget opmærksomhed, som det er tilfældet i USA i dag.

Obligationsmarkedet inden for euroområdet vil blive meget stort. Således vil et marked baseret på redenominering af de udestående obligationer i de nuværende nationale markeder blive det næststørste i verden, jf. figur 9.2.1.

Hen ad vejen er det også tænkeligt, at det kommende marked for obligationer i euro vil tiltrække flere investorer og udstedere, således at markedet bliver større end dets nuværende bestanddele. Blandt markedsdeltagere synes der at være en udbredt forventning om, at udvidelsen af obligationsmarkedet - som det kendes fra USA - vil finde sted i form af øget udstedelse fra private. Dette indtryk styrkes af de fleste EU-landes bestræbelser på at reducere de offentlige underskud.

Figur 9.2.1. Internationale obligationsmarkeder, ultimo 2. kvartal 1997.



Note: Markederne er opdelt efter valutaområde.

EU-15: Alle EU-lande.

EU-11: Belgien, Finland, Frankrig, Holland, Irland, Italien, Luxembourg, Portugal, Spanien, Tyskland og Østrig.

Kilde: Bank for International Settlements, BIS.

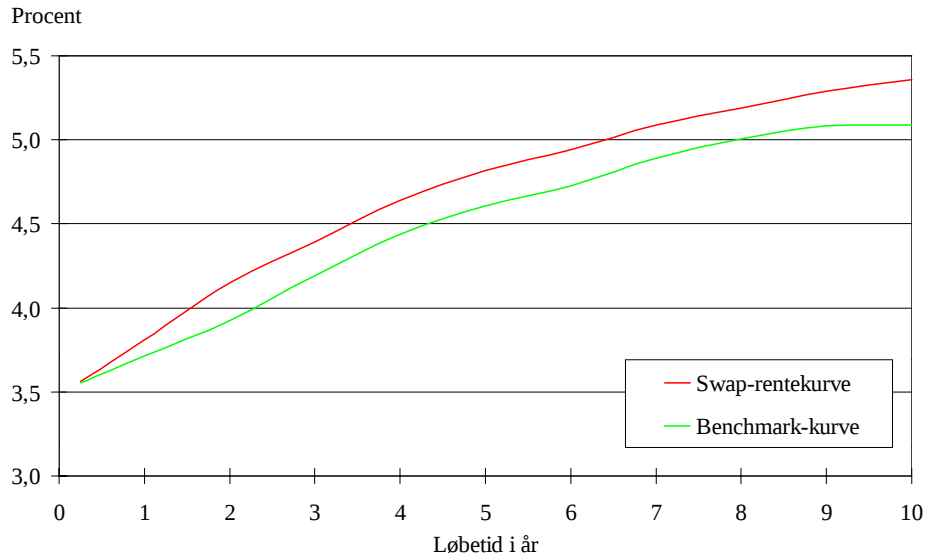
Forøgelse af likviditeten inden for euroområdet og dannelsen af en fælles benchmark-kurve

Størrelsen af obligationsmarkedet inden for euroområdet vil gøre det muligt at gennemføre større handler uden påvirkning af kurserne. Det ventes at bidrage til en forøgelse af likviditeten på obligationsmarkedet inden for euroområdet. Samtidig har den enkelte udsteder bedre mulighed for at øge størrelsen af de enkelte obligationsserier som følge af den bredere investorbase. Generelt forventes store obligationsserier at være meget likvide. Derfor er det sandsynligt, at det er papirerne fra de større statslige udstedere, som vil indgå i benchmark-kurven inden for euroområdet og dermed bruges som reference i prisfastsættelsen af øvrige papirer på markedet.

Benchmarkpapirer er typisk udbredte i repomarkeder og bruges også til sikkerhedsstillelse i en række finansielle transaktioner. Desuden er det muligt, at en række nationale rentefutures afløses af en fælles rentefuture baseret på obligationerne i benchmark-kurven. Ud over at bidrage til at

forøge likviditeten af benchmarkpapirerne vil anvendelsen af en fælles rentefuture også kunne bruges til afdækning af positioner i obligationer fra andre udstedere og således bidrage til at forøge likviditeten på obligationsmarkedet generelt.

Figur 9.2.2. Rentekurver for Tyskland, medio januar 1998.



Prisfastsættelsen af obligationer vil ikke nødvendigvis være baseret på benchmarkobligationer. Swap-rentekurven i euro er velegnet som reference i prisfastsættelsen af obligationer, idet den er uafhængig af kuponstørrelse. Swap-rentekurven er baseret på et gennemsnit af de mere solide bankers kreditværdighed og således uafhængig af kreditvurderingen af en enkelt udsteder. Dertil kommer, at markedet for renteswaps inden for euroområdet forventes at være meget likvidt, hvilket medfører en pålidelig prisdannelse. Swap-rentekurvens relation til private bankers kreditværdighed indebærer, at obligationer fra større statslige udstedere vil handle til en rente, der er lavere end swap-rentekurven. Det illustreres af forholdet mellem benchmark-kurven målt ved effektive renter og swap-rentekurven for det tyske marked i figur 9.2.2. Sædvanligvis er det større serier af likvide papirer, der anvendes som reference i prisfastsættelsen af andre obligationer på markedet. Inden for euroområdet vil dette sandsynligvis være tilfældet for papirer fra de større statslige udstedere.

Omsætningen af værdipapirer i de europæiske lande har i nogen grad været præget af konvergenshandler op til starten af ØMU'ens 3. fase. Efter 1. januar 1999 forsvinder denne del af obligationsomsætningen, og det vil sandsynligvis medføre en tendens til mindsket likviditet på obligationsmarkedet i euroområdet. Handler, som er drevet af forventninger til den makroøkonomiske udvikling, forventes at koncentrere sig om statspapirerne i benchmark-kurven. Faldet i obligationsomsætningen inden for euroområdet forventes derfor primært at finde sted i papirer, som ikke har benchmarkstatus.

Konkurrence mellem de statslige udstedere inden for euroområdet

Efter ØMU'ens start vil offentlig regulering med hensyn til placeringsregler for institutionelle investorer i form af krav om placering i national valuta miste deres betydning i euroområdet¹⁾. Desuden vil skattemæssig forskelsbehandling af inden- og udenlandske fordringer sandsynligvis forsvinde på længere sigt, selv om det ikke kan udelukkes, at der især på kort sigt vil være skattemæssige aspekter, som medfører en fortsat segmentering af obligationsmarkederne inden for euroområdet. Starten af ØMU'en forventes dog samlet set at føre til øget konkurrence om investorerne mellem de enkelte udstedere.

Den øgede konkurrence om investorerne vil ikke mindst gøre sig gældende på markedet for statspapirer, hvor flere af de fremtidige ØMU-landes statslige udstedere hidtil primært har afsat deres papirer til indenlandske investorer, som har ønsket en "sikker" placering. Konkurrencen mellem de enkelte udstedere ventes især at fokusere på likviditet, kuponfrekvens, papirtyper og udstedelsesteknikker, da kreditvurderingen af den enkelte udsteder, som ventes at være den væsentligste faktor i prisfastsættelsen af obligationer, ikke ændres på kort sigt.

Optakten til ØMU'en har vist, at de store statslige udstedere konkurrerer om at opnå status som udbydere af papirer, der indgår i benchmark-kurven, for dermed at opnå lavere finansieringsomkostninger. Mindre statslige udstedere vil af samme årsag tilstræbe, at deres papirer prisfastsættes fordelagtigt relativt til benchmark-kurven. Det er sandsynligt, at der på statspapirmarkedet vil ske en tilpasning af obligationernes

¹⁾ Eksempelvis er der i EU's 3. livsforsikringsdirektiv kongruensregler, der fastlægger, i hvilken valuta et forsikringsselskab skal indfri sine forpligtelser. Eksempelvis skal mindst 80 pct. af de forsikringsmæssige forpligtelser dækkes af aktiver i samme valuta som de fremtidige udbetalinger.

karakteristika i retning mod de karakteristika, som gælder for benchmarkobligationerne. Dermed vil markedsintegrationen forstærkes med hensyn til lånetyper, lånevifte og andre egenskaber på statspapirmarkedet.

Samtidig med en forstærket integration af statspapirmarkedene er en øget specialisering blandt de mindre statslige udstedere også mulig. Mindre statslige udstedere vil kunne udnytte, at euro-rentekurven etableres af de større statslige udstedere. Dermed kan denne udstedergruppe søge at opnå fordelagtige lånevilkår ved at satse på bestemte investorgrupper gennem en koncentration af statspapirudstedelsen til udvalgte segmenter af rentekurven. Differentiering i forhold til det øvrige statspapirmarked kan desuden opnås ved at udstede andre papirtyper. Mindre statslige udsteders relativt begrænsede finansieringsbehov gør det dog mest sandsynligt, at specialiseringen finder sted i form af en koncentring af udstedelserne til udvalgte løbetidssegmenter frem for en satsning på specielle papirtyper.

9.3. ØMU'ens konsekvenser for den indenlandske statsgældspolitik

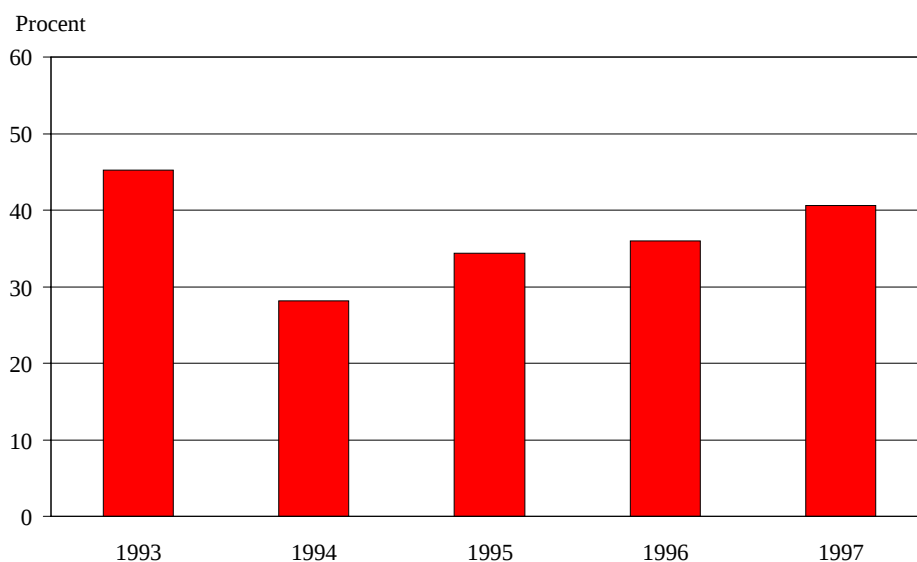
På baggrund af ændringerne på obligationsmarkederne inden for euroområdet beskrevet i afsnit 9.2. overvejes konsekvenserne for statspapirmarkedet i Danmark, og navnlig om der er behov for at ændre på udstedelsesstrategien med hensyn til lånevifte, papirtyper og udstedelsesmetode.

Ændringer på det danske statspapirmarked

Internationale investorer ønsker som regel en vis spredning af porteføljen, og de har derfor ofte værdipapirer fra flere udstedere og i forskellige valutaer. Obligationsmarkedet inden for euroområdet vil give investorerne mulighed for at diversificere deres porteføljer med hensyn til obligationstyper, løbetider, kreditrisiko m.m. I den forbindelse kan det være relevant at overveje, om udenlandske investorer vil finde det attraktivt at holde danske statspapirer i samme omfang som i dag.

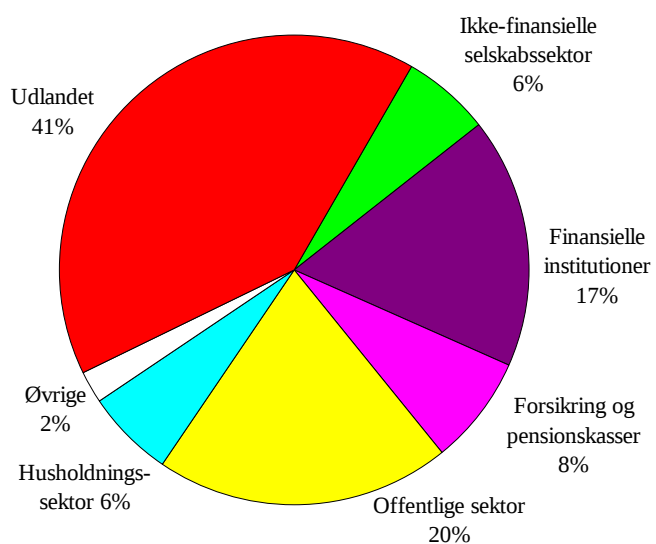
Med en beholdning på 30 pct. eller derover af de cirkulerende danske statspapirer har udlændinge allerede gennem flere år haft status som en vigtig investorgruppe, jf. figur 9.3.1.

Figur 9.3.1.a. Investorfordelingen for danske statspapirer 1993-1997.



Anm.: Tal for udenlandske investorers ejerandel 1993-1997 er opgjort ultimo året.

Figur 9.3.1.b. Investorfordelingen for danske statspapirer, 4. kvartal 1997.

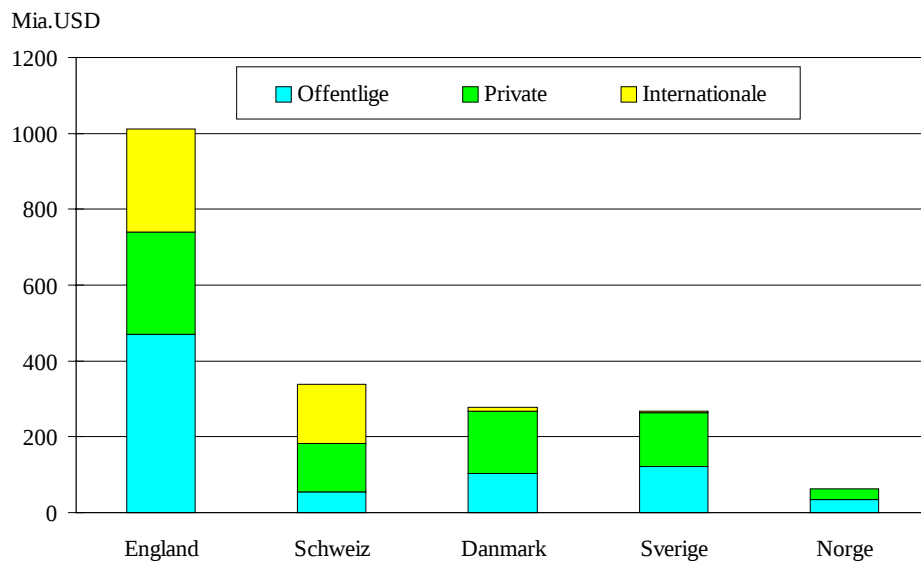


Kilde: Danmarks Statistik og Nationalbankens egne beregninger.

Udenlandske investorers høje ejerandel af danske statspapirer tilskrives til dels muligheden for at opnå en højere rente i kraft af rentespændet over for Tyskland kombineret med troværdigheden af valutakurspolitikken. Omvendt er udenlandske investorers interesse for danske statspapirer medvirkende til at holde rentespændet mellem danske og tyske statspapirer nede. Rentespændet mellem Danmark og Tyskland påvirkes primært af forventningerne til den økonomiske og politiske udvikling. Dette forhold ændres ikke efter euroens indførelse.

Det danske obligationsmarked vil være et af de få tilbageværende europæiske alternativer for placeringer i stabilitetsorienterede økonomier uden for euroområdet. Derved kan det danske obligationsmarked - herunder markedet for realkreditobligationer - blive genstand for større udenlandsk interesse, end tilfældet er i dag. Størrelsen af de væsentligste obligationsmarkeder uden for euroområdet angives i figur 9.3.2.

Figur 9.3.2. Europæiske obligationsmarkeder uden for euroområdet.



Anm.: Ultimo 2. kvartal 1997. Landeopdelingen er foretaget efter udstedelsesvaluta.
Kilde: Bank for International Settlements, BIS.

Med hensyn til danske investorer fremføres det ofte, at disse som følge af den større likviditet i euroobligationsmarkedet og euroområdets generelle tiltrækningskraft vil placere en større del af deres obligationsporte-

følge i euroobligationer. I denne sammenhæng er det vigtigt at understrege, at euro i Danmark vil være en udenlandsk valuta på samme måde, som de kommende deltagerlandes valutaer er det i dag. Dermed skal danske investorer fortsat basere deres placeringsovervejelser på forventninger til valutakursen mellem kroner og euro. Samtidig vil danske investoreres interesse for placering i kroner i nogen grad afhænge af rentespændet over for euroområdet på samme måde, som det er tilfældet for udenlandske investorer.

Ud over udviklingen i rentespændet vil investorernes interesse for danske statspapirer efter starten af ØMU'ens 3. fase afhænge af, om statspapirerne fortsat opfattes som attraktive med hensyn til lånevifte, lånetyper og likviditet. Derfor overvejes behovet for ændring i disse parametre i det efterfølgende.

Behovet for ændringer i udstedelsesstrategien for indenlandske statspapirer

I den indenlandske låntagning anvender staten dels statsgældsbeviser og statsobligationer, der udstedes som fast forrentede stående lån, dels skatkammerbeviser, der udstedes som nul kuponobligationer. Denne praksis har været gældende siden 1991. Låneviften indeholder papirer med løbetider fra 3 måneder til 30 år, og der lægges vægt på, at låneviften indeholder 2-, 5- og 10-årige obligationer, svarende til de væsentligste papirer i de fleste vestlige lande med en statsgæld af en vis størrelse. Derved får staten mulighed for at udstede til en bred kreds af investorer. Et væsentligt hensyn i låneviften er en god likviditet i de enkelte papirer, og denne søges bl.a. opnået gennem en hurtig opbygning af et forholdsvis stort udestående i de enkelte serier, jf. kapitel 8.

Danske statsgældsbeviser og statsobligationer udstedes ved tapsalg, hvilket er usædvanligt i international sammenhæng, hvor de fleste lande udsteder statspapirer ved auktion, jf. *Statens låntagning og gæld 1995*. De danske erfaringer med tapsalgsmetoden har været gode, og det har været muligt at sælge store mængder statspapirer på en tilfredsstillende måde, selv i vanskelige markeder. Der er ingen planer om at ændre salgsform i forbindelse med starten af ØMU'ens 3. fase.

Det er i sagens natur svært at forudsige udviklingen med hensyn til lånetyper på markedet for statspapirer inden for ØMU'en. Imidlertid vil anvendelsen af fast forrentede stående lån i navnlig Tyskland og Fran-

krig, der opfattes som toneangivende blandt de kommende deltagerlande, kunne give en indikation af de fremtidige udviklingstendenser. Betragtes udstedelsespraksis med hensyn til lånetyper i disse lande, er det derfor sandsynligt, at statspapirer overvejende udstedes som fast forrentede lån inden for euroområdet. Statens nuværende strategi med udstedelse af fast forrentede stående lån er således udmærket i tråd med tendenserne inden for euroområdet.

Sammenfattende er det værd at understrege, at statens indenlandske låntagning vil foregå på et obligationsmarked, der ikke ventes ændret fundamentalt. I modsætning til flere af ØMU'ens kommende deltagerlande bliver danske statspapirer allerede afsat til en bred kreds af investorer, herunder ikke mindst udenlandske investorer. Udenlandske investorerers tilstedeværelse i danske statspapirer skyldes bl.a. den hidtidige strategi med hensyn til lånetype og opnåelse af en god likviditet. Den hidtidige udstedelsesstrategi for danske statspapirer vurderes at være i overensstemmelse med den forventede udvikling inden for euroområdet.

9.4. Harmonisering af markedskonventioner og konsekvenserne for det danske obligationsmarked

Markedskonventioner for obligationer er forskellige karakteristika, der fastlægger principperne for handel med obligationer. Som eksempler på konventioner kan nævnes konventionen ved beregning af rente i Danmark (30/360), kuponfrekvensen samt de i international sammenhæng specielle danske ex-kupon-regler, der angiver, at kuponbetaling går til sælger, hvis en obligation handles mindre end 30 dage før næste kupon-dato.

Der skelnes mellem to forskellige typer af markedskonventioner, som er relevante for statspapirer:

- Udstederkonventioner er de vilkår, som er rettet mod obligationssiden og fastlagt i obligationsvilkårene eller i obligationernes stamdata. Som eksempel på udstederkonventioner kan nævnes konventionen for optælling af rentedage, antallet af kuponbetalinger pr. år og de danske ex-kupon-regler.
- Handelskonventioner er ikke fastlagt i aftalevilkår, men fastsættes af markedskutymen. Afviklingsperioden og definition af afviklingsdage er eksempler på handelskonventioner.

Opdelingen i udsteder- og handelskonventioner afspejler, at ansvaret for eventuelle ændringer af markedskonventionerne er bredt fordelt på markedsdeltagerne. Denne opdeling er af mindre betydning i praksis. I Danmark tilrettelægges udsteder- og handelskonventioner i vid udstrækning i et samarbejde mellem markedsdeltagerne.

De europæiske obligationsmarkeder ventes at bevæge sig i en mere ensartet retning med hensyn til markedskonventioner. Det sker dels på baggrund af igangsættelsen af ØMU's 3. fase, dels som en konvergens til de øvrige store internationale obligationsmarkeder.

Udgangspunktet for en harmonisering af markedskonventionerne er en følge af strategien for overgangsfasen, der blev fastlagt ved Madrid-topmødet. Den er baseret på princippet om, at det primært er op til de finansielle markeder selv at stå for gennemførelsen af den markedsharmonisering, der skønnes påkrævet. Begrebet harmonisering er ikke udtryk for EU-regler, men et resultat af en markedsdrevet proces i visse lande og et direkte resultat af national lovgivning i andre lande. Som et udslag af denne process er der udkommet en række rapporter med anbefalinger til en harmonisering af markedskonventionerne¹⁾.

Hidtil har de danske markedskonventioner ikke været opfattet som en hindring for at kunne tiltrække internationale investorer til danske statspapirer. I takt med, at der sker en harmonisering af markedskonventionerne på de øvrige europæiske kapitalmarkeder, kan det tænkes, at der opstår et pres for at ændre de danske markedskonventioner. I det omfang, der skulle opstå et sådant behov, vil staten have en interesse i at deltage i processen sammen med de øvrige markedsdeltagere.

¹⁾ Giovannini-rapporten om konsekvenser for kapitalmarkederne af euroens indførelse, Europa-Kommissionen (KOM(97)337).

FESE-rapporten, Federation of European Stock Exchanges, "The Transition to the Euro", May 1997.

De europæiske finansielle organisationer i fællesskab (fællesudtalelsen), "Joint Statement on Market Conventions for the Euro", July 1997 fra følgende europæiske finansielle organisationer: ACI, Banking Federation of the EU, Cedel Bank, EFFAS, EMF, IPAA, IPMA, ISMA, ISDA og Euroclear.

Bank of England-rapporter, "Practical Issues arising from the Introduction of the Euro". Rapporterne er lavet i samarbejde med adskillige finansielle, juridiske, erhvervsmæssige og offentlige organisationer.

Rentekonvention og kuponfrekvens

Som det fremgår af tabel 9.4.1., er der stor forskel på rentekonventionen og konventionen for kuponfrekvens i EU-landene samt i de øvrige internationale obligationsmarkeder.

Tabel 9.4.1. International sammenligning af de nuværende markedskonventioner på de internationale statsobligationsmarkeder.

	Rentekonvention		Kuponfrekvens
	Renteberegning	Beregning af vedhængende rente	
UK	faktisk/365	faktisk/365	halvårlig
Frankrig	faktisk/faktisk	faktisk/faktisk	årlig
Tyskland	30/360	30/360	årlig
Belgien	30/360	30/360	årlig
Italien	faktisk/365	30/360	halvårlig
Holland	30/360	30/360	årlig
Irland	30/360	30/360	årlig/halvårlig
Luxemborg	30/360	30/360	årlig
Portugal	30/360	30/360	årlig
Spanien	faktisk/365	faktisk/faktisk	årlig
Sverige	30/360	30/360	årlig
Danmark	30/360	30/360	årlig
Østrig	30/360	30/360	årlig
Schweiz	30/360	30/360	årlig
Grækenland	faktisk/365	faktisk/365	årlig
Finland	30/360	30/360	årlig
Canada	faktisk/faktisk	faktisk/365	halvårlig
Japan	faktisk/365	faktisk/365	halvårlig
USA	faktisk/faktisk	faktisk/faktisk	halvårlig

Kilde: Bank of England, "Practical Issues arising from the Introduction of the Euro", 16. december 1996; "Giovannini-rapporten", Kommissionen for de Europæiske Fællesskaber, KOM(97) 337, 2. juli 1997.

De fleste EU-lande anvender rentekonventionen 30/360, men faktisk/faktisk eller faktisk/365 er nok mest udbredte målt i volumen, idet de anvendes i Frankrig, UK, Italien og Spanien. På de øvrige store obligationsmarkeder som USA, Japan og Canada anvendes faktisk/faktisk eller faktisk/365.

Med hensyn til standard for kuponfrekvensen er der ikke umiddelbart tale om en fællesnævner for de internationale obligationsmarkeder.

Den danske konvention for optælling af rentedage er 30/360. Optællingen af rentedage gælder både for beregningen af vedhængende rente og beregningen af effektiv rente, varighed mv. Eftersom den danske rentekonvention på obligationsmarkedet afviger fra de internationale anbefalinger om faktisk/faktisk, giver det anledning til at overveje ændringer af den danske rentekonvention blandt danske markedsdeltagere.

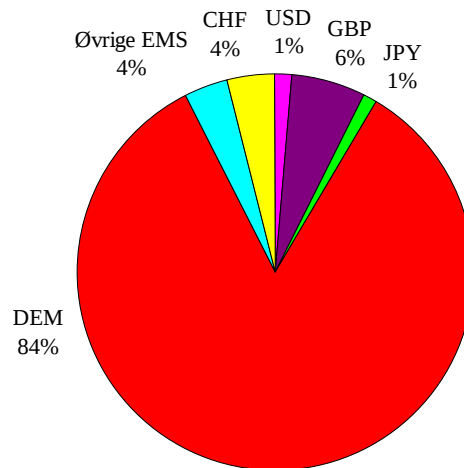
Der er i Danmark ikke en fælles national standard med hensyn til kuponfrekvensen. Danske statspapirer har typisk 1 årlig kuponbetaling, men et enkelt serielån og de uamortisable obligationer har 2 kuponbetalinger, mens de variabelt forrentede obligationer har 4 årlige kuponbetalinger. Processen over tid er dog gået i retning mod kun én kuponbetaling om året for danske statspapirer. De danske realkredit- og erhvervsobligationer har 1, 2 eller 4 kuponbetalinger pr. år. Antallet af kuponbetalinger fastsættes af udsteder. De internationale anbefalinger lægger ikke op til en harmonisering. Staten vil i øvrigt fortsat anvende en årlig kuponfrekvens ved udstedelse af nye statspapirer.

9.5. Konsekvenserne for statens udenlandske låntagning

Statens udenlandske gæld er i stort omfang optaget i eller swappet til valutaer, der ventes at blive til euro. DEM udgør langt den største andel af gælden, jf. figur 9.5.1. Det har baggrund i neutralfordelingen for sammensætningen af valutareserven og statens udenlandske gæld aftalt mellem Finansministeriet, Økonomiministeriet og Nationalbanken, jf. kapitel 10.

Målsætningen for valutakurspolitikken har op igennem 1990'erne været at fastholde en stabil kronekurs over for kernevalutaerne i det Europæiske Monetære System (EMS). Med DEM's status som traditionel ankervaluta i EMS anses gæld denomineret i DEM som forbundet med den mindst mulige valutakursrisiko. Overgangen til ØMU'ens 3. fase indebærer, at neutralfordelingen for valutareserven og statens udenlandske gæld i stedet baseres på euro som den risikominimerende valuta, da valutakurspolitikken fra 1. januar 1999 sigter mod en stabil kronekurs over for euro.

Figur 9.5.1. Valutafordelingen af statens udenlandske gæld, ultimo 1997¹⁾.



Anm.: Statens samlede gæld i udenlandsk valuta udgjorde 103,6 mia.kr. ultimo december 1997.

¹⁾ Valutafordelingen er opgjort efter swaps.

Den store andel af statens udenlandske gæld optaget i valutaer, der forventes at blive til euro, giver anledning til spørgsmål, om statens udenlandske statsgæld bør redenomineres i overgangsfasen efter 1. januar 1999. Senest 1. januar 2002 vil gæld denomineret i deltagerlandenes valuta automatisk blive denomineret i euro.

Flere af de lande, som forventes at deltage i ØMU'en, vil dels af politiske årsager og dels ud fra ønsket om at sikre et likvidt marked for deres obligationer redenominere en væsentlig del af deres indenlandske gæld til euro umiddelbart efter 1. januar 1999¹⁾. Omfanget af gælden, som redenomineres, afhænger i nogen grad af, om gælden findes i fysisk eller dematerialiseret form. Dette hænger sammen med, at det er forbundet med en del praktiske vanskeligheder og dermed omkost-

¹⁾ Ifølge artikel 8, stk. 4, i udkastet til forordning med hjemmel i traktatens artikel 109l (4) om indførelse af euro, kan hver enkelt deltagende medlemsstat træffe foranstaltninger, som kan være nødvendige for: "at medlemsstatens offentlige sektors udestående gæld (..), der er denomineret i den nationale valutaenhed og udstedt i henhold til medlemsstatens nationale lovgivning, kan redenomineres til euroenheden. Hvis en medlemsstat træffer en sådan foranstaltning, kan udstederne redenominere gæld denomineret i den pågældende medlemsstats valutaenhed til euroenheden, medmindre en sådan redenominering udtrykkeligt er udelukket i kontrakten; denne bestemmelse finder anvendelse på den offentlige sektors gæld samt på obligationer og andre former for gældsinstrumenter, der kan omsættes på kapitalmarkeder, og på pengemarkedsinstrumenter fra andre udstedere."

ningskrævende at redenominere gæld, der holdes i form af fysiske obligationer.

Strategien for statens udenlandske låntagning er baseret på optagelse af mindre enkeltstående obligationslån. Strategien gør det muligt at opnå lavere finansieringsomkostninger gennem udnyttelse af statens komparative fordele i de enkelte valutaer. Det indebærer, at låntagningen ikke nødvendigvis finder sted i de valutaer, som ventes at deltage i ØMU'en. En del af statens udenlandske låntagning foregår således i USD, JPY samt GBP, hvor provenuet af disse lån efterfølgende swappes til DEM. Internationale obligationslån af denne type omsættes kun i mindre omfang, og derfor er likviditeten af de enkelte udstedelser af mindre betydning. Der synes derfor ikke at være væsentlige fordele ved en redenominering af statens udenlandske gæld til euro inden 1. januar 2002.

Skabelsen af et stort obligationsmarked inden for ØMU'en giver desuden anledning til at overveje, om den hidtidige låntagningsstrategi skal fortsætte, eller om det bør overvejes at koncentrere udenlandsk låntagning til større udstedelser i euroområdet og eventuelt oprette et decideret program for låntagningen.

Muligheden for at koncentrere låntagningen inden for euroområdet vil især være relevant i et scenario, hvor obligationsmarkedet inden for ØMU'en bliver så effektivt og konkurrencepræget, at finansieringsomkostningerne ved optagelse af lån i USD og JPY ikke længere er attraktive. Som angivet i afsnit 9.2. er det sandsynligt, at der inden for euroområdet skabes likvide benchmarkpapirer. I den forbindelse kan det være fordelagtigt at koncentrere låntagningen i papirer, der har samme karakteristika som benchmarkpapirerne og derved "låne" noget af likviditetspræmien, som følger af papirets status som benchmark.

Givet den forholdsvis beskedne størrelse af statens låntagning i udlandet er det tvivlsomt, om der kan opnås en sådan likviditetspræmie. Reduktionen af den udenlandske statsgæld og den større spredning af gælden på løbetider, jf. kapitel 2, vil yderligere reducere refinansieringsbehovet i de kommende år. Derfor synes der ikke at være væsentlige argumenter for at koncentrere statens udenlandske låntagning til større benchmarkudstedelser.

Den hidtidige praksis for statens udenlandske låntagning bygger på et grundlæggende ønske om inden for rammerne af den udenlandske norm at bevare den størst mulige fleksibilitet med hensyn til overordnet strategi, valg af udstedelsesvaluta og inden for fastsatte rammer valg af lånekonstruktioner. I tilfælde af, at markedsudviklingen efter 1. januar

1999 giver anledning til at ændre på den hidtidige lånestrategi, vil en sådan omstilling kunne gennemføres relativt hurtigt.

Med hensyn til en tilpasning af mere tekniske aspekter, såsom markedskonventioner, gælder det allerede i dag, at lånene i vidt omfang optages efter gældende praksis i de markeder, hvor udstedelsen finder sted. Der synes derfor ikke at være behov for at fastlægge handlingsplaner på dette område af statens udenlandske låntagning.

Med hensyn til statens udenlandske låntagning er det værd at bemærke, at artikel 235-Rådsforordningen fastlægger, at overgangen til euro ikke i sig selv vil kunne anvendes som begrundelse for at opsige eller ændre kontrakter, der er indgået i deltagerlandenes tidligere valutaer eller i ecu. For ecu-kontrakter er der særskilt fastlagt forudsætninger om, at kontrakter fortsættes i euro i forholdet 1:1, medmindre parterne har aftalt andet. I forbindelse med statens ecu-lån, 8,5 pct. stående lån 2002 udstedt via Københavns Fondsbørs, vil ecu-betalinger på dette lån blive foretaget i euro i forholdet 1:1 efter starten af 3. fase den 1. januar 1999. Betalingerne på de ecu-lån, som staten har udstedt på de internationale kapitalmarkeder, og som udløber efter 1. januar 1999, forventes også foretaget i euro i forholdet 1:1 efter starten af 3. fase.

9.6. Konklusion

I det foregående er beskrevet, hvorledes overgangen til 3. fase af ØMU'en vil medføre grundlæggende ændringer på kapitalmarkedet i deltagerlandene. Indførelsen af den fælles valuta medfører dannelsen af et fælles obligationsmarked, som efter obligationsmarkedet i USA vil være det største i verden. Fra starten af 3. fase vil statslig låntagning inden for ØMU'en foregå i euro, og samtidig vil en øget konkurrence mellem de statslige udstedere formentlig medføre, at markedsintegrationen med hensyn til lånetyper, lånevifte og andre egenskaber forstærkes.

Selvom disse ændringer er ganske betydelige, vil effekterne på statens indenlandske låntagning være beskedne.

Danmarks status som udeland i forhold til ØMU'en indebærer, at spørgsmålet om redenominering til euro af den indenlandske statsgæld ikke er relevant. Med hensyn til spørgsmålet om redenominering af statens udenlandske gæld vurderes dette ikke at være hensigtsmæssigt, da fordelene ved en sådan redenominering ikke kan opveje de praktiske vanskeligheder forbundet hermed.

Med hensyn til statens indenlandske låntagning er denne allerede i overensstemmelse med den forventede udvikling inden for euroområdet. I modsætning til visse af de fremtidige deltagerlande er der således allerede tale om, at danske statspapirer i stort omfang ejes af internationale investorer, og der er ingen grund til at forvente, at udenlandske investorer vil miste interessen for danske statspapirer efter starten af ØMU'ens 3. fase. Det skyldes bl.a., at danske statspapirer med hensyn til lånetype og likviditet allerede opfattes som attraktive af denne investorgruppe.

Efter 1. januar 1999 vil staten fortsat basere sin indenlandske låntagning på fast forrentede stående lån, der med henblik på at sikre en god likviditet relativt hurtigt opbygges til store serier. Strategien med udstedelse af papirer i forskellige løbetidssegmenter opretholdes med henblik på at kunne udstede til flere investorgrupper og desuden have mulighed for i nogen grad at tage hensyn til markedsforholdene i de enkelte løbetidssegmenter.

I det omfang der kan være behov for ændringer på det danske obligationsmarked, vil disse være af mere teknisk karakter. Således kan det være hensigtsmæssigt med en tilpasning af visse markedskonventioner i forbindelse med en harmonisering af markedskonventionerne på de øvrige europæiske markeder.

Effekterne af ØMU'ens 3. fase vil være størst i forbindelse med statens udenlandske låntagning. Overgangen til euro vil indebære, at neutralfordelingen for valutareserven og statens udenlandske gæld baseres på euroen i stedet for DEM som valutaen med den mindste risiko. En stor del af statens udenlandske gæld vil derfor være denomineret i euro, og en stor del af den udenlandske låntagning vil foregå inden for det kommende euroområde.

Strategien for den udenlandske låntagning har hidtil været baseret på optagelse af en række mindre enkeltstående lån. Denne låntagningsstrategi har baggrund i, at statens udenlandske gæld er forholdsvis beskeden. Reduktionen af den udenlandske statsgæld i forbindelse med salget af Tele Danmark-aktier og spredningen af den resterende gæld på restløbetider indebærer, at det udenlandske finansieringsbehov i de kommende år vil blive endnu lavere. Den relativt beskeden udenlandske låntagning gør det uinteressant at satse på en reduktion af finansieringsomkostningerne gennem en koncentration af udstedelsen til såkaldte benchmarkpapirer. Derfor vurderes den hidtidige låntagningsstrategi fortsat som mest hensigtsmæssig.

Låntagningsstrategien er ganske fleksibel og vil fremover kunne ændres i takt med, at udviklingen på obligationsmarkedet medfører nye muligheder for fordelagtig låntagning. Givet usikkerheden med hensyn til den fremtidige udvikling af obligationsmarkedet inden for euroområdet er der for øjeblikket ingen grund til at fastlægge en ændret strategi for den udenlandske låntagning i forbindelse med starten af ØMU's 3. fase.

Kapitel 10.

Erfaringer med samstyring af statens og Nationalbankens valutaeksponering

10.1. Indledning

Den nuværende samstyring (også kaldet nettostyring) af valutaeksponeringen og dermed valutakursrisikoen på statens valutagæld og Nationalbankens valutatilgodehavende blev påbegyndt fra begyndelsen af 1992. Flere forhold kan tale for, at denne styringsmodel tages op til overvejelse. For det første er der nu indhentet seks års erfaringer, som kan gøres til genstand for en samlet vurdering. For det andet er der sket en betydelig ændring i forholdet mellem gæld og tilgodehavende. Ved introduktionen af nettostyringen var statens valutagæld betydeligt større end Nationalbankens valutatilgodehavende. I dag er det omvendt. Og for det tredje er henholdsvis statens og Nationalbankens bruttovalutakursrisiko blevet reduceret.

Kapitlet indledes med en beskrivelse af den historiske baggrund for og den praktiske implementering af nettostyringen. Dernæst vurderes de konkrete erfaringer. Der afsluttes med en sammenfatning og konklusion¹⁾.

10.2. Nettostyring: Historisk baggrund og praktisk implementering

Historisk baggrund

Med statens optagelse af valutalån i slutningen af 1970'erne og begyndelsen af 1980'erne fik staten en betydelig valutagæld. Samtidig havde Nationalbanken et valutatilgodehavende i form af valutareserven.

Op igennem 1980'erne var administrationen af gæld og reserve i henholdsvis Finansministeriet og Nationalbanken adskilt. Det gav sig udslag i en stor nettoeksponering over for ustabile valutaer. Staten havde

¹⁾ Dette kapitel omhandler ikke renterisiko. Statens og Nationalbankens renterisiko er underlagt en mere uformel samstyring. For en nærmere beskrivelse henvises til *Statens låntagning og gæld 1995*, kapitel 8.

således en gæld i USD, JPY og CHF, som langt oversteg Nationalbankens tilgodehavende i de samme valutaer. Nettoeksponeringen over for DEM, der som ankervaluta i EMS-samarbejdet måtte anses for mindre risikofyldt, var til gengæld relativt beskeden. Samlet set var staten og Nationalbanken således udsat for en betragtelig valutakursrisiko, hvilket specielt midt i 1980'erne gav sig udslag i store valutakursreguleringer (opgjort netto).

Rigsrevisionen bemærkede i begyndelsen af 1991, at "der ved Statsgældsafdelingens styring af den udenlandske gæld tilsyneladende ikke tages hensyn til sammensætningen af Nationalbankens valutareserve."¹⁾

Primo 1992 blev nettostyring af valutaeksponeringen på statens valutagæld og Nationalbankens valutareserve påbegyndt²⁾. Ved sin introduktion blev nettostyringen begrundet i tre forhold³⁾:

1. Formålet med statens låntagning i fremmed valuta har været hensynet til valutareservens størrelse.
2. Nationalbankens overskud, som i betydelig udstrækning kan henføres til afkastet af valutareserven, tilfalder for en stor dels vedkommende staten.
3. De vurderinger af rente- og valutaudsigter mv., der ligger til grund for styringen af gæld og reserve, er ensartede, hvorfor dobbeltarbejde i den forbindelse bør undgås.

Nettogældens neutralfordeling

Princippet ved nettostyringen har været, at Finansministeriet, Økonomiministeriet og Nationalbanken løbende har fastsat en neutralfordeling for nettogældens valutasammensætning, jf. næste afsnit.

I perioden 1992-1995 havde neutralfordelingen karakter af en fast *relativ* fordeling af nettogælden på valutaer, jf. tabel 10.2.1. En konsekvens af denne styring var, at den absolutte eksponering i alle valutaer ændrede sig ved ændringer i nettogælden, jf. figur 10.2.1. Dermed blev statens og Nationalbankens valutakursrisiko set under ét⁴⁾ direkte afhængig af nettogældens størrelse.

¹⁾ Jf. "Beretning til statsrevisorerne om statens låntagning og gæld", januar 1991.

²⁾ Mulighederne for nettostyring blev forbedret med overflytning af Finansministeriets statsgældsafdeling til Nationalbanken i 1991.

³⁾ Jf. *Statens låntagning og gæld 1991*, s. 77-78.

⁴⁾ Eksempelvis opgjort som spredningen på den årlige kursregulering på den samlede nettogæld.

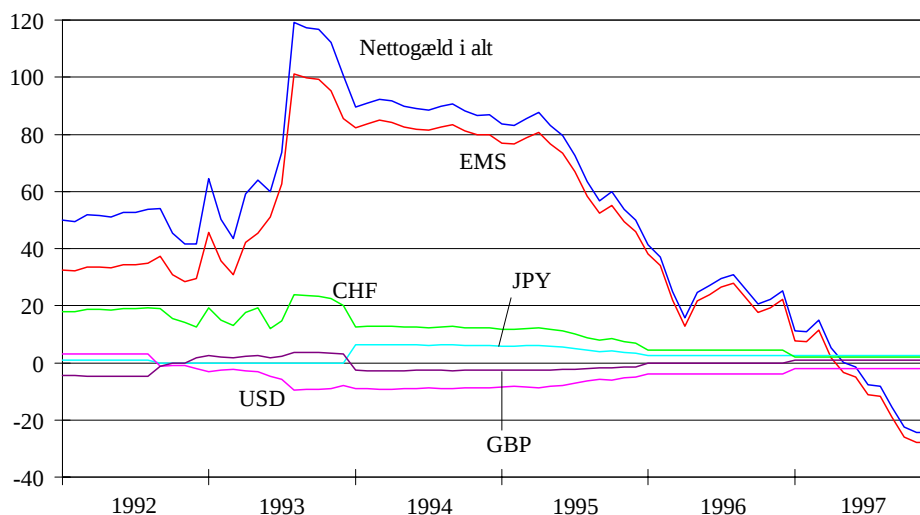
Tabel 10.2.1. Nettogældens neutralfordeling.

	USD	JPY	GBP	CHF	EMS ¹⁾	I alt
	Pct.					
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
	Mia.kr.					
1. jan.-31. dec. 1996	-4,0	2,5	0,0	4,5	resten	
1. jan.-31. dec. 1997	-2,0	2,5	1,0	2,0	resten	

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

Figur 10.2.1. Nettogælden og dens neutrale fordeling.

Mia.kr.



Anm.: Ved EMS forstås her DEM, FRF, NLG, BEF og XEU.
Observationer ultimo måneden.

En sådan automatik blev ikke vurderet som værende logisk eller hensigtsmæssig. Fra starten af 1996 ændredes neutralfordelingen derfor til en fast *absolut* fordeling for alle valutaer undtagen EMS-valutaerne (i denne sammenhæng DEM, FRF, NLG, BEF og XEU). Nettopositionen i

EMS-valutaerne blev beregnet residualt og kom derved til at bære hele tilpasningen ved ændringer i nettogælden. Med denne model opnåede man, at ændringer i nettogælden kun påvirkede den neutrale eksponering over for de valutaer, der fluktuerer mindst over for DKK, dvs. de valutaer, der under det nuværende valutakursregime må betragtes som de mindst risikofyldte. Ændringer i nettogælden indebar herefter kun en relativt beskeden påvirkning af statens og Nationalbankens valutakursrisiko set under ét. Den nye model muliggjorde med andre ord et mere bevidst valg af niveauet for valutakursrisikoen.

Udviklingen i nettogælden er normalt bestemt af Nationalbankens interventioner. Når Nationalbanken sælger valuta, stiger nettogælden, mens nettogælden falder, når Nationalbanken opkøber valuta. Statslig optagelse af valutalån påvirker isoleret set ikke nettogælden, fordi låneprovenuet sælges til Nationalbanken og derved forøger valutareserven tilsvarende. Til gengæld påvirkes nettogælden af statslige køb og salg af aktiver til udlandet.

Nettogælden udgjorde i 1992 ca. 50 mia.kr., men steg i forbindelse med valutakrisen i 1993 til over 100 mia.kr., da Nationalbanken intervererede til støtte for DKK. I begyndelsen af 1996 var valutasituationen igen normaliseret i den forstand, at Nationalbanken havde opkøbt valuta for et beløb, der svarede til salget i 1993. Siden er nettogælden faldet kraftigt, og i løbet af 1997 gik staten og Nationalbanken under ét fra at have en nettogæld til at have et nettotilgodehavende. Det samlede omsving fra begyndelsen af 1996 til udgangen af 1997 udgjorde 70-80 mia.kr. og havde sin baggrund i en betydelig kapitalstrømning til Danmark. Nettotilgodehavendet var ved udgangen af 1997 ca. 25 mia.kr. Med gennemførelsen af salget af Tele Danmark-aktier til udlandet steg nettotilgodehavendet med yderligere 21 mia.kr. i begyndelsen af 1998.

Nettogældens valutafordeling - hvordan fremkommer den?

Så længe nettogælden afviger fra nul, kan det ikke undgås, at staten og Nationalbanken har en valutakursrisiko. Størrelsen af denne risiko afhænger af nettogældens valutafordeling. Hvis nettogælden indeholder en stor andel af valutaer, som DKK erfaringsmæssigt svinger meget over for, vil risikoen være relativt stor sammenlignet med en situation, hvor nettogælden er domineret af valutaer, som DKK ligger stabilt over for.

Målsætningen for valutakurspolitikken har op igennem 1990'erne været at fastholde en stabil kronekurs over for kernevalutaerne i EMS.

Med DEM's status som traditionel ankervaluta i EMS kan den betragtes som den mindst risikofyldte valuta. Ud fra denne betragtning opnås den mindst mulige valutakursrisiko ved at holde hele nettogælden i DEM.

Ved fastlæggelse af neutralfordelingen er valutakursrisiko imidlertid ikke det eneste forhold, som indgår i vurderingen. Også renteomkostningerne indgår. Hvis renten i et tredjelands valuta er lavere end DEM-renten, vil staten og Nationalbanken samlet set - i fravær af specifikke valutakursforventninger - kunne opnå en forventet rentebesparelse ved at holde en del af nettogælden i den pågældende valuta. For JPY og CHF har det været tilfældet, siden samstyringen blev påbegyndt i 1992. Prisen for en reduktion i renteomkostningerne vil være en stigning i valutakursrisikoen.

Hvis omvendt renten i et tredjelands valuta er højere end DEM-renten, vil der kunne opnås en rentegevinst ved at have et nettoaktiv i den pågældende valuta i neutralfordelingen og samtidig forøge nettopassivet i DEM. For USD har det været tilfældet i de senere år. Igen vil prisen være en større valutakursrisiko.

Udgangspunktet for samstyringen er en risikominimerende valuta-fordeling, som alene består af DEM. På de kvartalsvise statsgældsmøder mellem Finansministeriet, Økonomiministeriet og Nationalbanken er det systematisk blevet besluttet at afvige fra en ren DEM-fordeling. Den konkrete fordeling er blevet fastlagt med støtte i en porteføljemodel, som foretager en afvejning af risiko og renteniveauer (inkl. eventuelle mere langsigtede valutakursforventninger)¹⁾. Forskellen mellem den fastsatte neutralfordeling og en fordeling udelukkende bestående af DEM har således karakter af en strategisk position taget af statsgældsmødet.

Herudover har Nationalbanken i det daglige mulighed for at tage positioner i forhold til neutralfordelingen inden for nærmere aftalte rammer²⁾, som dog kan suspenderes i forbindelse med valutauro. Denne positionstagning er primært drevet af kortsigtede forventninger til valuta-kursudviklingen.

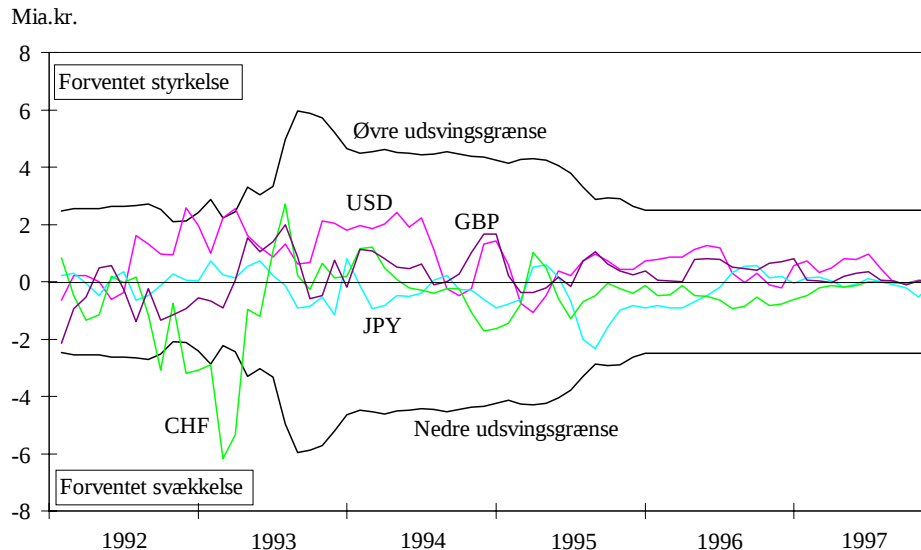
Nationalbankens positioner har generelt været mindre end positionerne fastlagt af statsgældsmødet. I forbindelse med valutauroen i 1992-1993 var der enkelte, kortvarige overskridelser af rammerne, men

¹⁾ For en nærmere beskrivelse af porteføljemodellen se *Statens låntagning og gæld 1991*, kapitel 7 og *Statens låntagning og gæld 1995*, kapitel 7.

²⁾ Frem til udgangen af 1995 måtte den faktiske position i hver enkelt valuta maksimalt afvige med +/- 5 pct. af nettogælden i forhold til neutralfordelingen. Siden 1996 har udsvingsrammen været +/- 2,5 mia.kr.

ellers har positionerne hovedsageligt holdt sig inden for et interval på ± 2 mia.kr., jf. figur 10.2.2. I de senere år kan der iagttages en tendens til en stadig mere forsigtig positionstagning. Nettogældens og neutralfordelingens valutasammensætning er således i stigende grad blevet sammenfaldende.

Figur 10.2.2. Nationalbankens positionstagning i forhold til neutralfordeling.



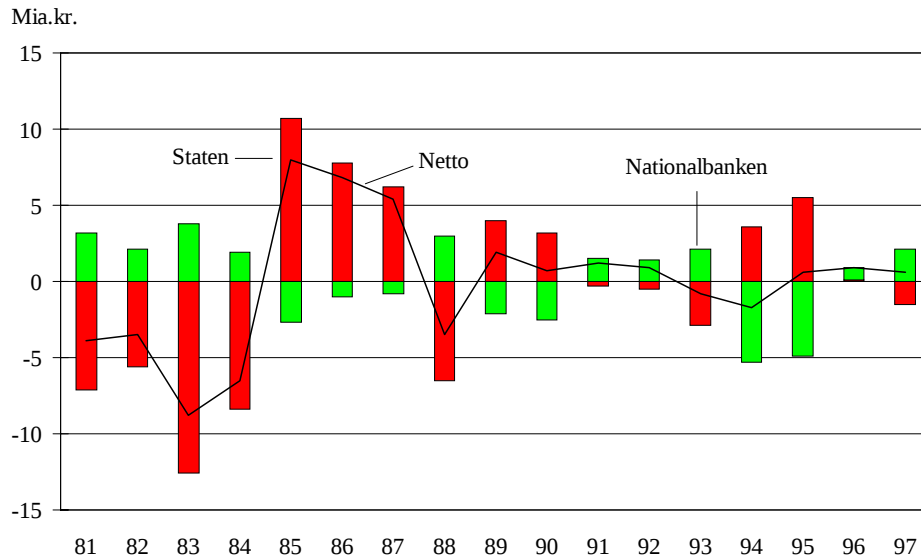
Anm.: Månedsgennemsnit.

10.3. Erfaringer med nettostyringen

Generelt

Nettostyringen må generelt siges at have været en succes. Der er opstået større klarhed om statens og Nationalbankens samlede valutakursrisiko, og styringen af risikoen er blevet underlagt faste rammer. Siden nettostyringens påbegyndelse har valutakursreguleringen på statens valutagæld og valutakursreguleringen på Nationalbankens valutamellemværender (som også indeholder effekten af Nationalbankens kortsigtede positionstagning) i betydeligt større udstrækning end i 1980'erne opvejet hinanden.

Figur 10.3.1. Valutakursregulering på statens og Nationalbankens valuta-
mellemværender.



Nettogælden er i løbet af 1997 blevet til et nettotilgodehavende, da de betydelige opkøb af valuta har ført til, at Nationalbankens bruttoeksponering er blevet større end statens. Det har imidlertid ikke ændret den grundlæggende problemstilling. Både staten og Nationalbanken har fortsat en ikke ubetydelig valutakurseksponering, som med fordel kan afdekkes mod hinanden, således at nettoeksponeringen begrænses.

Samstyringen giver ikke anledning til nævneværdige administrative problemer. I det daglige foregår styringen ved, at Nationalbanken med kendskab til statens aktuelle valutafordeling tilpasser sin valutafordeling, således at et nettoresultat i overensstemmelse med neutralfordelingen fremkommer.

Nettostyringen er med årene blevet mere fuldstændig, idet afgrænsningen af, hvad der er indeholdt i den opgørelse af Nationalbankens valutatilgodehavende, som indgår i nettostyringen, er blevet udvidet. En udestående mangel i relation til nettostyringen er, at statens gæld - i modsætning til valutareserven - er opgjort til nominel værdi og ikke til markedsværdi. Det er imidlertid vanskeligt at bestemme markedsværdien af statens valutagæld, som i modsætning til kronegælden ikke er genstand for løbende handel. At styringen sker på basis af to bruttostørrel-

ser, der ikke er fuldt ud sammenlignelige, udgør dog i praksis næppe noget større problem.

Udviklingen i neutralfordelingens risikoniveau

Valutakursrisikoen på neutralfordelingen kan opdeles i to elementer: uundgåelig og undgåelig risiko. Den *uundgåelige* risiko er et udtryk for risikoen knyttet til DKK/DEM-kursen. Den *undgåelige* risiko dækker over risikoen knyttet til DEM's kurs over for tredjelandes valutaer. Såfremt neutralfordelingen alene består af DEM, vil den samlede risiko på neutralfordelingen svare til den uundgåelige risiko, der samtidig kan betragtes som den mindst mulige.

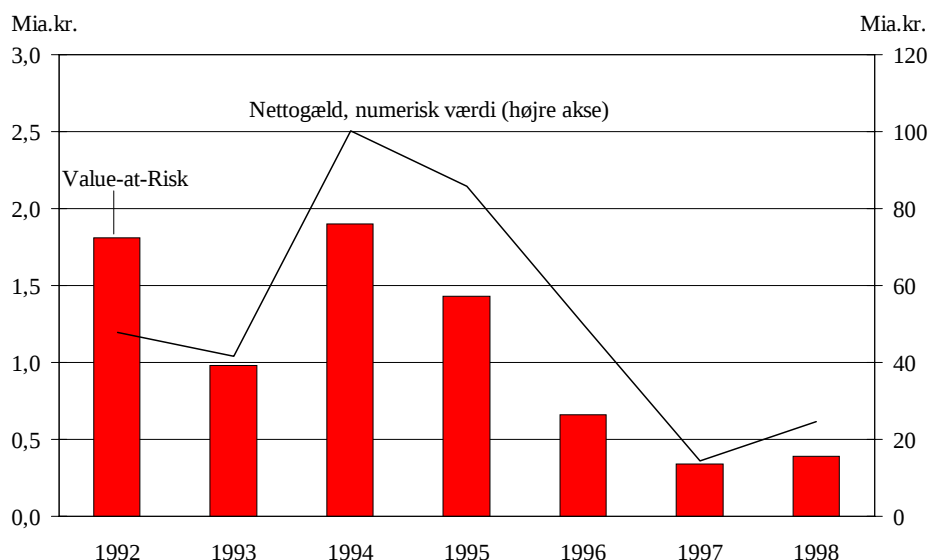
Valutakursrisikoen kan udtrykkes ved et såkaldt Value-at-Risk mål. Et sådant risikomål angiver, hvor stort valutakurstabet på neutralfordelingen med en given sandsynlighed maksimalt bliver over en nærmere fastlagt periode.

Ved en vurdering af konsekvensen af statsgældsmødets strategiske positionstagning er det først og fremmest den undgåelige risiko, som har interesse. I figur 10.3.2. er der præsenteret et skøn for den undgåelige Value-at-Risk på neutralfordelingen. Resultatet for et givet tidspunkt kan fortolkes som det maksimale valutakurstab, som udviklingen i DEM-kursen over for tredjelandsvalutaer med 95 pct.'s sandsynlighed vil indebære over det kommende år. Med andre ord er der 5 pct.'s sandsynlighed for et større tab¹⁾. Eksempelvis indebar den afvigelse fra en ren DEM-fordeling, som blev fastlagt ved nettostyringens start i 1992, med 95 pct.'s sandsynlighed maksimalt et valutakurstab på ca. 1,8 mia.kr. i 1992.

Udviklingen i risikoniveauet har helt overvejende været drevet af aktive beslutninger eller ændring i nettogældens størrelse. Markedsforholdene (dvs. volatiliteten på og kursrelationerne mellem valutaerne i neutralfordelingen) har til gengæld samlet set ikke flyttet sig nævneværdigt.

¹⁾ Skønnet for den undgåelige Value-at-Risk på neutralfordelingen er baseret på de historiske volatiliteter og korrelationer i de pågældende valutaer i de forudgående tre år. Fx er Value-at-Risk primo 1992 beregnet på grundlag af valutakursudviklingen i årene 1989-1991. Det antages således implicit, at de enkelte valutaers volatilitet og korrelationen mellem valutaerne i det kommende år vil blive som i de forudgående tre år. Endvidere forudsættes, at de årlige valutakursreguleringer er normalfordelt.

Figur 10.3.2. Årlig Value-at-Risk på neutralfordelingen.



Anm.: Opgørelse primo året.

Risikoniveauet faldt mærkbart gennem 1992. Det kan primært tilskrives beslutninger om at mindske de mere risikofyldte positioner i neutralfordelingen, jf. tabel 10.2.1. Gennem 1993 steg risikoen i takt med, at de absolutte nettopositioner blev tilpasset stigningen i nettogælden, jf. også figur 10.2.1. Fra primo 1994 til primo 1997 blev risikoen gradvist nedbragt.

Faldet fra primo 1994 til primo 1996 havde overvejende karakter af en automatisk tilpasning til den faldende nettogæld. Det bidrog dog også, at det ved overgangen til en absolut neutralfordeling fra begyndelsen af 1996 blev besluttet at nedbringe risikoniveauet i forhold til det niveau, som den relative fordeling på daværende tidspunkt indebar. Ved indgangen til 1997 mindskedes de absolutte nettopositioner yderligere, hvorefter risikoniveauet kom ned på et niveau, som - bl.a. set i lyset af, at såvel valutagælden som valutareserven udgør over 100 mia.kr. - må karakteriseres som ganske beskedent.

Der kan siden 1993 observeres en tendens til, at den absolutte risiko i store træk har fulgt udviklingen i nettogælden. Det er dog ikke givet, at der bør være en sådan sammenhæng. Fastlæggelsen af risikoniveauet bør i første række ske ud fra en vurdering af to forhold:

- Sammenhængen mellem risiko og omkostninger ved forskellige sammensætninger af nettogælden.
- Statens og Nationalbankens aversion over for risiko set i forhold til ønsket om at opnå en rentegevinst.

Sammenhængen mellem risiko og omkostninger er uafhængig af nettogældens størrelse. Det samme bør statens og Nationalbankens fælles afvejning af risiko kontra afkast i princippet også være. Når den undgåelige risiko er reduceret, må det først og fremmest tilskrives, at staten og Nationalbanken er blevet mere tilbageholdende med at påtage sig risici. I praksis har den faldende nettogæld medvirket hertil, idet store tab er blevet vurderet som vanskeligere at forklare med en beskedent nettogæld end med en stor nettogæld.

Bruttovalutafordelingernes betydning

Med den valutamæssige samstyring er statens og Nationalbankens bruttovalutapositioner ligegyldige ud fra en snæver betragtning af nettorisikoen. Har Nationalbanken fx store USD-aktiver, vil den dertil knyttede valutakursrisiko blive modsvaret af statslige USD-passiver. Kun i det omfang, at nettopositionen i USD afviger fra nul, vil en kursregulering på Nationalbankens tilgodehavender ikke gå lige op med kursreguleringen på statens gæld.

Erfaringerne med nettostyringen har vist, at der i praksis er en række andre forhold, som spiller ind, og som indebærer, at også bruttofordelingerne må tillægges betydning.

Et forhold er, at staten og Nationalbanken aflægger selvstændige regnskaber. I Nationalbankens regnskab slår urealiserede kursreguleringer på bl.a. valutamellemværender direkte igennem på overskuddet. Af hensyn til sin troværdighed som penge- og valutapolitisk myndighed er Nationalbanken derfor nødt til at sikre sig, at bankens valutafordeling indebærer en meget lille risiko for kursreguleringer af en størrelse, som i yderste konsekvens kan true bankens kapitalgrundlag.

Resultatet af statens virksomhed, DAU-saldoen, er hidtil ikke blevet påvirket af valutakursreguleringer på statens gæld. Ændrede regnskabsprincipper indebærer dog, at kurstab på afdrag fra 1998 vil indgå i resultatet.

Dertil kommer, at DAU-saldoen påvirkes af Nationalbankens overskudsoverførsel, som bliver mere volatil, når bruttorisikoen er stor, og at statens gæld bliver mere svingende med en stor bruttorisiko.

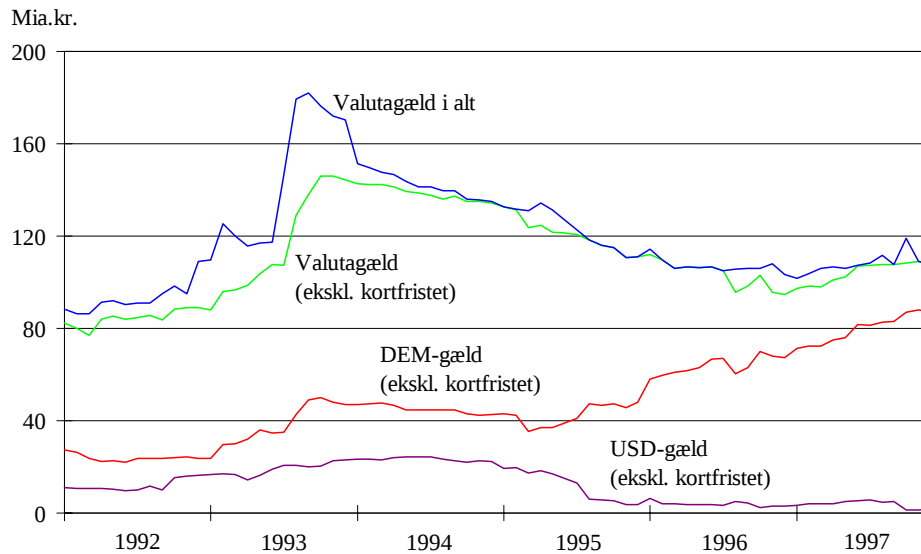
I 1994 var der betydelige valutakursreguleringer på både statens og Nationalbankens valutamellemværender. De foregående to års kraftige valutauro havde indebåret, at Nationalbanken måtte foretage støtteopkøb for store beløb. For at opretholde valutareserven på et passende niveau optog staten nye valutalån, hvoraf en del var denomineret i USD. Nationalbankens interventioner fandt derimod helt overvejende sted i DEM. Resultatet var, at både statens og Nationalbankens eksponering over for bevægelser i USD-kursen forøgedes markant. USD svækkedes gennem 1994 med ca. 10 pct. over for DKK. Det var hovedårsagen til et valutakurstab på knap 5½ mia.kr. i Nationalbanken (svarende til godt 12 pct. af bankens egenkapital) og en statslig valutakursgevinst på godt 3½ mia.kr.

Da hverken staten eller Nationalbanken har nogen nævneværdig nytte af en stor bruttorisiko, blev det i 1995 besluttet at nedbringe valutakursrisikoen på bruttofordelingerne. Især eksponeringen over for USD, CHF og GBP blev nedbragt. I første omgang blev reduktionen i høj grad gennemført ved indgåelse af valutaswaps. Desuden indgik staten og Nationalbanken valutaterminsforretninger med hinanden, hvorunder staten modtog USD, og Nationalbanken modtog DEM. Endvidere har den mellem- og langfristede låntagning i de seneste år udelukkende fundet sted i DEM.

Siden slutningen af 1994 er den mellem- og langfristede USD-gæld faldet fra 20-25 mia.kr. til under 2 mia.kr., mens den mellem- og langfristede DEM-gæld er fordoblet fra 40-45 mia.kr. til 85-90 mia.kr., jf. figur 10.3.3. Den mellem- og langfristede DEM-gæld udgjorde ved udgangen af 1997 ca. 80 pct. af den samlede valutagæld mod kun godt 30 pct. ved udgangen af 1994.

Med årene er der blevet større fokus på bruttovalutafordelingerne, end da nettostyringen blev introduceret i 1992. Det er på ingen måde i modstrid med principperne bag samstyringen. Staten og Nationalbanken har - ud fra lidt forskellige motiver - et fælles ønske om, at bruttoeksponeringen flyttes fra mere risikofyldte valutaer til DEM. Samstyringen har i den forbindelse sikret, at ændringerne i de to bruttovalutafordelinger er blevet koordineret, så udsving i nettorisikoen er blevet undgået.

Figur 10.3.3. Statens valutagæld (brutto) og andel denomineret i USD og DEM.



Anm.: Observationer ultimo måneden.

Koordineret bruttostyring i stedet for nettostyring

Det forhold, at bruttovalutafordelingerne i dag tillægges større betydning end tidligere, kan give anledning til at overveje, om den nuværende neutralfordeling for nettogælden med fordel kan erstattes af en neutralfordeling for henholdsvis statens gæld og Nationalbankens valutamellemværende. De to neutralfordelinger skal i givet fald fastsættes under hensyntagen til hinanden, således at den resulterende (implicitte) neutralfordeling for nettogælden fortsat ikke indebærer en uønsket høj valutakursrisiko for staten og Nationalbanken under ét. Et sådan system kan kaldes koordineret bruttostyring. Et eksempel på, hvorledes de to neutrale bruttofordelinger kan se ud, er vist i tabel 10.3.1.

I et system med to bruttofordelinger vil staten og Nationalbanken fremtræde som mere adskilte end i dag, men i substansen vil systemet ikke afvige væsentligt fra det nuværende. Bruttovalutafordelingerne vil blive gjort til genstand for mere eksplicitte overvejelser, men hvis en koordineret bruttostyring ikke skal indebære en mærkbart ringere styring af nettorisikoen, vil det fortsat være nødvendigt at sikre, at den resulterende

nettofordeling er hensigtsmæssig ud fra en sædvanlig afvejning af risiko og afkast.

Tabel 10.3.1. Eksempel på neutralfordelinger for statens valutagæld og Nationalbankens valutareserve.

	USD	JPY	GBP	CHF	EMS
	Mia.kr.				
Statens valutagæld	2,0	2,5	3,0	2,0	rest _{stat}
Nationalbankens valutareserve	4,0	0,0	2,0	0,0	rest _{Nb}
Implicit nettovalutafordeling . .	-2,0	2,5	1,0	2,0	rest _{stat} - rest _{Nb}

To fordelinger i stedet for én må i gennemsnit formodes at føre til en lidt højere nettorisiko alene af den grund, at når der i det daglige styres på to uafhængige bruttofordelinger, vil nettopositionerne udvise større variabilitet, end når der styres direkte på nettofordelingen. Forudsat at der fastsættes rammer omkring bruttofordelingerne af samme størrelsesorden som for nettogældens neutralfordeling, må stigningen i risikoen dog i praksis vurderes at være begrænset.

Koordineret bruttostyring har først og fremmest sin berettigelse, såfremt den daglige styring af henholdsvis statens og Nationalbankens valutaeksponering foregår i to adskilte institutioner, som det ses i en række andre lande. Herhjemme er den daglige styring imidlertid samlet i Nationalbanken, hvilket gør det relativt ubesværet at operere med egentlig nettostyring.

10.4. Sammenfatning og konklusion

Samstyringen af statens og Nationalbankens valutakursrisiko har i de forløbne seks år fungeret tilfredsstillende. Væsentligst har samstyringen sikret, at valutakurstab og -gevinster hos henholdsvis staten og Nationalbanken i langt højere grad end tidligere opvejer hinanden.

Efter samstyringens første år er der sket en gradvis reduktion af den risiko, som er forbundet med nettogældens neutralfordeling. Samtidig er Nationalbankens løbende kortsigtede positionstagning blevet mere forsigtig. Denne udvikling i retning af en betydeligt lavere nettorisiko må generelt ses som et udtryk for en forøget risikoaversion.

Dertil kommer, at de mere risikofyldte valutaers andel af bruttova-
lutafordelingerne er blevet nedbragt og erstattet med en større andel af
DEM. Statens og Nationalbankens bruttorisiko er derved - i lighed med
nettorisikoen - blevet reduceret.

Nettogælden blev i løbet af 1997 til et nettotilgodehavende som føl-
ge af Nationalbankens betydelige opkøb af valuta. Det har imidlertid ik-
ke ændret ved det grundlæggende behov for samstyring af valutakursri-
sikoen. Omlægningen af bruttofordelingerne fra specielt USD, CHF og
GBP til DEM har nok mindsket, men ikke fjernet behovet for samsty-
ring, idet de tilbageværende bruttorisici fortsat er betragtelige.

ØMU'ens start i 1999 indebærer, at DEM bliver erstattet af euro som
den mindst risikofyldte valuta, jf. også kapitel 9, men det påvirker i sig
selv hverken principperne bag eller hensigtsmæssigheden ved nettosty-
ringen.

Selv om de ydre omstændigheder har ændret sig - og også fremover
vil ændre sig - tjener den valutamæssige samstyring fortsat et væsentligt
formål.

Bilagstabeller

Bilagstabel 1.

Statsgælden ved udgangen af finansårene 1987 til 1997.

Mill.kr.	1987	1988	1989
A. Lån			
I. Indenlandske lån i DKK ¹⁾			
1. obligationer, fast forrentede	243.212	215.492	221.592
obligationer, variabelt forrentede	56.935	82.785	88.410
2. præmieobligationer	1.200	1.200	1.200
3. bunden opsparing	1.464	1.425	1.375
4. statsgældsbeviser	43.675	54.085	64.550
5. skatkammerbeviser	-	-	-
6. beholdning af egne obligationer	-21	- 18	- 11
I alt indenlandske lån i DKK	346.465	354.969	377.116
II. Indenlandske lån i XEU ²⁾			
1. obligationer, fast forrentede	-	-	-
2. beholdning af egne obligationer	-	-	-
I alt indenlandsk nettogæld	346.465	354.969	377.116
III. Udenlandske lån			
1. i USD	44.637	32.983	27.624
2. i CHF	16.572	20.452	17.919
3. i DEM	26.799	29.374	30.034
4. i XEU	10.191	14.480	16.970
5. i JPY	13.781	12.718	10.156
6. i andre valutaer samt flermøntede	15.657	14.326	13.328
7. beholdning af egne obligationer ³⁾	-1.516	-1.569	-1.574
I alt udenlandsk nettogæld	126.121	122.764	114.457
I alt inden- og udenlandske lån	472.586	477.733	491.573
Inden- og udenlandske lån i pct. af BNP	67,5	65,3	64,1
B. Indestående i Danmarks Nationalbank	-57.960	-39.855	-35.254
C. Den Sociale Pensionsfond			
1. statspapirer	-27.667	-27.009	-30.212
2. andre værdipapirer	-73.091	-79.215	-81.164
I alt Den Sociale Pensionsfond, nominelt	-100.758	-106.224	-111.376
Samlet statsgæld, netto (A-B-C)	313.868	331.654	344.943
Samlet statsgæld, netto, i pct. af BNP	44,8	45,3	45,0

Note: + = passiver, - = aktiver.

¹⁾ Ekskl. papirer i statens beholdning under locationswap-ordningen, jf. bilagstabel 8.

²⁾ I forbindelse med overgangen til nye regnskabsprincipper i 1998 omdefineres statens 8,5 pct. stående ecu-lån 2002 fra indenlandsk til udenlandsk statsgæld.

³⁾ Bogført til anskaffelsesværdi, jf. statsregnskabet. Fra og med 1993 er der foretaget valutakursregulering.

1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
229.221	252.481	316.690	357.346	409.565	466.608	516.812	556.874
85.010	85.010	57.147	41.241	30.345	20.722	16.760	9.848
1.200	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200
864	392	-	-	-	-	-	-
68.850	74.050	71.150	94.200	111.705	102.697	84.499	49.140
21.350	49.250	55.485	58.339	56.238	58.385	51.234	50.001
- 5	-1	0	-	-	-	-	-
406.490	462.382	501.672	552.326	609.053	649.612	670.505	667.063
-	-	9.827	9.824	9.697	9.244	9.597	6.634
-	-	-	-	-970	-1.138	-2.372	-
406.490	462.382	511.499	562.150	617.781	657.719	677.730	673.697
15.556	17.103	37.802	50.889	24.912	6.425	4.562	1.514
21.033	15.785	13.952	20.914	18.393	13.836	6.178	3.974
36.700	28.464	23.758	47.223	42.772	49.476	81.070	86.921
18.103	18.025	14.942	9.364	5.576	6.778	-2.934	-4.212
3.597	1.866	3.159	5.612	10.419	9.329	2.396	1.047
24.112	11.096	11.019	31.610	29.494	25.319	17.209	14.369
-1.126	-1.374	-1.151	-1.338	-1.784	-5.516	-6.986	-
117.975	90.965	103.482	164.274	129.782	105.647	101.495	103.613
524.465	553.347	614.981	726.424	747.563	763.366	779.225	777.310
65,6	66,8	72,2	83,0	77,8	75,5	73,1	69,0
-45.206	-11.649	-30.927	-88.781	-55.266	-33.677	-31.052	-30.727
-36.193	-38.872	-43.611	-45.270	-50.143	-68.889	-83.435	-92.453
-82.254	-86.836	-88.583	-93.105	-96.689	-82.517	-65.336	-54.368
-118.447	-125.708	-132.194	-138.375	-146.832	-151.406	-148.772	-146.821
360.812	415.990	451.860	499.268	545.465	578.283	599.401	599.762
45,2	50,2	53,1	57,1	56,8	57,2	56,3	53,2

Bilagstabel 2.

Indenlandske statslån optaget i 1997.¹⁾

Nr. 264, 7 pct. stående lån 2024

Udstedt beløb i 1997, mill.kr.	4.330
Rentetermin	10.nov.
Fondskode	0991813
Udstedelse påbegyndt	6.apr.1994
Lånet afdrages i sin helhed	10.nov.2024

Nr. 279, 7 pct. stående lån 2007

Udstedt beløb i 1997, mill.kr.	25.560
Rentetermin	15.nov.
Fondskode	0991902
Udstedelse påbegyndt	10.apr.1996
Lånet afdrages i sin helhed	15.nov.2007

Nr. 280, 6 pct. stående lån 2002

Udstedt beløb i 1997, mill.kr.	10.390
Rentetermin	15.nov.
Fondskode	0991910
Udstedelse påbegyndt	18.jun.1996
Lånet afdrages i sin helhed	15.nov.2002

Nr. 281, Skatkammerbevis 1997 II

Udstedt beløb i 1997, mill.kr.	4.348
Rentetermin	-
Fondskode	0980617
Udstedelse påbegyndt	1.jul.1996
Lånet afdrages i sin helhed	1.apr.1997

Nr. 282, 6,00 pct. statsgældsbevis 1999 I

Udstedt beløb i 1997, mill.kr.	2.975
Rentetermin	15.feb.
Fondskode	0991929
Udstedelse påbegyndt	2.jul.1996
Lånet afdrages i sin helhed	15.feb.1999

Nr. 283, Skatkammerbevis 1997 III

Udstedt beløb i 1997, mill.kr.	11.148
Rentetermin	-
Fondskode	0980625
Udstedelse påbegyndt	1.okt.1996
Lånet afdrages i sin helhed	1.jul.1997

Nr. 284, Skatkammerbevis 1997 IV

Udstedt beløb i 1997, mill.kr.	22.142
Rentetermin	-
Fondskode	0980633
Udstedelse påbegyndt	2.jan.1997
Lånet afdrages i sin helhed	1.okt.1997

Nr. 285, 4,00 pct. statsgældsbevis 2000 I

Udstedt beløb i 1997, mill.kr.	14.965
Rentetermin	15.feb.
Fondskode	0991937
Udstedelse påbegyndt	7.jan.1997
Lånet afdrages i sin helhed	15.feb.2000

Nr. 286, 5 pct. stående lån 2005

Udstedt beløb i 1997, mill.kr.	17.790
Rentetermin	15.aug.
Fondskode	0991945
Udstedelse påbegyndt	14.jan.1997
Lånet afdrages i sin helhed	15.aug.2005

Nr. 287, Skatkammerbevis 1998 I

Udstedt beløb i 1997, mill.kr.	26.547
Rentetermin	-
Fondskode	0980641
Udstedelse påbegyndt	1.apr.1997
Lånet afdrages i sin helhed	2.feb.1998

Nr. 288, Skatkammerbevis 1998 II

Udstedt beløb i 1997, mill.kr.	16.309
Rentetermin	-
Fondskode	0980668
Udstedelse påbegyndt	1.jul.1997
Lånet afdrages i sin helhed	1.maj 1998

Nr. 289, Skatkammerbevis 1998 III

Udstedt beløb i 1997, mill.kr.	7.745
Rentetermin	-
Fondskode	0980676
Udstedelse påbegyndt	1.okt.1997
Lånet afdrages i sin helhed	3.aug.1998

¹⁾ Ekskl. papirer i statens beholdning under locationswap-ordningen, jf. bilagstabel 8.

Bilagstabel 3.

Udenlandske statslån mv. optaget i 1997 (ekskl. Commercial Paper - CP).¹⁾

Nr. 780, Lån

Acceptdato	27. november 1996
Hjemtagelsesdato	7. januar 1997
Udløbsdato	7. januar 2002
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån udstedt under statens EMTN-program
Ledende bank	Trinkaus & Burkhardt Kommanditgesellschaft, Düsseldorf
Nominelt lånebeløb	DEM 500.000.000
Nominel rente	4,75 pct. p.a.
Emissionskurs	101,30
Kommissioner	2,03 pct.
Andre omkostninger	Ingen
Effektiv rente	4,918 pct. p.a.
Indfrielseskurs	100
Førtidig indfrielse	Ikke mulig
Lånebeløb i DKK	7. januar 1997: DEM 496.350.000 à DKK 382,15 = DKK 1.896.801.525.

Nr. 787, Assetswap

Acceptdato	17. december 1996	
Startdato	3. januar 1997	
Udløbsdato	23. juli 1998	
Modpart	ABN AMRO Bank N.V., London	
	Staten betaler	Staten modtager
	ydelse svarende til	ydelse svarende til
Hovedstole	JPY 570.000.000	DEM 7.755.102
Rente	6,80 pct. p.a.	6-mdrs. DEM-Libor +0,02 pct. p.a.
Omkostninger	Ingen	
Udveksling af hovedstole	Ved aftalens start og afslutning.	
Bemærkning	Assetswap på opkøb i lån nr. 726. JPY-hovedstol tilbagebetales med AUD 6.577.423,80.	

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. 793, Lån med tilknyttet swapLån:

Acceptdato	10. januar 1997
Hjemtagelsesdato	23. januar 1997
Udløbsdato	23. december 2002
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån udstedt under statens EMTN-program
Ledende bank	Paine Webber International (U.K.) Ltd., London
Nominelt lånebeløb	USD 300.000.000
Nominel rente	0 pct. p.a.
Emissionskurs	69,10
Kommissioner	0,207 pct.
Andre omkostninger	Ingen
Indfrielseskurs	100
Førtidig indfrielse	Ikke mulig

Swap:

Startdato	23. januar 1997
Indhold	Alle forpligtelser i henhold til lånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet stående lån i DEM med samme løbetid.
Swapmodpart	Barclays Bank PLC, London
Hovedstol	DEM 326.552.820
Nominel rente	6-mdrs. DEM-Libor -0,22 pct. p.a.
Effektiv rente	0,22 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6-mdrs. DEM-Libor.
Lånebeløb i DKK	23. januar 1997: DEM 326.552.820 à DKK 381,30 = DKK 1.245.145.903.

Nr. 794, Lån med tilknyttet swapLån:

Acceptdato	13. januar 1997
Hjemtagelsesdato	29. januar 1997
Udløbsdato	29. januar 2007
Lånetype	Private placement - Reverse Dual Currency JPY/GBP - udstedt under statens EMTN-program
Ledende bank	Daiwa Europe Ltd., London
Nominelt lånebeløb	JPY 1.000.000.000
Nominel rente	Rentebeløbet pr. denomination JPY 100.000.000 fastlægges som: {39.662,23 x FX JPY/GBP} minus JPY 3.750.000, hvor FX JPY/GBP er antallet af JPY pr. GBP efter kursen 5 bankdage før betalingsdatoen. De enkelte rentebeløb kan ikke blive mindre end nul.
Emissionskurs	100,35
Kommissioner	0,35 pct.
Andre omkostninger	Ingen

Nr. 794 fortsat

Indfrielseskurs	100
Førtidig indfrielse	Ikke mulig

Swap:

Startdato	29. januar 1997
Indhold	Alle forpligtelser i henhold til lånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet stående lån i DEM med samme løbetid.
Swapmodpart	Generel Re Financial Products Corporation, New York
Hovedstol	DEM 13.630.000
Nominel rente	6-mdrs. DEM-Libor -0,25 pct. p.a. mod lånets renteforpligtelse.
Effektiv rente	0,25 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6-mdrs. DEM-Libor.
Lånebeløb i DKK	29. januar 1997: DEM 13.630.000 à DKK 381,27 = DKK 51.967.101.

Nr. 795, LånOprindeligt lån:

Acceptdato	13. januar 1997
Hjemtagelsesdato	24. januar 1997
Udløbsdato	24. juni 2002
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån udstedt under statens EMTN-program
Ledende bank	Credit Suisse First Boston Aktiengesellschaft, Frankfurt am Main
Nominelt lånebeløb	DEM 500.000.000
Nominel rente	4,75 pct. p.a.
Emissionskurs	99,816
Kommissioner	0,25 pct.
Andre omkostninger	Ingen
Effektiv rente	4,849 pct. p.a.
Indfrielseskurs	100
Førtidig indfrielse	Ikke mulig
Lånebeløb i DKK	24. januar 1997: DEM 497.830.000 à DKK 381,12 = DKK 1.897.326.696.

Forhøjelse:

Acceptdato	12. november 1997
Hjemtagelsesdato	1. december 1997
Udløbsdato	24. juni 2002
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån udstedt under statens EMTN-program
Ledende bank	Paribas (Deutschland) OHG, Frankfurt am Main
Nominelt lånebeløb	DEM 200.000.000
Nominel rente	4,75 pct. p.a.
Emissionskurs	98,64

Nr. 795 fortsat

Kommissioner	0,25 pct.
Andre omkostninger	DEM 50.000
Effektiv rente	5,144 pct. p.a.
Indfrielseskurs	100
Førtidig indfrielse	Ikke mulig
Lånebeløb i DKK	1. december 1997: DEM 196.730.000 à DKK 380,68 = DKK 748.911.764.

Nr. 796, Lån med tilknyttet swapLån:

Acceptdato	13. januar 1997
Hjemtagelsesdato	12. februar 1997
Udløbsdato	12. februar 2004
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån
Ledende bank	Merrill Lynch Capital Markets AG, Zürich
Nominelt lånebeløb	CHF 200.000.000
Nominel rente	2,25 pct. p.a.
Emissionskurs	101,75
Kommissioner	2,5625 pct.
Andre omkostninger	Ingen
Tilbagebetaling	Struktureret: Hvis DEM, USD eller GBP styrkes over for CHF, vil afdraget blive forøget svarende til den procentvise styrkelse af den "stærkeste" valuta. Indfrielseskursen fastsættes den 5. februar 2004.
Førtidig indfrielse	Ikke mulig

Swap:

Startdato	12. februar 1997
Indhold	Alle forpligtelser i henhold til lånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet stående lån i DEM med samme løbetid.
Swapmodpart	Merrill Lynch Derivative Products, Zürich
Hovedstol	DEM 228.674.351
Nominel rente	6-mdrs. DEM-Libor -0,26 pct. p.a. mod lånets renteforpligtelse.
Effektiv rente	0,26 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6-mdrs. DEM-Libor.
Lånebeløb i DKK	12. februar 1997: DEM 228.674.351 à DKK 381,30 = DKK 871.935.300.

Nr. 797, Lån med tilknyttet swapLån:

Acceptdato	23. januar 1997
Hjemtagelsesdato	18. februar 1997
Udløbsdato	18. august 2000

Nr. 797 fortsat

Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån udstedt under statens EMTN-program
Ledende banker	IBJ International plc, London New Japan Securities Europe Limited, London
Nominelt lånebeløb	USD 210.000.000
Nominel rente	5,72 pct. p.a., halvårlig betaling
Emissionskurs	100
Kommissioner	1,20 pct.
Andre omkostninger	Ingen
Indfrielseskurs	100
Førtidig indfrielse	Ikke mulig

Swap:

Startdato	18. februar 1997
Indhold	Alle forpligtelser i henhold til lånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet stående lån i DEM med samme løbetid.
Swapmodpart	Morgan Guaranty Trust Company of New York, London
Hovedstol	DEM 333.270.000
Nominel rente	6-mdrs. DEM-Libor -0,34 pct. p.a. mod lånets renteforpligtelse.
Effektiv rente	0,34 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6-mdrs. DEM-Libor.
Lånebeløb i DKK	18. februar 1997: DEM 333.270.000 à DKK 381,17 = DKK 1.270.325.259.

Nr. 798, Renteswap

Acceptdato	16. januar 1997	
Startdato	23. januar 1997	
Udløbsdato	23. december 2002	
Modpart	Deutsche Bank AG, Frankfurt	
	Staten betaler	Staten modtager
	ydelser svarende til	ydelser svarende til
Hovedstole	DEM 326.552.000	DEM 326.552.000
Rente	4,885 pct. p.a.	6-mdrs. DEM-Libor -0,22 pct. p.a.
Omkostninger	Ingen	
Udveksling af hovedstole	Ingen	
Bemærkning	Denne swap er knyttet til lån nr. 793.	

Nr. 799, Renteswap

Acceptdato	20. januar 1997
Startdato	29. januar 1997
Udløbsdato	29. januar 2007

Nr. 799 fortsat

Modpart	Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale, London	
	Staten betaler	Staten modtager
	ydelse svarende til	ydelse svarende til
Hovedstole	DEM 13.630.000	DEM 13.630.000
Rente	5,73 pct. p.a.	6-mdrs. DEM-Libor -0,25 pct. p.a.
Omkostninger	Ingen	
Udveksling af hovedstole .	Ingen	
Bemærkning	Denne swap er knyttet til lån nr. 794.	

Nr. 800, Renteswap

Acceptdato	21. januar 1997	
Startdato	12. februar 1997	
Udløbsdato	12. februar 2004	
Modpart	Société Générale, Paris	
	Staten betaler	Staten modtager
	ydelse svarende til	ydelse svarende til
Hovedstole	DEM 228.674.352	DEM 228.674.352
Rente	5,275 pct. p.a.	6-mdrs. DEM-Libor -0,26 pct. p.a.
Omkostninger	Ingen	
Udveksling af hovedstole .	Ingen	
Bemærkning	Denne swap er knyttet til lån nr. 796.	

Nr. 801, Assetswap

Acceptdato	21. januar 1997	
Startdato	30. januar 1997	
Udløbsdato	24. april 1999	
Modpart	Morgan Guaranty Trust Company of New York, London	
	Staten betaler	Staten modtager
	ydelse svarende til	ydelse svarende til
Hovedstole	AUD 7.330.000	DEM 9.273.725
Rente	7,75 pct. p.a.	6-mdrs. DEM-Libor +0,02 pct. p.a.
Omkostninger	Ingen	
Udveksling af hovedstole .	Ved aftalens start og afslutning.	
Bemærkning	Assetswap på opkøb i lån nr. 712.	

Nr. 802, Lån med tilknyttet swapLån:

Acceptdato	31. januar 1997
Hjemtagelsesdato	24. februar 1997

Nr. 802 fortsat

Udløbsdato	30. december 2002
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån udstedt under statens EMTN-program
Ledende bank	The Toronto-Dominion Bank, London
Nominelt lånebeløb	CAD 100.000.000
Nominel rente	6,00 pct. p.a.
Emissionskurs	101,81
Kommissioner	1,91 pct.
Andre omkostninger	Ingen
Indfrielseskurs	100
Førtidig indfrielse	Ikke mulig

Swap:

Startdato	24. februar 1997
Indhold	Alle forpligtelser i henhold til lånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet stående lån i DEM med samme løbetid.
Swapmodpart	The Toronto-Dominion Bank, Toronto
Hovedstol	DEM 121.500.000
Nominel rente	6-mdrs. DEM-Libor -0,26 pct. p.a. mod lånets renteforpligtelse.
Effektiv rente	0,26 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6-mdrs. DEM-Libor.
Lånebeløb i DKK	24. februar 1997: DEM 121.500.000 à DKK 381,61 = DKK 463.656.150.

Nr. 803, Valutaterminsforretning

Acceptdato	4. februar 1997
Startdato	4. februar 1997
Udløbsdato	20. februar 1997
Modpart	Danmarks Nationalbank

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	0	0
Rente	Ingen	Ingen
Omkostninger	Ingen	

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 164.028.000	USD 100.000.000

Bemærkning Terminsforretning knyttet til CP-udstedelse.

Nr. 804, Valutaterminsforretning

Acceptdato	5. februar 1997
------------	-----------------

Nr. 804 fortsat

Startdato 5. februar 1997
 Udløbsdato 21. februar 1997
 Modpart Danmarks Nationalbank

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	0	0
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger Ingen

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 41.099.250	USD 25.000.000

Bemærkning Terminsforretning knyttet til CP-udstedelse.

Nr. 805, Valutaterminsforretning

Acceptdato 5. februar 1997
 Startdato 5. februar 1997
 Udløbsdato 21. februar 1997
 Modpart Danmarks Nationalbank

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	0	0
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger Ingen

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 230.155.800	USD 140.000.000

Bemærkning Terminsforretning knyttet til CP-udstedelse.

Nr. 806, Assetswap

Acceptdato 17. juli 1997
 Startdato 3. august 1997
 Udløbsdato 3. februar 2000
 Modpart Morgan Guaranty Trust Company of New York, London

	Staten betaler ydelse svarende til	Staten modtager ydelse svarende til
Hovedstole	JPY 14.000.000.000	DEM 191.435.000
Rente	5,60 pct. p.a.	6-mdrs. DEM-Libor +0,01 pct. p.a.

Omkostninger Ingen

Nr. 806 fortsat

Udveksling af hovedstole . Ved aftalens start og afslutning.
 Bemærkning Assetswap på opkøb i lån nr. 764. JPY-hovedstol tilbagebetales med AUD 158.371.080.

I forbindelse med opkøb i lån nr. 764, blev der indgået 8 asset-swaps i perioden februar til maj. Assetswappene har numrene 806, 809, 814, 815, 820, 823, 829, 834. Det blev i juli 1997 besluttet at slå de 8 assetswaps sammen. Den resulterende swap er vist her.

Nr. 807, Renteswap

Acceptdato 7. februar 1997
 Startdato 18. februar 1997
 Udløbsdato 18. august 2002
 Modpart Morgan Guaranty Trust Company of New York, London

	Staten betaler	Staten modtager
	ydelse svarende til	ydelse svarende til
Hovedstole	DEM 333.270.000	DEM 333.270.000
Rente	3,895 pct. p.a.	6-mdrs. DEM-Libor -0,34 pct. p.a.

Omkostninger Ingen
 Udveksling af hovedstole . Ingen
 Bemærkning Denne swap er knyttet til lån nr. 797.

Nr. 808, Assetswap

Acceptdato 17. juli 1997
 Startdato 3. august 1997
 Udløbsdato 29. januar 1999
 Modpart Morgan Guaranty Trust Company of New York, London

	Staten betaler	Staten modtager
	ydelse svarende til	ydelse svarende til
Hovedstole	JPY 2.000.000.000	DEM 27.250.000
Rente	5,85 pct. p.a.	6-mdrs. DEM-Libor +0,01 pct. p.a.

Omkostninger Ingen
 Udveksling af hovedstole . Ved aftalens start og afslutning.
 Bemærkning Assetswap på opkøb i lån nr. 683. JPY-hovedstol tilbagebetales med AUD 12.858.440.

Nr. 808 fortsat

I forbindelse med opkøb i lån nr. 683, blev der indgået 14 asset-swaps i perioden maj 1996 til april 1997. Assetswappene har numrene 715, 718, 722, 724, 728, 730, 740, 751, 753, 759, 765, 773, 808, 827. Det blev i juli 1997 besluttet at slå de 14 asset-swaps sammen. Den resulterende swap har nr. 715 og indebærer, at staten fremover betaler ydelser af en hovedstol på JPY 28.000.000.000 og modtager ydelser af en hovedstol på DEM 395.443.830.

Nr. 810, Lån med tilknyttet swapLån:

Acceptdato	17. februar 1997
Hjemtagelsesdato	13. marts 1997
Udløbsdato	13. marts 2000
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån - Dual Currency JPY/GBP - udstedt under statens EMTN-program
Ledende bank	Morgan Stanley & Co. International Limited, London
Nominelt lånebeløb	JPY 7.000.000.000
Nominel rente	5,40 pct. p.a.
Emissionskurs	100
Kommissioner	1,50 pct.
Andre omkostninger	Ingen
Tilbagebetalingsbeløb	GBP 34.739.460
Førtidig indfrielse	Ikke mulig

Swap:

Startdato	13. marts 1997
Indhold	Alle forpligtelser i henhold til lånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet stående lån i DEM med samme løbetid.
Swapmodpart	Morgan Stanley Derivative Products Inc., New York
Hovedstol	DEM 95.700.000
Nominel rente	6-mdrs. DEM-Libor -0,34 pct. p.a. mod lånets renteforpligtelse.
Effektiv rente	0,34 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6-mdrs. DEM-Libor.
Lånebeløb i DKK	13. marts 1997: DEM 95.700.000 à DKK 381,28 = DKK 364.884.960.

Nr. 811, Lån med tilknyttet swapLån:

Acceptdato	20. februar 1997
Hjemtagelsesdato	14. april 1997

Nr. 811 fortsat

Udløbsdato	1. tranche: 3. april 2000, 2. tranche: 4. april 2000, 3. tranche: 5. april 2000, 4. tranche: 6. april 2000, 5. tranche: 7. april 2000, 6. tranche: 10. april 2000.
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån udstedt under statens EMTN-program
Ledende bank	Union Bank of Switzerland, London
Nominelt lånebeløb	6 trancher à USD 9.500.000, i alt USD 57.000.000
Nominel rente	0 pct. p.a.
Emissionskurs	100
Kommissioner	Ingen
Andre omkostninger	Ingen
Indfrielseskurs	Beregnes efter følgende formel: $100,00 \times \left\{ 1,036576 + 0,9383 \times \left(\max\left(0, \frac{IBEX_{1997-2000} - IBEX_{1997}}{IBEX_{1997}}\right) \right) \right\} \times \frac{FX_{1997}^{ESP/USD}}{FX_{2000}^{ESP/USD}}$ hvor IBEX er det spanske aktieindeks, $IBEX_{1997-2000}$ er gennemsnittet af aktieindekset IBEX i årene 1997-2000, $IBEX_{1997}$ er aktieindeksets værdi ved lånets start, og $FX_{ESP/USD}$ er værdien af 1 USD i ESP, således at sidste led er et valutakorrektionsled, som medfører, at selvom lånet udbetales og tilbagebetales i USD, så er lånet i realiteten et ESP-lån.
Førtidig indfrielse	Ikke mulig
<u>Swap:</u>	
Startdato	14. april 1997
Indhold	Alle forpligtelser i henhold til lånene ombyttes med forpligtelser svarende til seks variabelt forrentede stående lån i DEM med samme løbetid.
Swapmodpart	Union Bank of Switzerland, London
Hovedstol	6 trancher à DEM 16.292.500, i alt DEM 97.755.000
Nominel rente	6-mdrs. DEM-Libor -0,45 pct. p.a.
Effektiv rente	0,45 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6-mdrs. DEM-Libor.
Lånebeløb i DKK	14. april 1997: 6 x DEM 16.292.500 à DKK 380,98 = DKK 372.426.999.

Nr. 812, Renteswap

Acceptdato	26. februar 1997
Startdato	28. februar 1997
Udløbsdato	30. december 2002
Modpart	Morgan Guaranty Trust Company of New York, London

Nr. 812 fortsat

	Staten betaler	Staten modtager
	ydelse svarende til	ydelse svarende til
Hovedstole	DEM 121.500.000	DEM 121.500.000
Rente	4,748 pct. p.a.	6-mdrs. DEM-Libor -0,26 pct. p.a.
Omkostninger	Ingen	
Udveksling af hovedstole .	Ingen	
Bemærkning	Denne swap er knyttet til lån nr. 802.	

Nr. 813, Valutaterminsforretning

Acceptdato	26. februar 1997
Startdato	28. februar 1997
Udløbsdato	30. maj 1997
Modpart	Danmarks Nationalbank

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	USD 209.000.000	DEM 349.155.400
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger	Ingen
--------------------	-------

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 347.263.950	USD 209.000.000

Nr. 816, Valutaterminsforretning

Acceptdato	11. marts 1997
Startdato	11. marts 1997
Udløbsdato	14. april 1997
Modpart	Danmarks Nationalbank

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	0	0
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger	Ingen
--------------------	-------

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 170.290.000	USD 100.000.000

Bemærkning	Terminsforretning knyttet til CP-udstedelse.	
------------------	--	--

Nr. 817, Renteswap

Acceptdato	11. marts 1997
Startdato	13. marts 1997

Nr. 817 fortsat

Udløbsdato	13. marts 2000	
Modpart	Deutsche Bank AG, Frankfurt	
	Staten betaler	Staten modtager
	ydelser svarende til	ydelser svarende til
Hovedstole	DEM 95.700.000	DEM 95.700.000
Rente	3,875 pct. p.a.	6-mdrs. DEM-Libor -0,34 pct. p.a.
Omkostninger	Ingen	
Udveksling af hovedstole .	Ingen	
Bemærkning	Denne swap er knyttet til lån nr. 810.	

Nr. 818, Valutaterminsforretning

Acceptdato	12. marts 1997	
Startdato	12. marts 1997	
Udløbsdato	15. april 1997	
Modpart	Danmarks Nationalbank	
	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	0	0
Rente	Ingen	Ingen
Omkostninger	Ingen	
	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 85.270.000	USD 50.000.000
Bemærkning	Terminsforretning knyttet til CP-udstedelse.	

Nr. 819, Valutaterminsforretning

Acceptdato	18. marts 1997	
Startdato	18. marts 1997	
Udløbsdato	30. april 1997	
Modpart	Danmarks Nationalbank	
	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	0	0
Rente	Ingen	Ingen
Omkostninger	Ingen	
	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 168.370.000	USD 100.000.000

Nr. 819 fortsat

Bemærkning Terminsforretning knyttet til CP-udstedelse.

Nr. 821, Valutaterminsforretning

Acceptdato 19. marts 1997
 Startdato 19. marts 1997
 Udløbsdato 21. april 1997
 Modpart Danmarks Nationalbank

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	0	0
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger Ingen

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 167.944.000	USD 100.000.000

Bemærkning Terminsforretning knyttet til CP-udstedelse.

Nr. 822, Valutaterminsforretning

Acceptdato 20. marts 1997
 Startdato 20. marts 1997
 Udløbsdato 24. april 1997
 Modpart Danmarks Nationalbank

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	0	0
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger Ingen

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 167.294.000	USD 100.000.000

Bemærkning Terminsforretning knyttet til CP-udstedelse.

Nr. 824, Lån med tilknyttet swap

Lån:

Acceptdato 21. marts 1997
 Hjemtagelsesdato 21. april 1997
 Udløbsdato 20. april 2000
 Lånetype Privat placeret obligationslån udstedt under statens EMTN-program
 Ledende bank Yamaichi International Limited, London

Nr. 824 fortsat

Nominelt lånebeløb	.....	USD 400.000.000
Nominel rente	.....	5,90 pct. p.a.
Emissionskurs	.....	99,13
Kommissioner	.....	0,2125 pct.
Andre omkostninger	....	Ingen
Indfrielseskurs	.....	100
Førtidig indfrielse	.....	Ikke mulig

Swap:

Startdato	.....	21. april 1997
Indhold	.....	Alle forpligtelser i henhold til lånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet stående lån i DEM med samme løbetid.
Swapmodpart	.....	Deutsche Bank AG, Frankfurt
Hovedstol	.....	DEM 676.000.000
Nominel rente	.....	6 mdrs. DEM-Libor -0,32 pct. p.a. mod lånets renteforpligtelse.
Effektiv rente	.....	0,32 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6-mdrs. DEM-Libor.
Lånebeløb i DKK	.....	21. april 1997: DEM 676.000.000 à DKK 380,91 = DKK 2.574.951.600.

Nr. 825, Valutaterminsforretning

Acceptdato	.....	2. april 1997
Startdato	.....	2. april 1997
Udløbsdato	.....	4. juni 1997
Modpart	.....	Danmarks Nationalbank

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	0	0
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger		Ingen
--------------	-------	-------

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 233.017.400	USD 140.000.000

Bemærkning		Terminsforretning knyttet til CP-udstedelse.
------------	-------	--

Nr. 826, Valutaterminsforretning

Acceptdato	.....	3. april 1997
Startdato	.....	3. april 1997
Udløbsdato	.....	7. maj 1997
Modpart	.....	Danmarks Nationalbank

Nr. 826 fortsat

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	0	0
Rente	Ingen	Ingen
Omkostninger	Ingen	
	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 83.443.500	USD 50.000.000
Bemærkning	Terminsforretning knyttet til CP-udstedelse.	

Nr. 828, Renteswap

Acceptdato	11. april 1997	
Startdato	15. april 1997	
Udløbsdato	10. april 2000	
Modpart	Union Bank of Switzerland, London	
	Staten betaler	Staten modtager
	ydelse svarende til	ydelse svarende til
Hovedstole	DEM 97.755.000	DEM 97.755.000
Rente	3,775 pct. p.a.	6-mdrs. DEM-Libor -0,45 pct. p.a.
Omkostninger	Ingen	
Udveksling af hovedstole ..	Ingen	
Bemærkning	Denne swap er knyttet til lån nr. 811.	

Nr. 830, Renteswap

Acceptdato	16. april 1997	
Startdato	21. april 1997	
Udløbsdato	20. april 2000	
Modpart	Morgan Guaranty Trust Company of New York, London	
	Staten betaler	Staten modtager
	ydelse svarende til	ydelse svarende til
Hovedstole	DEM 676.000.000	DEM 676.000.000
Rente	3,897 pct. p.a.	6-mdrs. DEM-Libor -0,32 pct. p.a.
Omkostninger	Ingen	
Udveksling af hovedstole ..	Ingen	
Bemærkning	Denne swap er knyttet til lån nr. 824.	

Nr. 831, Valutaterminsforretning

Acceptdato	16. april 1997
Startdato	16. april 1997

Nr. 831 fortsat

Udløbsdato 16. maj 1997
 Modpart Danmarks Nationalbank

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	0	0
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger Ingen

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 37.863.100	USD 22.000.000

Bemærkning Terminsforretning knyttet til CP-udstedelse.

Nr. 832, Valutaterminsforretning

Acceptdato 21. april 1997
 Startdato 21. april 1997
 Udløbsdato 23. maj 1997
 Modpart Danmarks Nationalbank

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	0	0
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger Ingen

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 118.982.500	USD 70.000.000

Bemærkning Terminsforretning knyttet til CP-udstedelse.

Nr. 833, Lån med tilknyttet swapLån:

Acceptdato 28. april 1997
 Hjemtagelsesdato 22. maj 1997
 Udløbsdato 22. maj 2000
 Lånetype Offentligt emitteret obligationslån udstedt under statens EMTN-program
 Ledende bank Nomura International Plc, London
 Nominelt lånebeløb GBP 100.000.000
 Nominel rente 6,25 pct. p.a.
 Emissionskurs 100,155
 Kommissioner 1,375 pct.
 Andre omkostninger Ingen

Nr. 833 fortsat

Indfrielseskurs	100
Førtidig indfrielse	Ikke mulig

Swap:

Startdato	22. maj 1997
Indhold	Alle forpligtelser i henhold til lånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet stående lån i DEM med samme løbetid.
Swapmodpart	Credit Suisse Financial Products, London
Hovedstol	DEM 277.000.000
Nominel rente	6-mdrs. DEM-Libor -0,32 pct. p.a. mod lånets renteforpligtelse.
Effektiv rente	0,32 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6-mdrs. DEM-Libor.
Lånebeløb i DKK	22. maj 1997: DEM 277.000.000 à DKK 380,85 = DKK 1.054.954.500.

Nr. 835, Lån med tilknyttet swapLån:

Acceptdato	9. maj 1997
Hjemtagelsesdato	27. juni 1997
Udløbsdato	27. juni 2007
Låntype	Privat placering
Ledende bank	Chase Manhattan International, Ltd., London
Nominelt lånebeløb	JPY 5.000.000.000
Nominel rente	2,63 pct. p.a.
Emissionskurs	100
Kommissioner	Ingen
Andre omkostninger	Ingen
Indfrielseskurs	100
Førtidig indfrielse	Ikke mulig

Swap:

Startdato	27. juni 1997
Indhold	Alle forpligtelser i henhold til lånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet stående lån i DEM med samme løbetid.
Swapmodpart	General Re Financial Products Corporation, New York
Hovedstol	DEM 69.434.800
Nominel rente	3-mdrs. DEM-Libor -0,22 pct. p.a. mod lånets renteforpligtelse.
Effektiv rente	0,22 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 3-mdrs. DEM-Libor.
Lånebeløb i DKK	27. juni 1997: DEM 69.434.800 à DKK 380,87 = DKK 264.456.323.

Nr. 836, Renteswap

Acceptdato	16. maj 1997	
Startdato	22. maj 1997	
Udløbsdato	22. maj 2000	
Modpart	Westdeutsche Landesbank Girozentrale, Düsseldorf	
	Staten betaler	Staten modtager
	ydelser svarende til	ydelser svarende til
Hovedstole	DEM 277.000.000	DEM 277.000.000
Rente	3,775 pct. p.a.	6-mdrs. DEM-Libor -0,32 pct. p.a.
Omkostninger	Ingen	
Udveksling af hovedstole	Ingen	
Bemærkning	Denne swap er knyttet til lån nr. 833.	

Nr. 837, Lån med tilknyttet swapLån:

Acceptdato	16. maj 1997
Hjemtagelsesdato	3. juli 1997
Udløbsdato	1. tranche: 22. januar 2001, 2. tranche: 23. januar 2001 3. tranche: 24. januar 2001, 4. tranche 25. januar 2001 5. tranche: 26. januar 2001, 6. tranche 29. januar 2001
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån udstedt under statens EMTN-program
Ledende bank	Merrill Lynch International, London
Nominelt lånebeløb	6 trancher à USD 16.260.000, i alt USD 97.560.000
Nominel rente	Een kupon ved udløb, der beregnes efter følgende formel: $19,83\% \times (F_s/F_m)$, hvor F_s er spotkursen for USD i ESP på acceptdagen og F_m er spotkursen mellem USD og ESP to dage før udløbsdagen.
Emissionskurs	100
Kommissioner	Ingen
Andre omkostninger	Ingen
Indfrielseskurs	Beregnes efter følgende formel: $100\% \times (F_s/F_m)$
Førtidig indfrielse	Ikke mulig
Bemærkning	Lånets betalinger sker i USD, men valutakorrektionsleddet F_s/F_m indebærer, at der i realiteten er tale om et ESP-lån.

Swap:

Startdato	3. juli 1997
Indhold	Alle forpligtelser i henhold til lånene ombyttes med forpligtelser svarende til seks variabelt forrentede stående lån i DEM med samme løbetid.
Swapmodpart	Merrill Lynch Derivative Products AG, Zürich
Hovedstol	6 trancher à DEM 27.675.000, i alt DEM 166.050.000

Nr. 837 fortsat

Nominel rente	6-mdrs. DEM-Libor -0,32 pct. p.a. mod lånenes renteforpligtelser.
Effektiv rente	0,32 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6-mdrs. DEM-Libor.
Lånebeløb i DKK	3. juli 1997: DEM 166.050.000 à DKK 380,68 = DKK 632.119.140.

Nr. 838, Lån med tilknyttet swapLån:

Acceptdato	21. maj 1997
Hjemtagelsesdato	19. juni 1997
Udløbsdato	20. juni 2007
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån - Reverse Dual Currency JPY/AUD - udstedt under statens EMTN-program
Ledende bank	IBJ International Plc, London
Nominelt lånebeløb	JPY 3.000.000.000
Nominel rente	3,46 pct. p.a. af AUD 33.860.000
Emissionskurs	100,20
Kommissioner	0,20 pct.
Andre omkostninger	Ingen
Indfrielseskurs	100
Førtidig indfrielse	Ikke mulig

Swap:

Startdato	19. juni 1997
Indhold	Alle forpligtelser i henhold til lånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet stående lån i DEM med samme løbetid.
Swapmodpart	Morgan Guaranty Trust Company of New York, London
Hovedstol	DEM 44.340.000
Nominel rente	6-mdrs. DEM-Libor -0,22 pct. p.a. mod lånets renteforpligtelse.
Effektiv rente	0,22 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6-mdrs. DEM-Libor.
Lånebeløb i DKK	19. juni 1997: DEM 44.340.000 à DKK 380,70 = DKK 168.802.380.

Nr. 839, Valutaterminsforretning

Acceptdato	22. maj 1997
Startdato	22. maj 1997
Udløbsdato	3. juni 1997
Modpart	Danmarks Nationalbank

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	0	0
Rente	Ingen	Ingen

Nr. 839 fortsat

Omkostninger Ingen

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 135.452.000	USD 80.000.000

Bemærkning Terminsforretning knyttet til CP-udstedelse.

Nr. 840, Valutaterminsforretning

Acceptdato	22. maj 1997
Startdato	22. maj 1997
Udløbsdato	27. juni 1997
Modpart	Danmarks Nationalbank

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	0	0
Rente	Ingen	Ingen

Omkostninger Ingen

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 194.396.000	USD 115.000.000

Bemærkning Terminsforretning knyttet til CP-udstedelse.

Nr. 841, Lån med tilknyttet swapLån:

Acceptdato	3. juni 1997
Hjemtagelsesdato	17. juni 1997
Udløbsdato	17. juni 2003
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån udstedt under statens EMTN-program
Ledende bank	ABN AMRO Hoare Govett, London
Nominelt lånebeløb	USD 500.000.000
Nominel rente	6,625 pct. p.a.
Emissionskurs	101,196
Kommissioner	1,881 pct.
Andre omkostninger	Ingen
Indfrielseskurs	100
Førtidig indfrielse	Ikke mulig

Swap:

Startdato	17. juni 1997
-----------------	---------------

Nr. 841 fortsat

Indhold	Alle forpligtelser i henhold til lånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet stående lån i DEM med samme løbetid.
Swapmodpart	ABN AMRO Bank N.V., Amsterdam
Hovedstol	DEM 862.500.000
Nominel rente	6-mdrs. DEM-Libor -0,19 pct. p.a. mod lånets renteforpligtelse.
Effektiv rente	0,19 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6-mdrs. DEM-Libor.
Lånebeløb i DKK	17. juni 1997: DEM 862.500.000 à DKK 380,70 = DKK 3.283.537.500.

Nr. 842, Renteswap

Acceptdato	4. juni 1997	
Startdato	27. juni 1997	
Udløbsdato	27. juni 2007	
Modpart	SBCM Derivative Products, London	
	Staten betaler	Staten modtager
	ydelse svarende til	ydelse svarende til
Hovedstole	DEM 69.434.800	DEM 69.434.800
Rente	5,826 pct. p.a.	3-mdrs. DEM-Libor -0,22 pct. p.a.
Omkostninger	Ingen	
Udveksling af hovedstole	Ingen	
Bemærkning	Denne swap er knyttet til lån nr. 835.	

Nr. 843, Renteswap

Acceptdato	6. juni 1997	
Startdato	17. juni 1997	
Udløbsdato	17. juni 2003	
Modpart	Union Bank of Switzerland, London	
	Staten betaler	Staten modtager
	ydelse svarende til	ydelse svarende til
Hovedstole	DEM 862.500.000	DEM 862.500.000
Rente	5,0625 pct. p.a.	6-mdrs. DEM-Libor -0,19 pct. p.a.
Omkostninger	Ingen	
Udveksling af hovedstole	Ingen	
Bemærkning	Denne swap er knyttet til lån nr. 841.	

Nr. 844, Renteswap

Acceptdato	13. juni 1997
Startdato	19. juni 1997

Nr. 844 fortsat

Udløbsdato	20. juni 2007	
Modpart	Société Générale, Paris	
	Staten betaler	Staten modtager
	ydelser svarende til	ydelser svarende til
Hovedstole	DEM 44.340.000	DEM 44.340.000
Rente	5,6925 pct. p.a.	6-mdrs. DEM-Libor -0,22 pct. p.a.
Omkostninger	Ingen	
Udveksling af hovedstole .	Ingen	
Bemærkning	Denne swap er knyttet til lån nr. 838.	

Nr. 845, Lån

Acceptdato	16. juni 1997
Hjemtagelsesdato	30. juni 1997
Udløbsdato	15. december 2003
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån
Ledende bank	Deutsche Bank AG, London
Nominelt lånebeløb	DEM 500.000.000
Nominel rente	5 pct. p.a.
Emissionskurs	101,745
Kommissioner	2,125 pct.
Andre omkostninger	DEM 90.000
Effektiv rente	5,079 pct. p.a.
Indfrielseskurs	100
Førtidig indfrielse	Ikke mulig
Lånebeløb i DKK	30. juni 1997: DEM 500.000.000 à DKK 380,97 = DKK 1.904.850.000.
Bemærkning	Efterfølgende er DEM 190.000.000 omlagt til et Schuldschein-lån, indgået på samme betingelser som det oprindelige lån.

Nr. 846, Lån med tilknyttet swapLån:

Acceptdato	26. juni 1997
Hjemtagelsesdato	17. juli 1997
Udløbsdato	17. juli 2001
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån udstedt under statens EMTN-program
Ledende bank	Deutsche Morgan Grenfell, London
Nominelt lånebeløb	USD 300.000.000
Nominel rente	6,375 pct. p.a.
Emissionskurs	99,852
Kommissioner	0,225 pct.
Andre omkostninger	USD 20.100

Nr. 846 fortsat

Indfrielseskurs	100
Førtidig indfrielse	Ikke mulig

Swap:

Startdato	17. juli 1997
Indhold	Alle forpligtelser i henhold til lånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet stående lån i DEM med samme løbetid.
Swapmodpart	Deutsche Bank AG, Frankfurt
Hovedstol	DEM 517.680.000
Nominel rente	6-mdrs. DEM-Libor -0,222 pct. p.a. mod lånets renteforpligtelse.
Effektiv rente	0,222 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6-mdrs. DEM-Libor.
Lånebeløb i DKK	17. juli 1997: DEM 517.680.000 à DKK 381,00 = DKK 1.972.360.800.

Nr. 847, Renteswap

Acceptdato	1. juli 1997
Startdato	3. juli 1997
Udløbsdato	29. januar 2001
Modpart	Morgan Guaranty Trust Company of New York, London

	Staten betaler	Staten modtager
	ydelse svarende til	ydelse svarende til
Hovedstole	DEM 166.050.000	DEM 166.050.000
Rente	3,992 pct. p.a.	6-mdrs. DEM-Libor -0,32 pct. p.a.

Omkostninger	Ingen
Udveksling af hovedstole ..	Ingen
Bemærkning	Denne swap er knyttet til lån nr. 837.

Nr. 848, Renteswap

Acceptdato	3. juli 1997
Startdato	17. juli 1997
Udløbsdato	17. juli 2001
Modpart	SBCM Derivative Products Limited, London

	Staten betaler	Staten modtager
	ydelse svarende til	ydelse svarende til
Hovedstole	DEM 517.680.000	DEM 517.680.000
Rente	4,224 pct. p.a.	6-mdrs. DEM-Libor -0,222 pct. p.a.

Omkostninger	Ingen
--------------------	-------

Nr. 848 fortsat

Udveksling af hovedstole . Ingen
Bemærkning Denne swap er knyttet til lån nr. 846.

Nr. 849, Lån med tilknyttet swap

Lån:

Acceptdato	21. august 1997
Hjemtagelsesdato	2. september 1997
Udløbsdato	2. september 2004
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån udstedt under statens EMTN-program
Ledende bank	HSBC Markets Limited, London
Nominelt lånebeløb	USD 500.000.000
Nominel rente	6,25 pct. p.a.
Emissionskurs	98,792
Kommissioner	1,875 pct.
Andre omkostninger	Ingen
Indfrielseskurs	100
Førtidig indfrielse	Ikke mulig

Swap:

Startdato	2. september 1997
Indhold	Alle forpligtelser i henhold til lånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet stående lån i DEM med samme løbetid.
Swapmodpart	The Toronto-Dominion Bank, London
Hovedstol	DEM 926.000.000
Nominel rente	6-mdrs. DEM-Libor -0,167 pct. p.a. mod lånets renteforpligtelse.
Effektiv rente	0,167 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6-mdrs. DEM-Libor.
Lånebeløb i DKK	2. september 1997: DEM 926.000.000 à DKK 380,76 = DKK 3.525.837.600.

Nr. 850, Lån med tilknyttet swap

Lån:

Acceptdato	22. august 1997
Hjemtagelsesdato	10. september 1997
Udløbsdato	10. september 2007
Lånetype	Privat placeret obligationslån udstedt under statens EMTN-program
Ledende bank	Daiwa Europe Limited, London
Nominelt lånebeløb	JPY 2.000.000.000
Nominel rente	Kuponen fastsættes som: [10,30% x (FXF/FXS)] - 6,50% = årlig kupon i JPY. FXF er antal JPY pr. USD efter kursen 10 bankdage før kuponbetaling.

Nr. 850 fortsat

	FXS er JPY-kursen over for USD ved prisfastsættelsen. Minimumskupon på 0 pct.
Emissionskurs	100,35
Kommissioner	0,35 pct.
Andre omkostninger	Ingen
Indfrielseskurs	100
Førtidig indfrielse	Ikke mulig
<u>Swap:</u>	
Startdato	10. september 1997
Indhold	Alle forpligtelser i henhold til lånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet stående lån i DEM med samme løbetid.
Swapmodpart	General Re Financial Products Corporation, New York
Hovedstol	DEM 31.000.000
Nominel rente	6-mdrs. DEM-Libor -0,24 pct. p.a. mod lånets renteforpligtelse.
Effektiv rente	0,24 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6-mdrs. DEM-Libor.
Lånebeløb i DKK	10. september 1997: DEM 31.000.000 à DKK 380,72 = DKK 118.023.200.

Nr. 851, Lån med tilknyttet swapLån:

Acceptdato	26. august 1997
Hjemtagelsesdato	10. september 1997
Udløbsdato	10. september 2001
Lånetype	Offentligt emitteret obligationslån udstedt under statens EMTN-program
Ledende bank	Dresdner Kleinwort Benson, Frankfurt
Nominelt lånebeløb	DEM 1.750.000.000
Nominel rente	3-mdrs. DEM-Libor -0,15 pct. p.a.
Emissionskurs	100,03
Kommissioner	0,125 pct.
Andre omkostninger	Ingen
Indfrielseskurs	100
Førtidig indfrielse	Ikke mulig

Swap:

Startdato	10. september 1997
Indhold	Alle forpligtelser i henhold til lånet ombyttes med forpligtelser svarende til et fast forrentet stående lån i DEM med samme løbetid.
Swapmodpart	Dresdner Bank AG, Frankfurt
Hovedstol	DEM 1.750.000.000
Nominel rente	4,7425 pct. p.a.

Nr. 851 fortsat

Effektiv rente	4,7425 pct. p.a.
Lånebeløb i DKK	10. september 1997: DEM 1.750.000.000 à DKK 380,72 = DKK 6.662.600.000.

Nr. 852, Renteswap

Acceptdato	29. august 1997	
Startdato	2. september 1997	
Udløbsdato	2. september 2004	
Modpart	Salomon Swapco Inc., Tampa, Florida	
	Staten betaler	Staten modtager
	ydelse svarende til	ydelse svarende til
Hovedstole	DEM 926.000.000	DEM 926.000.000
Rente	5,4675 pct. p.a.	6-mdrs. DEM-Libor
Omkostninger	Ingen	
Udveksling af hovedstole ..	Ingen	
Bemærkning	Denne swap er knyttet til lån nr. 849.	

Nr. 853, Lån med tilknyttet swapLån:

Acceptdato	9. september 1997
Hjemtagelsesdato	8. oktober 1997
Udløbsdato	9. oktober 2007
Lånetype	Privat placeret obligationslån udstedt under statens EMTN-program
Ledende bank	Sumitomo Finance International plc., London
Nominelt lånebeløb	JPY 500.000.000
Nominel rente	Kuponen fastsættes som: Fra 8.-9. oktober 1997: 1% p.a. Fra 9. oktober 1997: $[11,00\% \text{ USD} \times \text{FX}] - 7,00\%$ = årlig kupon i JPY. FX er antal JPY pr. USD efter kursen 5 bankdage før kuponbetaling. Minimumskupon på 0 pct.
Emissionskurs	100
Kommissioner	Ingen
Andre omkostninger	Ingen
Indfrielseskurs	100
Førtidig indfrielse	Ikke mulig

Swap

Startdato	8. oktober 1997
-----------------	-----------------

Nr. 853 fortsat

Indhold	Alle forpligtelser i henhold til lånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet stående lån i DEM med samme løbetid.
Swapmodpart	SBCM Derivative Products Limited, London
Hovedstol	DEM 7.576.000
Nominel rente	6-mdrs. DEM-Libor -0,28 pct. p.a. mod lånets renteforpligtelse.
Effektiv rente	0,28 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6-mdrs. DEM-Libor.
Lånebeløb i DKK	8. oktober 1997: DEM 7.576.000 à DKK 380,74 = DKK 28.844.862,40.

Nr. 854, Lån

Acceptdato	7. oktober 1997
Hjemtagelsesdato	28. oktober 1997
Udløbsdato	28. oktober 2004
Lånetype	Schuldscheindarlehen
Ledende bank	Deutsche Bank AG, Frankfurt
Nominelt lånebeløb	DEM 1.000.000.000
Nominel rente	5,25 pct. p.a.
Emissionskurs	99,805
Kommissioner	Ingen
Andre omkostninger	Ingen
Effektiv rente	5,284 pct. p.a.
Indfrielseskurs	100
Førtidig indfrielse	Ikke mulig
Lånebeløb i DKK	28. oktober 1997: DEM 998.050.000 à DKK 380,70 = DKK 3.799.576.350.

Nr. 855, Lån med tilknyttet swapLån:

Acceptdato	8. oktober 1997
Hjemtagelsesdato	13. november 1997
Udløbsdato	20. oktober 2007
Lånetype	EIB-projektlån, Danske omfartsveje B
Ledende bank	Den Europæiske Investeringsbank, Luxembourg
Nominelt lånebeløb	JPY 3.400.000.000
Nominel rente	2,02 pct. p.a.
Emissionskurs	100
Kommissioner	Ingen
Andre omkostninger	Ingen
Indfrielseskurs	100
Førtidig indfrielse	Ikke mulig

Nr. 855 fortsatSwap:

Startdato	13. november 1997
Indhold	Alle forpligtelser i henhold til lånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet stående lån i DEM med samme løbetid.
Swapmodpart	SBCM Derivative Products Limited, London
Hovedstol	DEM 49.275.362,32
Nominel rente	6-mdrs. DEM-Libor -0,18 pct. p.a. mod lånets renteforpligtelse.
Effektiv rente	0,18 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6-mdrs. DEM-Libor.
Lånebeløb i DKK	13. november 1997: DEM 49.275.362,32 à DKK 380,59 = DKK 187.537.101,45.

Nr. 856, Valutaterminsforretning

Acceptdato	16. oktober 1997	
Startdato	20. oktober 1997	
Udløbsdato	20. november 1997	
Modpart	Danmarks Nationalbank	
	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	0	0
Rente	Ingen	Ingen
Omkostninger	Ingen	
	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 609.854.000	USD 350.000.000
Bemærkning	Terminsforretning knyttet til CP-udstedelse.	

Nr. 857, Valutaterminsforretning

Acceptdato	20. oktober 1997		
Startdato	22. oktober 1997		
Udløbsdato	24. november 1997		
Modpart	Danmarks Nationalbank		
	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start	
Hovedstole	0	0	
Rente	Ingen	Ingen	
Omkostninger	Ingen		
	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb	
Hovedstole	DEM 265.428.000	USD 150.000.000	

Nr. 857 fortsat

Bemærkning Terminsforretning knyttet til CP-udstedelse.

Nr. 858, Valutaterminsforretning

Acceptdato 21. oktober 1997
 Startdato 23. oktober 1997
 Udløbsdato 25. november 1997
 Modpart Danmarks Nationalbank

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	0	0
Rente	Ingen	Ingen
Omkostninger	Ingen	

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 177.130.700	USD 100.000.000

Bemærkning Terminsforretning knyttet til CP-udstedelse.

Nr. 859, Valutaterminsforretning

Acceptdato 22. oktober 1997
 Startdato 24. oktober 1997
 Udløbsdato 24. november 1997
 Modpart Danmarks Nationalbank

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	0	0
Rente	Ingen	Ingen
Omkostninger	Ingen	

	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 178.633.000	USD 100.000.000

Bemærkning Terminsforretning knyttet til CP-udstedelse.

Nr. 860, Valutaterminsforretning

Acceptdato 22. oktober 1997
 Startdato 24. oktober 1997
 Udløbsdato 28. november 1997
 Modpart Danmarks Nationalbank

Nr. 860 fortsat

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	0	0
Rente	Ingen	Ingen
Omkostninger	Ingen	
	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 53.577.600	USD 30.000.000
Bemærkning	Terminsforretning knyttet til CP-udstedelse.	

Nr. 861, Valutaterminsforretning

Acceptdato	23. oktober 1997
Startdato	27. oktober 1997
Udløbsdato	28. november 1997
Modpart	Danmarks Nationalbank

	Staten betaler ved start	Staten modtager ved start
Hovedstole	0	0
Rente	Ingen	Ingen
Omkostninger	Ingen	
	Staten betaler ved udløb	Staten modtager ved udløb
Hovedstole	DEM 623.301.000	USD 350.000.000
Bemærkning	Terminsforretning knyttet til CP-udstedelse.	

Nr. 862, Lån med tilknyttet swapLån:

Acceptdato	30. oktober 1997
Hjemtagelsesdato	19. november 1997
Udløbsdato	19. november 2007
Lånetype	Privat placeret obligationslån udstedt under statens EMTN-program
Ledende bank	Morgan Stanley & Co. International Limited, London
Nominelt lånebeløb	USD 30.000.000
Nominel rente	4,00 pct. p.a.
Emissionskurs	84,85
Kommissioner	0,35 pct.
Andre omkostninger	Ingen
Indfrielseskurs	100
Førtidig indfrielse	Ikke mulig

Nr. 862 fortsatSwap:

Startdato	19. november 1997
Indhold	Alle forpligtelser i henhold til lånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet stående lån i DEM med samme løbetid.
Swapmodpart	Morgan Stanley Derivative Products Inc., New York
Hovedstol	DEM 43.525.000
Nominel rente	6-mdrs. DEM-Libor -0,23 pct. p.a. mod lånets renteforpligtelse.
Effektiv rente	0,23 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6-mdrs. DEM-Libor.
Lånebeløb i DKK	19. november 1998: DEM 43.525.000 à DKK 380,60 = DKK 165.656.150.

Nr. 863, Lån med tilknyttet swapLån:

Acceptdato	27. november 1997
Hjemtagelsesdato	29. december 1997
Udløbsdato	29. december 2004
Lånetype	Schuldscheindarlehen
Ledende bank	BZW Deutschland, Frankfurt
Nominelt lånebeløb	DEM 125.000.000
Nominel rente	6-mdrs. DEM-Libor +0,10 pct. p.a. med loft på renten de første 6 mdr. på 4,50 pct. p.a. stigende med 0,25 pct. p.a. for hver af de følgende 6-mdrs. perioder.
Emissionskurs	100
Kommissioner	Ingen
Andre omkostninger	Ingen
Indfrielseskurs	100
Førtidig indfrielse	Ikke mulig

Swap:

Startdato	29. december 1997
Indhold	Alle forpligtelser i henhold til lånet ombyttes med forpligtelser svarende til et variabelt forrentet stående lån i DEM med samme løbetid.
Swapmodpart	Barclays Bank Plc., London
Hovedstol	DEM 125.000.000
Nominel rente	6-mdrs. DEM-Libor -0,18 pct. p.a. mod lånets renteforpligtelse.
Effektiv rente	0,18 pct. p.a. under renten for et lån forrentet med 6-mdrs. DEM-Libor.
Lånebeløb i DKK	29. december 1997: DEM 125.000.000 à DKK 381,11 = DKK 476.387.500,00.

Nr. 865, Renteswap

Acceptdato	8. december 1997	
Startdato	10. december 1997	
Udløbsdato	28. oktober 2004	
Modpart	Dresdner Bank AG, Frankfurt	
	Staten betaler	Staten modtager
	ydelse svarende til	ydelse svarende til
Hovedstole	DEM 1.000.000.000	DEM 1.000.000.000
Rente	6-mdrs. DEM-Libor	5,25 pct. p.a.
	-0,1475 pct. p.a.	
Omkostninger	Ingen	
Udveksling af hovedstole .	Ingen	
Bemærkning	Denne swap er knyttet til lån nr. 854.	

Bilagstabel 4.

Samtlige indenlandske statslån pr. 31. december 1997.¹⁾

Løbe- nr.	Pålydende rente	Titel ²⁾	Sidste termin	Udestående beløb pr. 31.dec.1997 (mill.DKK)
Fast forrentede obligationslån				
Stående lån				
218	9	Stående lån 1998 Udstedt 2.jan.1989 - 29.jun.1990 og 2.jan.1992 - 31.mar.1994	15.nov.1998	46.215,0
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	24.375,0
265	6	Stående lån 1999 Udstedt 14.apr.1994 - 30.dec.1994 og 2.jan.1996 - 2.jul.1996	10.dec.1999	49.300,0
269	8	Stående lån 2006 Udstedt 5.dec.1994 - 10.apr.1996	15.mar.2006	70.000,0
272	8	Stående lån 2001 Udstedt 9.jan.1995 - 18.jun.1996	15.nov.2001	44.135,0
279	7	Stående lån 2007 Udstedt 10.apr.1996 - 30.dec.1997	15.nov.2007	52.605,0
280	6	Stående lån 2002 Udstedt 18.jun.1996 -	15.nov.2002	29.952,0
286	5	Stående lån 2005 Udstedt 14.jan.1997 -	15.aug.2005	17.790,0

Bilagstabel 4 - fortsat

Løbe-nr.	Pålydende rente	Titel ²⁾	Sidste termin	Udestående beløb pr. 31.dec.1997 (mill.DKK)
Fast forrentede obligationslån - fortsat				
Serielån				
14	5	S 2007 Udstedt 20.okt.1953 - 12.sep.1958	15.sep.2007 ³⁾	55,1
16	4	S 2017 Udstedt 29.nov.1955 - 12.sep.1958	15.jun.2017 ³⁾	105,3
38	12	S 2001 Udstedt 6.okt.1980 - 9.maj 1983	15.feb.2001	10.710,0
56	10	S 1999 Udstedt 10.maj 1983 - 12.jul.1985	15.jul.1999	2.346,5
57	10	S 2004 Udstedt 10.maj 1983 - 30.aug.1985	15.okt.2004	6.636,0
85	10	S 2001 Udstedt 15.jul.1985 - 30.aug.1985	15.jul.2001	2,0
Uamortisable				
1	3,5	Dansk-Statslån 1886 Udstedt 11.dec.1886	uamortisabelt ³⁾	46,2
80	5	Dansk Islandske Fond 1918 Udstedt 20.maj 1919	uamortisabelt	1,0
I alt fast forrentede obligationslån				556.874,1
Statsgældsbeviser				
275	7,00	Statsgældsbevis 1998 I Udstedt 3.jul.1995 - 2.jul.1996	15.feb.1998	21.200,0
282	6,00	Statsgældsbevis 1999 I Udstedt 2.jul.1996 - 30.dec.1997	15.feb.1999	12.975,0
285	4,00	Statsgældsbevis 2000 I Udstedt 7.jan.1997 - 30.dec.1997	15.feb.2000	14.965,0
I alt statsgældsbeviser				49.140,0

Løbe- nr.	Pålydende rente	Titel ²⁾	Sidste termin	Udestående beløb pr. 31.dec.1997 (mill.DKK)
Skatkammerbeviser				
287	0	Skatkammerbevis 1998 I Udstedt 1.apr.1997 - 3.nov.1997	2.feb.1998	25.947,0
288	0	Skatkammerbevis 1998 II Udstedt 1.jul.1997 -	1.maj 1998	16.309,0
289	0	Skatkammerbevis 1998 III Udstedt 1.okt.1996 -	3.aug.1998	7.745,0
I alt skatkammerbeviser				50.001,0
Variabelt forrentede obligationslån				
209	var.	Stående lån 1998 Udstedt 4.jan.1988 - 2.jan.1989	15.jan.1998	5.502,0
220	var.	Stående lån 1999 Udstedt 2.jan.1989 - 30.dec.1990	20.nov.1999	4.346,0
I alt variabelt forrentede obligationslån				9.848,0
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
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	15.feb.2002	100,0
		II Udstedt 3.jun.1977	15.maj 2002	100,0
		III Udstedt 24.jun.1977	15.jun.2002	100,0
		IV Udstedt 28.jul.1977	15.jul.2002	100,0
		V Udstedt 30.aug.1977	15.aug.2002	100,0

Bilagstabel 4 - fortsat

Løbe- nr.	Pålydende rente	Titel ²⁾	Sidste termin	Udestående beløb pr. 31.dec.1997 (mill.DKK)
Præmieobligationslån - fortsat				
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				667.063,1
XEU-lån				
249	8,5	Stående lån 2002 (XEU) ⁴⁾ Udstedt 24.apr.1992	24.apr.2002	6.634,0
Indenlandsk gæld, i alt				673.697,1

¹⁾ Ekskl. papirer i statens beholdning under locationswap-ordningen, jf. bilagstabel 8.

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.

⁴⁾ Staten har annulleret XEU-obligationer for 419 mill.XEU. I forbindelse med overgangen til nye regnskabsprincipper i 1998 omdefinieres statens 8,5 pct. stående ecu-lån 2002 fra indenlandsk til udenlandsk statsgæld.

Bilagstabel 5.

Samtlige udenlandske statslån pr. 31. december 1997.

Lånene forfalder i deres helhed til tilbagebetaling ved udløb, såfremt andet ikke er nævnt.

I en del tilfælde er lånene nedbragt i løbetiden ved opkøb, til hvilke der ofte er knyttet asset-swaps.

Afdragene er i nogle tilfælde strukturerede, dvs. de beregnes efter en bestemt formel og kan blive større eller mindre end de i tabellen registrerede udestående beløb.

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1997 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1997 (mill.kr.) (1)	Note
AUD-lån					
683	0	1996/99 AUD(tilbagebetaling)/JPY(rente)	25,7	114,6	
-	0	1996/99 swap til DEM med variabel rente	-385,8	-1.719,2	
712	7,75	1996/99	34,7	154,5	
-	7,75	1996/99 swap til DEM med variabel rente	-60,0	-267,4	
715	0	1996/99 swap fra DEM med variabel rente Swap vedr. opkøb (28.000 mill.JPY) i lån nr. 683	360,0	1.604,6	
719	0	1996/99 AUD(tilbagebetaling)/JPY(rente)	331,0	1.475,1	
-	0	1996/99 swap til DEM med variabel rente	-348,4	-1.552,7	
726	0	1996/98 AUD(tilbagebetaling)/JPY(rente)	28,0	125,0	
-	0	1996/98 swap til DEM med variabel rente	-34,6	-154,3	
749	0	1996/2000 AUD(tilbagebetaling)/JPY (rente)	230,4	1.026,9	
-	0	1996/2000 swap til DEM med variabel rente	-230,4	-1.026,9	
757	7,75	1996/99 swap fra DEM med variabel rente Swap vedr. opkøb (18 mill.AUD) i lån nr. 712	18,0	80,2	
758	0	1996/2000 AUD(tilbagebetaling)/JPY (rente)	128,0	570,5	
-	0	1996/2000 swap til DEM med variabel rente	-128,0	-570,5	
761	0	1996/99 swap fra DEM med variabel rente Swap vedr. opkøb (1.500 mill.JPY) i lån nr. 719	17,4	77,6	
764	0	1996/2000 AUD(tilbagebetaling)/JPY (rente)	79,2	352,9	
-	0	1996/2000 swap til DEM med variabel rente	-237,6	-1.058,7	
767	0	1996/99 AUD(tilbagebetaling)/JPY(rente)	111,5	497,0	
-	0	1996/99 swap til DEM med variabel rente	-111,5	-497,0	

Bilagstabel 5 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1997 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1997 (mill.kr.) (1)	Note
AUD-lån - fortsat					
787	0	1996/98 swap fra DEM med variabel rente Swap vedr. opkøb (570 mill.JPY) i lån nr. 726	6,6	29,3	
801	7,75	1997/99 swap fra DEM med variabel rente Swap vedr. opkøb i lån nr. 712	7,3	32,7	
806	0	1997/2000 swap fra DEM med variabel rente Swap vedr. opkøb (14.000 mill.JPY) i lån nr. 764	158,4	705,8	
838	3,46	1997/2007 AUD(rente af 33,86 mill.)/JPY (tilbagebetaling)	0,0	0,0	
-	3,46	1997/2007 swap til DEM med variabel rente	-0,0	-0,0	
I alt AUD			0,0	0,0	
BEF-lån					
619	0	1995/2003 swap til variabel rente	-5.000,0	-923,3	(2)
-	var.	1995/2003 swap fra fast rente	2.705,3	499,6	(2)
I alt BEF			-2.294,8	-423,7	
CAD-lån					
535	7,5	1993/98 swappet til variabel rente	250,0	1.190,4	
-	var.	1993/98 swap til DEM med variabel rente	-250,0	-1.190,4	
574	6,5	1993/99	250,0	1.190,4	
-	6,5	1993/99 swap til USD med variabel rente	-250,0	-1.190,4	
802	6,0	1997/2002	100,0	476,1	
-	6,0	1997/2002 swap til DEM med variabel rente	-100,0	-476,1	
I alt CAD			0,0	0,0	
CHF-lån					
179	6,6	1983/98 EIB-lån, grønlandske pakhuse	0,9	4,4	(3)
198	6,85	1984/99 EIB-lån IV	1,4	6,8	(3)
313	0	1987/2002	85,2	399,2	
540	var.	1993/98 swappet til fast rente, 4,61 pct.	150,0	703,2	
547	4,75	1993/99	150,0	703,2	

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1997 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1997 (mill.kr.) (1)	Note
CHF-lån - fortsat					
549	4,6	1993/98 swap fra GBP med fast rente	335,1	1.570,9	
550	4,8	1993/98 swap fra USD med fast rente	125,0	586,0	
559	4,25	1993/99	1.000,0	4.687,9	
695	4,25	1996/99 swap til DEM med fast rente	-50,0	-234,4	
696	4,25	1996/99 swap til DEM med fast rente	-100,0	-468,8	
697	4,25	1996/99 swap til DEM med fast rente	-100,0	-468,8	
698	4,25	1996/99 swap til DEM med fast rente	-100,0	-468,8	
699	4,25	1996/99 swap til DEM med fast rente	-100,0	-468,8	
700	4,25	1996/99 swap til DEM med fast rente	-150,0	-703,2	
701	4,25	1996/99 swap til DEM med fast rente	-100,0	-468,8	
702	4,25	1996/99 swap til DEM med fast rente	-100,0	-468,8	
703	4,25	1996/99 swap til DEM med fast rente	-100,0	-468,8	
704	4,25	1996/99 swap til DEM med fast rente	-100,0	-468,8	
796	2,25	1997/2004	200,0	937,6	
-	2,669	1997/2004 swap til DEM med variabel rente	-200,0	-937,6	
I alt CHF			847,6	3.973,7	
DEM-lån					
509	8,345	1992/2002 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1992/2002 swap til fast rente	-100,0	-380,9	
512	8,3	1992/2002 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1992/2002 swap til fast rente	-100,0	-380,9	
515	8,285	1992/2002 swap fra variabel rente	50,0	190,5	
-	var.	1992/2002 swap til fast rente	-50,0	-190,5	
516	8,31	1992/2002 swap fra variabel rente	50,0	190,5	
-	var.	1992/2002 swap til fast rente	-50,0	-190,5	
524	8,03	1992/2002 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1992/2002 swap til fast rente	-100,0	-380,9	
528	7,94	1992/2001 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1992/2001 swap til fast rente	-100,0	-380,9	
534	var.	1993/98 swap fra USD med variabel rente	1.651,7	6.291,7	
535	var.	1993/98 swap fra CAD med variabel rente	323,1	1.230,8	
536	6,35	1993/98 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1993/98 swap til fast rente	-100,0	-380,9	
537	6,125	1993/98	1.995,0	7.599,4	

Bilagstabel 5 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1997 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1997 (mill.kr.) (1)	Note
DEM-lån - fortsat					
539	6,55	1993/98 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1993/98 swap til fast rente	-100,0	-380,9	
542	6,65	1993/98 swap fra variabel rente	50,0	190,5	
-	var.	1993/98 swap til fast rente	-50,0	-190,5	
543	6,64	1993/98 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1993/98 swap til fast rente	-100,0	-380,9	
544	6,65	1993/98 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1993/98 swap til fast rente	-100,0	-380,9	
545	6,61	1993/98 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1993/98 swap til fast rente	-100,0	-380,9	
546	6,6	1993/98 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1993/98 swap til fast rente	-100,0	-380,9	
556	6,1811	1993/98 swap fra NLG med fast rente	886,4	3.376,5	
572	6,07	1993/2000	9,7	37,0	
576	var.	1993/98 swap fra ESP med variabel rente	119,8	456,5	
579	5,69	1993/99 swap fra USD med variabel rente	300,0	1.142,8	
620	0	1995/98	51,5	196,2	
621	6,125	1995/2000	500,0	1.904,6	
624	6,445	1995/2000 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1995/2000 swap til fast rente	-100,0	-380,9	
626	6,23	1995/2000 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1995/2000 swap til fast rente	-100,0	-380,9	
638	6,31	1995/2000 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1995/2000 swap til fast rente	-100,0	-380,9	
639	6,305	1995/2000 swap fra variabel rente	200,0	761,8	
-	var.	1995/2000 swap til fast rente	-200,0	-761,8	
641	6,16	1995/2000 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1995/2000 swap til fast rente	-100,0	-380,9	
642	6,1675	1995/2000 swap fra variabel rente	200,0	761,8	
-	var.	1995/2000 swap til fast rente	-200,0	-761,8	
643	6,33	1995/2001 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1995/2001 swap til fast rente	-100,0	-380,9	
644	6,31	1995/2001 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1995/2001 swap til fast rente	-100,0	-380,9	
645	0	1995/2000	51,6	196,6	
646	6,46	1995/2002 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1995/2002 swap til fast rente	-100,0	-380,9	

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1997 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1997 (mill.kr.) (1)	Note
DEM-lån - fortsat					
647	6,44	1995/2002 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1995/2002 swap til fast rente	-100,0	-380,9	
648	6,4	1995/2002 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1995/2002 swap til fast rente	-100,0	-380,9	
649	6,39	1995/2002 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1995/2002 swap til fast rente	-100,0	-380,9	
650	5,73	1995/2000 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1995/2000 swap til fast rente	-100,0	-380,9	
652	5,63	1995/2000 swap fra variabel rente	200,0	761,8	
-	var.	1995/2000 swap til fast rente	-200,0	-761,8	
653	5,645	1995/2000 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1995/2000 swap til fast rente	-100,0	-380,9	
659	5,57	1995/2000 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1995/2000 swap til fast rente	-100,0	-380,9	
679	5,02	1995/99 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1995/99 swap til fast rente	-100,0	-380,9	
680	5,045	1995/99 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1995/99 swap til fast rente	-100,0	-380,9	
681	5,015	1995/99 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1995/99 swap til fast rente	-100,0	-380,9	
682	5,02	1995/99 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1995/99 swap til fast rente	-100,0	-380,9	
683	var.	1996/99 swap fra JPY(rente)/AUD (tilbagebetaling) med fast rente	405,4	1.544,3	
684	4,205	1996/98 swap fra GBP med variabel rente	223,0	849,5	
685	4,215	1996/98 swap fra GBP med variabel rente	223,3	850,4	
686	4,39	1996/99 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1996/99 swap til fast rente	-100,0	-380,9	
687	4,215	1996/98 swap fra GBP med variabel rente	223,2	850,0	
688	4,4	1996/99 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1996/99 swap til fast rente	-100,0	-380,9	
689	4,225	1996/98 swap fra GBP med variabel rente	223,3	850,4	
690	4,075	1996/98 swap fra GBP med fast rente	223,7	851,9	
691	4,335	1996/99 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1996/99 swap til fast rente	-100,0	-380,9	

Bilagstabel 5 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1997 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1997 (mill.kr.) (1)	Note
DEM-lån - fortsat					
692	4,095	1996/98 swap fra GBP med fast rente	223,8	852,5	
693	4,32	1996/99 swap fra variabel rente	100,0	380,9	
-	var.	1996/99 swap til fast rente	-100,0	-380,9	
694	4,09	1996/98 swap fra GBP med fast rente	223,8	852,3	
695	5,895	1996/99 swap fra CHF med fast rente	62,1	236,4	
696	5,88	1996/99 swap fra CHF med fast rente	124,0	472,3	
697	5,895	1996/99 swap fra CHF med fast rente	123,8	471,6	
698	5,925	1996/99 swap fra CHF med fast rente	124,0	472,3	
699	5,9	1996/99 swap fra CHF med fast rente	124,0	472,3	
700	5,9	1996/99 swap fra CHF med fast rente	185,8	707,7	
701	5,847	1996/99 swap fra CHF med fast rente	123,8	471,5	
702	5,836	1996/99 swap fra CHF med fast rente	124,2	473,2	
703	5,838	1996/99 swap fra CHF med fast rente	124,2	473,1	
704	5,824	1996/99 swap fra CHF med fast rente	124,3	473,7	
705	0	1996/98 swap fra JPY med fast rente	16,1	61,4	
706	5	1996/99	300,0	1.142,8	
710	var.	1996/2001 swap fra LUF med fast rente	48,6	185,1	
711	5,74	1996/2001 swap fra variabel rente	48,6	185,1	
-	var.	1996/2001 swap til fast rente	-48,6	-185,1	
712	var.	1996/99 swap fra AUD med fast rente	69,0	262,8	
713	var.	1996/2006 swap fra FRF med variabel rente	146,6	558,5	
714	var.	1996/2002 swap fra XEU med variabel rente	94,0	357,9	(6)
715	var.	1996/99 swap til JPY(rente)/AUD (tilbagebetaling) Swap vedr. opkøb (28.000 mill.JPY/ 360 mill.AUD) i lån nr. 683	-395,4	-1.506,3	
716	var.	1996/2002 swap fra XEU med variabel rente	93,7	356,8	(6)
717	var.	1996/2002 swap fra XEU med variabel rente	188,0	716,3	(6)
719	var.	1996/99 swap fra JPY(rente)/AUD (tilbagebetaling) med fast rente	413,0	1.573,4	
721	var.	1996/2002 swap fra XEU med variabel rente	189,0	719,9	(6)
723	8,05	1996/2002 swap fra XEU med fast rente	283,2	1.078,9	(6)
725	var.	1996/2002 swap fra XEU med variabel rente	284,4	1.083,2	(6)

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1997 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1997 (mill.kr.) (1)	Note
DEM-lån - fortsat					
726	var.	1996/98 swap fra JPY(rente)/AUD (tilbagebetaling) med fast rente	41,9	159,6	
727	4,62	1996/99 swap fra variabel rente	200,0	761,8	
-	var.	1996/99 swap til fast rente	-200,0	-761,8	
729	4,6525	1996/99 swap fra variabel rente	213,0	811,5	
-	var.	1996/99 swap til fast rente	-213,0	-811,5	
732	4,4925	1996/99 swap fra variabel rente	69,0	262,8	
-	var.	1996/99 swap til fast rente	-69,0	-262,8	
733	3,9825	1996/98 swap fra variabel rente	41,9	159,6	
-	var.	1996/98 swap til fast rente	-41,9	-159,6	
734	0	1996/2001 swappet til variabel rente	12,0	45,7	
735	6,3875	1996/2006 swap fra variabel rente	146,6	558,5	
-	var.	1996/2006 swap til fast rente	-146,6	-558,5	
748	var.	1996/98 swap fra USD med fast rente	221,3	842,8	
749	var.	1996/2000 swap fra JPY(rente)/AUD (tilbagebetaling) med fast rente	275,6	1.049,8	
750	var.	1996/99 swap fra USD med fast rente	297,0	1.131,3	
754	var.	1996/98 swap fra JPY(rente)/NZD (tilbagebetaling) med fast rente	136,1	518,4	
756	var.	1996/2000 swap fra XEU med fast rente	189,3	720,9	
757	var.	1996/99 swap til AUD med fast rente Swap vedr. opkøb (18 mill.AUD) i lån nr. 712	-21,7	-82,7	
758	var.	1996/2000 swap fra JPY/(rente)/AUD (tilbagebetaling) med fast rente	137,8	524,9	
760	5	1996/2001	500,0	1.904,6	
761	var.	1996/99 swap til JPY(rente)/AUD (tilbagebetaling) Swap vedr. opkøb (1.500 mill.JPY/ 17,4 mill.AUD) i lån nr. 719	-20,6	-78,4	
762	4,61	1996/2000 swap fra XEU med fast rente	47,8	181,9	
763	4,62	1996/2000 swap fra XEU med fast rente	80,6	307,1	
764	var.	1996/2000 swap fra JPY(rente)/AUD (tilbagebetaling) med fast rente	283,5	1.079,9	
766	4,505	1996/2000 swap fra variabel rente	189,3	720,9	
-	var.	1996/2000 swap til fast rente	-189,3	-720,9	
767	var.	1996/99 swap fra JPY(rente)/AUD (tilbagebetaling) med fast rente	131,8	502,0	

Bilagstabel 5 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1997 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1997 (mill.kr.) (1)	Note
DEM-lån - fortsat					
768	3,94	1996/2000 swap fra variabel rente	275,6	1.049,8	
-	var.	1996/2000 swap til fast rente	-275,6	-1.049,8	
769	4,1125	1996/99 swap fra variabel rente	297,0	1.131,3	
-	var.	1996/99 swap til fast rente	-297,0	-1.131,3	
770	4,102	1996/2000 swap fra variabel rente	283,5	1.079,9	
-	var.	1996/2000 swap til fast rente	-283,5	-1.079,9	
771	var.	1996/99 swap fra USD med fast rente	75,6	287,9	
772	var.	1996/2006 swap fra USD med fast rente	29,9	114,0	
777	4,56	1996/2000 swap fra GBP med fast rente	254,0	967,5	
-	4,495	1996/2000 swap fra GBP med fast rente	64,3	244,9	
780	4,75	1997/2002	500,0	1.904,6	
787	var.	1996/98 swap til JPY(rente)/AUD (tilbagebetaling)	-7,8	-29,5	
		Swap vedr. opkøb (570 mill.JPY/ 6,6 mill.AUD) i lån nr. 726.			
788	3,88	1996/2000 swap fra variabel rente	137,8	524,9	
-	var.	1996/2000 swap til fast rente	-137,8	-524,9	
789	3,765	1996/99 swap fra variabel rente	131,8	502,0	
-	var.	1996/99 swap til fast rente	-131,8	-502,0	
790	5,925	1996/2006 swap fra variabel rente	29,9	114,0	
-	var.	1996/2006 swap til fast rente	-29,9	-114,0	
791	3,74	1996/99 swap fra variabel rente	75,6	287,9	
-	var.	1996/99 swap til fast rente	-75,6	-287,9	
793	var.	1997/2002 swap fra USD med fast rente	326,6	1,243,9	
794	var.	1997/2007 swap fra JPY med struktureret rente	13,6	51,9	
795	4,75	1997/2002	700,0	2.666,4	
796	var.	1997/2004 swap fra CHF med fast rente	228,7	871,1	
797	var.	1997/2000 swap fra USD med fast rente	333,3	1.269,5	
798	4,885	1997/2002 swap fra variabel rente	326,6	1.243,9	
-	var.	1997/2002 swap til fast rente	-326,6	-1.243,9	
799	5,73	1997/2007 swap fra variabel rente	13,6	51,9	
-	var.	1997/2007 swap til fast rente	-13,6	-51,9	
800	5,275	1997/2004 swap fra variabel rente	228,7	871,1	
-	var.	1997/2004 swap til fast rente	-228,7	-871,1	
801	var.	1997/99 swap til AUD med fast rente	-9,3	-35,3	
		Swap vedr. opkøb i lån nr. 712			
802	var.	1997/2002 swap fra CAD med fast rente	121,5	462,8	

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1997 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1997 (mill.kr.) (1)	Note
DEM-lån - fortsat					
806	var.	1997/2000 swap til JPY(rente)/AUD (tilbagebetaling)	-191,4	-729,2	
		Swap vedr. opkøb (14.000 mill.JPY/ 158,4 mill.AUD) i lån nr. 764			
807	3,895	1997/2002 swap fra variabel rente	333,3	1.269,5	
-	var.	1997/2002 swap til fast rente	-333,3	-1.269,5	
810	var.	1997/2000 swap fra JPY(rente)/GBP (tilbagebetaling) med fast rente	95,7	364,5	
811	var.	1997/2000 swap fra USD med fast rente	97,8	372,4	
812	4,748	1997/2002 swap fra variabel rente	121,5	462,8	
-	var.	1997/2002 swap til fast rente	-121,5	-462,8	
817	3,875	1997/2000 swap fra variabel rente	95,7	364,5	
-	var.	1997/2000 swap til fast rente	-95,7	-364,5	
824	var.	1997/2000 swap fra USD med fast rente	676,0	2.575,0	
828	3,775	1997/2000 swap fra variabel rente	97,8	372,4	
-	var.	1997/2000 swap til fast rente	-97,8	-372,4	
830	3,897	1997/2000 swap fra variabel rente	676,0	2.575,0	
-	var.	1997/2000 swap til fast rente	-676,0	-2.575,0	
833	var.	1997/2000 swap fra GBP med fast rente	277,0	1.055,1	
835	var.	1997/2007 swap fra JPY med fast rente	69,4	264,5	
836	3,775	1997/2000 swap fra variabel rente	277,0	1.055,1	
-	var.	1997/2000 swap til fast rente	-277,0	-1.055,1	
837	var.	1997/2001 swap fra USD med struktureret rente	166,1	632,5	
838	var.	1997/2007 swap fra AUD(rente)/JPY (tilbagebetaling) med fast rente	44,3	168,9	
841	var.	1997/2003 swap fra USD med fast rente	862,5	3.285,4	
842	5,826	1997/2007 swap fra variabel rente	69,4	264,5	
-	var.	1997/2007 swap til fast rente	-69,4	-264,5	
843	5,0625	1997/2003 swap fra variabel rente	862,5	3.285,4	
-	var.	1997/2003 swap til fast rente	-862,5	-3.285,4	
844	5,6925	1997/2007 swap fra variabel rente	44,3	168,9	
-	var.	1997/2007 swap til fast rente	-44,3	-168,9	
845	5	1997/2003	500,0	1.904,6	
846	var.	1997/2001 swap fra USD med fast rente	517,7	1.971,9	
847	3,992	1997/2001 swap fra variabel rente	166,1	632,5	
-	var.	1997/2001 swap til fast rente	-166,1	-632,5	
848	4,224	1997/2001 swap fra variabel rente	517,7	1.971,9	
-	var.	1997/2001 swap til fast rente	-517,7	-1.971,9	

Bilagstabel 5 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1997 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1997 (mill.kr.) (1)	Note
DEM-lån - fortsat					
849	var.	1997/2004 swap fra USD med fast rente	926,0	3.527,3	
850	var.	1997/2007 swap fra JPY med struktureret rente	31,0	118,1	
851	var.	1997/2001 swappet til fast rente, 4,7425 pct.	1.750,0	6.666,1	
852	5,4675	1997/2004 swap fra variabel rente	926,0	3.527,3	
-	var.	1997/2004 swap til fast rente	-926,0	-3.527,3	
853	var.	1997/2007 swap fra JPY med struktureret rente	7,6	28,9	
854	5,25	1997/2004	1.000,0	3.809,2	
855	var.	1997/2007 swap fra JPY med fast rente	49,3	187,7	
862	var.	1997/2007 swap fra USD med fast rente	43,5	165,8	
863	var.	1997/2004 swappet til variabel rente	125,0	476,2	
865	var.	1997/2004 swap fra fast rente	1.000,0	3.809,2	
-	5,25	1997/2004 swap til variabel rente	-1.000,0	-3.809,2	
I alt DEM			22.818,7	86.921,0	
DKK-lån					
1	3	1894 uamortisabelt	55,6	55,6	(5)
2	3,5	1901 uamortisabelt	29,2	29,2	(5)
3	3,5	1909 uamortisabelt	38,4	38,4	(5)
I alt DKK			123,3	123,3	
ESP-lån					
576	var.	1993/98	9.776,0	439,8	
-	var.	1993/98 swap til DEM med variabel rente	-9.776,0	-439,8	
I alt ESP			0,0	0,0	
FRF-lån					
224	12,9	1984/99 EIB-lån, DSB	20,0	22,8	(3)
514	var.	1992/2002 swap fra fast rente	250,0	284,6	
-	9,43	1992/2002 swap til variabel rente	-250,0	-284,6	
575	5,5	1993/99	6.250,0	7.115,6	

Bilagstabel 5 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1997 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1997 (mill.kr.) (1)	Note
FRF-lån - fortsat					
713	var.	1996/2006	500,0	569,3	
-	var.	1996/2006 swap til DEM med variabel rente	-500,0	-569,3	
I alt FRF			6.270,0	7.138,4	
GBP-lån					
120	13	1980/2005	28,3	319,9	
247	11,55	1985/2000 EIB-lån, DSB	3,4	38,4	(3)
359	8,67	1988/98	43,0	486,2	
-	8,67	1988/98 swap til USD med variabel rente	-43,0	-486,2	
407	11,625	1990/2000	95,0	1.074,1	
-	11,625	1990/2000 swap til USD med variabel rente	-75,0	-848,0	
	11,625	1990/2000 swap til USD med variabel rente	-25,0	-282,7	
541	7,15	1993/98 EIB-lån, DSB Elektrificering II 2 (ED)	121,7	1.375,4	
548	7,15	1993/98 EIB-lån, Danske Motorveje 2 (ED)	28,4	320,5	
549	7,15	1993/98 swap til CHF med fast rente	-150,0	-1.696,0	
558	6,75	1993/98	800,0	9.045,3	
-	var.	1993/98	430,0	4.861,8	
625	7,725	1995/98 swap fra variabel rente	50,0	565,3	
-	var.	1995/98 swap til fast rente	-50,0	-565,3	
684	var.	1996/98 swap til DEM med fast rente	-100,0	-1.130,7	
685	var.	1996/98 swap til DEM med fast rente	-100,0	-1.130,7	
687	var.	1996/98 swap til DEM med fast rente	-100,0	-1.130,7	
689	var.	1996/98 swap til DEM med fast rente	-100,0	-1.130,7	
690	6,75	1996/98 swap til DEM med fast rente	-100,0	-1.130,7	
692	6,75	1996/98 swap til DEM med fast rente	-100,0	-1.130,7	
694	6,75	1996/98 swap til DEM med fast rente	-100,0	-1.130,7	
777	7,25	1996/2000	125,0	1.413,3	
-	7,25	1996/2000 swap til DEM med fast rente	-100,0	-1.130,7	
-	7,25	1996/2000 swap til DEM med fast rente	-25,0	-282,7	
810	0	1997/2000 GBP(tilbagebetaling)/JPY (rente)	34,7	392,8	
-	0	1997/2000 swap til DEM med variabel rente	-34,7	-392,8	

Bilagstabel 5 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1997 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1997 (mill.kr.) (1)	Note
GBP-lån - fortsat					
833	6,25	1997/2000	100,0	1.130,7	
-	6,25	1997/2000 swap til DEM med variabel rente	-100,0	-1.130,7	
I alt GBP			556,7	6.294,3	
JPY-lån					
486	var.	1991/98 swap fra fast rente	10.000,0	525,0	
-	6,265	1991/98 swap til variabel rente	-10.000,0	-525,0	
560	var.	1993/2000 (fast renteoption solgt i swap)	10.000,0	525,0	
586	var.	1994/98 swappet til variabel rente	9.940,0	521,9	
683	5,85	1996/99 JPY(rente af 2.000 mill.)/AUD (tilbagebetaling)	0,0	0,0	
-	5,85	1996/99 swap (af 30.000 mill.) til DEM med variabel rente	-0,0	-0,0	
705	0	1996/98	1.102,8	57,9	
-	0	1996/98 swap til DEM med fast rente	-1.102,8	-57,9	
715	5,85	1996/99 swap fra DEM med variabel rente	0,0	0,0	
		Swap vedr. opkøb (28.000 mill.JPY) i lån nr. 683			
719	6,7	1996/99 JPY(rente af 28.500 mill.)/AUD (tilbagebetaling)	0,0	0,0	
-	6,7134	1996/99 swap (af 30.000 mill.) til DEM med variabel rente	-0,0	-0,0	
726	6,8	1996/98 JPY(rente af 2.430 mill.)/AUD (tilbagebetaling)	0,0	0,0	
-	6,8	1996/98 swap (af 3.000 mill.) til DEM med variabel rente	-0,0	-0,0	
749	5,8	1996/2000 JPY(rente af 20.000 mill.)/ AUD(tilbagebetaling)	0,0	0,0	
-	5,8	1996/2000 swap til DEM med variabel rente	-0,0	-0,0	
754	7	1996/98 JPY(rente af 10.000 mill.)/NZD (tilbagebetaling)	0,0	0,0	
-	7	1996/98 swap til DEM med variabel rente	-0,0	-0,0	

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1997 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1997 (mill.kr.) (1)	Note
JPY-lån - fortsat					
758	4,1	1996/2000 JPY(rente af 10.000 mill.)/ AUD(tilbagebetaling)	0,0	0,0	
-	4,1	1996/2000 swap til DEM med variabel rente	-0,0	-0,0	
761	6,7	1996/99 swap fra DEM med variabel rente	0,0	0,0	
		Swap vedr. opkøb (1.500 mill.JPY) i lån nr. 719			
764	5,6	1996/2000 JPY(rente af 7.000 mill.)/ AUD(tilbagebetaling)	0,0	0,0	
-	5,6	1996/2000 swap (af 21.000 mill.) til DEM med variabel rente	-0,0	-0,0	
767	5,35	1996/99 JPY(rente af 10.000 mill.)/AUD (tilbagebetaling)	0,0	0,0	
-	5,35	1996/99 swap til DEM med variabel rente	-0,0	-0,0	
787	6,8	1997/98 swap fra DEM med variabel rente	0,0	0,0	
		Swap vedr. opkøb (570 mill.JPY) i lån nr. 726			
794	var.	1997/2007	1.000,0	52,5	
-	var.	1997/2007 swap til DEM med variabel rente	-1.000,0	-52,5	
806	5,6	1997/2000 swap fra DEM med variabel rente	0,0	0,0	
		Swap vedr. opkøb (14.000 mill.JPY) i lån nr. 764			
810	5,4	1997/2000 JPY(rente af 7.000 mill.)/ GBP(tilbagebetaling)	0,0	0,0	
-	5,4	1997/2000 swap til DEM med variabel rente	-0,0	-0,0	
835	2,63	1997/2007	5.000,0	262,5	
-	2,63	1997/2007 swap til DEM med variabel rente	-5.000,0	-262,5	
838	0	1997/2007 JPY(tilbagebetaling)/AUD (rente)	3.000,0	157,5	
-	0	1997/2007 swap til DEM med variabel rente	-3.000,0	-157,5	

Bilagstabel 5 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1997 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1997 (mill.kr.) (1)	Note
JPY-lån - fortsat					
850	var.	1997/2007	2.000,0	105,0	
-	var.	1997/2007 swap til DEM med variabel rente	-2.000,0	-105,0	
853	var.	1997/2007	500,0	26,3	
-	var.	1997/2007 swap til DEM med variabel rente	-500,0	-26,3	
855	2,02	1997/2007 EIB-lån, Danske omfarts- veje B	3.400,0	178,5	
-	2,02	1997/2007 swap til DEM med variabel rente	-3.400,0	-178,5	
I alt JPY			19.940,0	1.046,8	
LUF-lån					
179	10,4	1983/98 EIB-lån, grønlandske pakhuse	23,7	4,4	(3)
619	0	1995/2003	5.000,0	923,3	
710	5,45	1996/2001	1.000,0	184,7	
-	5,45	1996/2001 swap til DEM med variabel rente	-1.000,0	-184,7	
I alt LUF			5.023,7	927,7	
NLG-lån					
211	9,5	1984/2004	43,8	147,9	(4)
224	8,15	1984/99 EIB-lån, DSB	29,5	99,9	(3)
227	8,375	1985/2000	18,3	61,8	(4)
556	6,125	1993/98	1.000,0	3.379,7	
-	6,125	1993/98 swap til DEM med fast rente	-1.000,0	-3.379,7	
I alt NLG			91,6	309,6	
NZD-lån					
754	0	1996/98 NZD(tilbagebetaling)/JPY (rente)	131,0	521,1	
754	0	1996/98 swap til DEM med variabel rente	-131,0	-521,1	
I alt NZD			0,0	0,0	

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1997 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1997 (mill.kr.) (1)	Note
USD-lån					
263	0	1986/98	174,9	1.193,9	
-	0	1986/98 swap til variabel rente	-250,0	-1.706,5	
-	var.	1986/98 swap fra fast rente	95,4	651,0	
359	var.	1988/98 swap fra GBP med fast rente	75,7	516,6	
407	var.	1990/2000 swap fra GBP med fast rente	123,3	841,4	
-	var.	1990/2000 swap fra GBP med fast rente	41,1	280,5	
534	5,75	1993/98 swappet til variabel rente	1.000,0	6.826,0	
-	var.	1993/98 swap til DEM med variabel rente	-1.000,0	-6.826,0	
550	var.	1993/98 swap til CHF med fast rente	-87,2	-595,4	
574	var.	1993/99 swap fra CAD med fast rente	187,5	1.279,9	
579	var.	1993/99 swap til DEM med fast rente	-187,5	-1.279,9	
598	6,8	1994/99 swappet til variabel rente	48,8	332,8	
748	5,45	1996/98	150,0	1.023,9	
-	5,45	1996/98 swap til DEM med variabel rente	-150,0	-1.023,9	
750	6,25	1996/99	200,0	1.365,2	
-	6,25	1996/99 swap til DEM med variabel rente	-200,0	-1.365,2	
771	0	1996/99	48,6	331,7	
-	0	1996/99 swap til DEM med variabel rente	-48,6	-331,7	
772	6,065	1996/2006	20,0	136,5	
-	6,065	1996/2006 swap til DEM med variabel rente	-20,0	-136,5	
793	0	1997/2002	300,0	2.047,8	
-	0	1997/2002 swap til DEM med variabel rente	-300,0	-2.047,8	
797	5,72	1997/2000	210,0	1.433,5	
-	5,72	1997/2000 swap til DEM med variabel rente	-210,0	-1.433,5	
811	0	1997/2000	57,0	389,1	
-	0	1997/2000 swap til DEM med variabel rente	-57,0	-389,1	
824	5,9	1997/2000	400,0	2.730,4	
-	5,9	1997/2000 swap til DEM med variabel rente	-400,0	-2.730,4	

Bilagstabel 5 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1997 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1997 (mill.kr.) (1)	Note
USD-lån - fortsat					
837	var.	1997/2001	97,6	665,9	
-	var.	1997/2001 swap til DEM med variabel rente	-97,6	-665,9	
841	6,625	1997/2003	500,0	3.413,0	
-	6,625	1997/2003 swap til DEM med variabel rente	-500,0	-3.413,0	
846	6,375	1997/2001	300,0	2.047,8	
-	6,375	1997/2001 swap til DEM med variabel rente	-300,0	-2.047,8	
849	6,25	1997/2004	500,0	3.413,0	
-	6,25	1997/2004 swap til DEM med variabel rente	-500,0	-3.413,0	
862	4	1997/2007	30,0	204,8	
-	4	1997/2007 swap til DEM med variabel rente	-30,0	-204,8	
I alt USD			221,8	1.514,2	
XEU-lån					
375	7,9	1988/98 EIB-lån global XIV	0,8	5,9	(3)
510	var.	1992/2002 swap fra fast rente	50,0	376,6	
-	9,73	1992/2002 swap til variabel rente	-50,0	-376,6	
511	var.	1992/2002 swap fra fast rente	50,0	376,6	
-	9,69	1992/2002 swap til variabel rente	-50,0	-376,6	
518	var.	1992/2002 swap fra fast rente	50,0	376,6	
-	9,63	1992/2002 swap til variabel rente	-50,0	-376,6	
519	var.	1992/2002 swap fra fast rente	50,0	376,6	
-	9,63	1992/2002 swap til variabel rente	-50,0	-376,6	
520	var.	1992/2002 swap fra fast rente	50,0	376,6	
-	9,61	1992/2002 swap til variabel rente	-50,0	-376,6	
521	var.	1992/99 swap fra fast rente	50,0	376,6	
-	9,72	1992/99 swap til variabel rente	-50,0	-376,6	
522	var.	1992/2002 swap fra fast rente	100,0	753,2	
-	9,29	1992/2002 swap til variabel rente	-100,0	-753,2	
523	var.	1992/2002 swap fra fast rente	50,0	376,6	
-	9,33	1992/2002 swap til variabel rente	-50,0	-376,6	
529	var.	1992/2002 swap fra fast rente	25,0	188,3	
-	9,38	1992/2002 swap til variabel rente	-25,0	-188,3	
-	9,4	1992/2002 swap til variabel rente	-25,0	-188,3	

Bilagstabel 5 - fortsat

Løbe- nr.	Rente- sats pct. p.a.	Titel	Udestående beløb pr. 31.dec.1997 (mill. af valutaen)	Udestående beløb pr. 31.dec.1997 (mill.kr.) (1)	Note
XEU-lån - fortsat					
530	var.	1992/2002 swap fra fast rente	25,0	188,3	
-	9,4	1992/2002 swap til variabel rente	-25,0	-188,3	
597	6,65	1994/99 EIB-lån, Danske Motorveje 2 B	40,0	301,3	
714	var.	1996/2002 swap til DEM med variabel rente	-50,0	-376,6	(6)
716	var.	1996/2002 swap til DEM med variabel rente	-50,0	-376,6	(6)
717	var.	1996/2002 swap til DEM med variabel rente	-100,0	-753,2	(6)
721	var.	1996/2002 swap til DEM med variabel rente	-100,0	-753,2	(6)
723	8,5	1996/2002 swap til DEM med fast rente	-150,0	-1.129,8	(6)
725	var.	1996/2002 swap til DEM med variabel rente	-150,0	-1.129,8	(6)
756	5,4	1996/2000 EIB-lån, DSB Electrificering III F	100,0	753,2	
-	5,4	1996/2000 swap til DEM med variabel rente	-100,0	-753,2	
762	5,01	1996/2000 EIB-lån, DSB Electrificering III F	25,0	188,3	
-	5,01	1996/2000 swap til DEM med fast rente	-25,0	-188,3	
763	5,01	1996/2000 EIB-lån, Danske omfartsveje	42,3	318,2	
-	5,01	1996/2000 swap til DEM med fast rente	-42,3	-318,2	
I alt XEU			-559,2	-4.211,9	
Udenlandsk statsgæld i alt			103.613,2		

- (1) Det udestående beløb pr. 31. december 1997 er udregnet efter følgende kurser pr. 31. december 1997 som kurs pr. 100 enheder: AUD = 445,67, BEF = 18,466, CAD = 476,14, CHF = 468,79, DEM = 380,92, ESP = 4,499, FRF = 113,85, GBP = 1.130,66, JPY = 5,25, LUF = 18,466, NLG = 337,97, NZD = 397,89, USD = 682,6, XEU = 753,18.
- (2) Der er tale om swap (i BEF) af LUF-lån.
- (3) Lånet afdrages efter annuitetsprincippet med halv- eller helårlige terminer, dog mindst 1 års afdragsfrihed.
- (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.
- (6) Knyttet til statens indenlandske XEU-lån nr. 249.

Bilagstabel 6.

Renter og afdrag af statens indenlandske gæld, ultimo 1997.

Mia.kr.	Fast forrentet			Variabelt forrentet			I alt		
	Renter	Afdrag	Total	Renter ¹⁾	Afdrag	Total	Renter	Afdrag	Total
1998	45,5	72,4	117,9	0,2	5,5	5,7	45,8	77,9	123,7
1999	39,3	67,2	106,5	0,2	4,3	4,5	39,5	71,5	111,1
2000	35,1	77,8	112,8	0,0	0,0	0,0	35,1	77,8	112,8
2001	28,7	47,8	76,5	0,0	0,0	0,0	28,7	47,8	76,5
2002	24,8	31,4	56,2	0,0	0,0	0,0	24,8	31,4	56,2
2003	22,8	70,0	92,8	0,0	0,0	0,0	22,8	70,0	92,8
2004	17,2	75,4	92,6	0,0	0,0	0,0	17,2	75,4	92,6
2005	11,9	18,0	29,9	0,0	0,0	0,0	11,9	18,0	29,9
2006	11,0	70,0	81,0	0,0	0,0	0,0	11,0	70,0	81,0
2007	5,4	52,6	58,0	0,0	0,0	0,0	5,4	52,6	58,0
2008	1,7	0,0	1,7	0,0	0,0	0,0	1,7	0,0	1,7
2009	1,7	0,1	1,8	0,0	0,0	0,0	1,7	0,1	1,8
2010	1,7	0,1	1,8	0,0	0,0	0,0	1,7	0,1	1,8
2011	1,7	0,0	1,7	0,0	0,0	0,0	1,7	0,0	1,7
2012	1,7	0,0	1,7	0,0	0,0	0,0	1,7	0,0	1,7
2013	1,7	0,0	1,7	0,0	0,0	0,0	1,7	0,0	1,7
2014	1,7	0,0	1,7	0,0	0,0	0,0	1,7	0,0	1,7
2015	1,7	0,0	1,7	0,0	0,0	0,0	1,7	0,0	1,7
2016	1,7	0,0	1,7	0,0	0,0	0,0	1,7	0,0	1,7
2017	1,7	0,1	1,8	0,0	0,0	0,0	1,7	0,1	1,8
2018	1,7	0,0	1,7	0,0	0,0	0,0	1,7	0,0	1,7
2019	1,7	0,0	1,7	0,0	0,0	0,0	1,7	0,0	1,7
2020	1,7	0,0	1,7	0,0	0,0	0,0	1,7	0,0	1,7
2021	1,7	0,0	1,7	0,0	0,0	0,0	1,7	0,0	1,7
2022	1,7	0,0	1,7	0,0	0,0	0,0	1,7	0,0	1,7
2023	1,7	0,0	1,7	0,0	0,0	0,0	1,7	0,0	1,7
2024	1,7	24,4	26,1	0,0	0,0	0,0	1,7	24,4	26,1

Note: Justeret for papirer i statens beholdning af egne obligationer, jf. bilagstabel 5. Ekskl. papirer i statens beholdning under locationswap-ordningen, jf. bilagstabel 8. I forbindelse med overgangen til nye regnskabsprincipper i 1998 er statens 8,5 pct. stående ecu-lån omdefineret fra indenlandsk til udenlandsk statsgæld.

¹⁾ Beregnet med rentesatser pr. 31. december 1997.

Bilagstabel 7.

Renter og afdrag af statens udenlandske gæld, ultimo 1997.¹⁾

Mia.kr.	Renter	Afdrag	Total
1998	5,6	36,2	41,9
1999	4,0	19,2	23,2
2000	2,9	13,8	16,6
2001	2,1	11,4	13,6
2002	1,1	13,1	14,7
2003	0,8	5,7	6,5
2004	0,5	8,7	9,2
2005	0,1	0,3	0,5
2006	0,1	0,7	0,8
2007	0,1	1,0	1,0
Uamortisable obligationer	0,0	0,1	0,1
I alt	17,9	110,2	128,2

Note: I forbindelse med overgangen til nye regnskabsprincipper i 1998 er statens 8,5 pct. stående ecu-lån omdefineret fra indenlandsk til udenlandsk statsgæld. I forhold til bilagstabel 1 er den udenlandske statsgæld derfor opjusteret med 6,5 mia.kr. svarende til lånets hovedstol.

¹⁾ Rentesatser og valutakurser pr. 31. december 1997.

Bilagstabel 8.

Locationswap-ordningens sammensætning pr. 31. december 1997.¹⁾

Løbenr.	Pålydende rente	Papir	Beløb ultimo 1996 mill.kr.	Bevægelser i 1997 mill.kr.	Beløb ultimo 1997 mill.kr.
267	6,25	Statsgældsbevis 1997 I	2.000	-2.000	0
271	7,00	Statsgældsbevis 1997 II	2.000	-2.000	0
275	7,00	Statsgældsbevis 1998 I	2.000	-	2.000
282	6,00	Statsgældsbevis 1999 I	2.000	-	2.000
285	4,00	Statsgældsbevis 2000 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	2.000	-	2.000
280	6	Stående lån 2002	2.000	-	2.000
246	8	Stående lån 2003	2.000	-	2.000
257	7	Stående lån 2004	2.000	-	2.000
286	5	Stående lån 2005	0	+2.000	2.000
269	8	Stående lån 2006	2.000	-	2.000
279	7	Stående lån 2007	2.000	-	2.000
264	7	Stående lån 2024	2.000	-	2.000
I alt			28.000	0	28.000

Note: Bevægelser i 1997 er nettobevægelser.

¹⁾ Locationswap-ordningen lukkes med virkning fra 1. april 1998.

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 transaktionen.

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.

Asset swap:

Se **Swap**.

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 om renter.

Benchmarkobligation:

Begrebet benyttes om en obligation, der er toneangivende på obligationsmarkedet. Den bruges som reference i prisfastsættelsen af de øvrige obligationer på markedet.

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, fx afdrag på lån.

Buy/sell back:

Se **Repo**.

CEDEL:

Centrale de Livraison de Valeurs Mobilières. Afviklings- og depotinstitution for værdipapirer. Institutionen ligger i Luxembourg og ejes af et konsortium af internationale banker. CEDEL er sammen med **Euroclear** den primære afviklings- og depotinstitution for euroobligationer, se **eurobondmarkedet**.

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. Cibor er referencerente for en lang række finansielle kontrakter. Se også **Libor**.

Commercial Paper (CP):

Betegnelsen bruges først og fremmest om korte gældsbeviser i USA (for nationale udstedere som fx Danmark kaldet Sovereign Notes), hvor løbetiden kan variere fra 1 til 270 dage, men Commercial Paper kan også udstedes på andre nationale markeder og på euromarkedet (**Euro Commercial Paper - ECP**) 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 bond:

Lån, som er optaget og forrentes i én valuta, mens afdrag er fastsat i en anden valuta. Et sådant lån er i realiteten en kombination af et **annuitetslån** (renterne) i den ene valuta og et **nulkuponlån** (afdraget) i den anden. Se også **Reverse dual currency bond**.

ECB:

Den Europæiske Centralbank. ECB skal føre møntunionens monetære politik i 3. fase af ØMU'en. Den fælles centralbank vil i 3. fase 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 ved en EU-rådsforordning og anvendes som regningsenhed i EU og som reserveenhed i EMS-centralbankerne. Den er sammensat af faste mængder af 12 EU-landes valutaer. Finlands, Sveriges og Østrigs valutaer er ikke inkluderet. Mængderne afspejler landenes relative økonomiske betydning, og sammensætningen blev tidligere revideret med 5 års mellemrum, men således at værdien af ecu forblev uændret på revisionstidspunktet. Ecuens nuværende sammensætning blev fastsat i september 1989 og er følgende:

1 XEU = 0,6242 DEM + 1,332 FRF + 0,08784 GBP + 151,8 ITL + 0,2198 NLG + 3,301 BEF + 0,13 LUF + 0,1976 DKK + 0,008552 IEP + 1,44 GRD + 6,885 ESP + 1,393 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**. Denne beslutning er udmøntet i Rådsforordning nr. 1103/97, vedtaget med hjemmel i Maastricht-traktatens artikel 235 (Artikel 235-Rådsforordningen). I henhold til Traktaten vil ecu ophøre med at være defineret som valutakurv pr. 1. januar 1999, og ifølge rådsforordningen fortsættes ecu-kontrakter i euro i forholdet 1:1, medmindre parterne har aftalt andet.

Værdien af 1 ecu beregnet på grundlag af de valutaer, som indgår i kurven, var ultimo 1997 7,5280 kr. Der handles også ecu i det private marked, hvor der ikke er nogen direkte forbindelse til valutakurven. Markedsværdien af 1 ecu var ultimo 1997 7,5292 kr.

Effektiv rente:

Den diskonteringsrente, der indebærer, at en obligationens nutidsværdi lig med dens faktiske pris: $K + V = \sum C_t (1 + i)^{-t}$

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

EMI:

Det Europæiske Monetære Institut i Frankfurt. EMI blev oprettet den 1. januar 1994 ved begyndelsen af 2. fase af 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. Emissionskurstab blev tidligere udgiftsført på statsregnskabet i takt med lånets forfald under betegnelsen **fordelte emissionskurstab**. Fra den 1. januar 1998 er regnskabsprincipperne for statsgælden ændret. Fremover skal emissionskurstabene fordeles lineært over lånets løbetid.

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:

Den fælles valuta i ØMU'en (ISO-møntkode EUR). Ifølge konklusionerne fra EU's Madrid-topmøde i december 1995 skal der ske en trinvis overgang til den fælles valuta efter starten på ØMU'ens 3. fase den 1. januar 1999. Frem til den 1. januar 2002, hvor de

fælles sedler og mønter introduceres, vil euro kun eksistere som "kontopenge", mens de nationale valutaer fortsat anvendes ved kontante betalinger. Senest den 1. juli 2002 bliver euroen eneste lovmæssige betalingsmiddel inden for ØMU'en.

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 for værdipapirer. Institutionen, der ligger i Bruxelles, ejes af et konsortium af banker og drives af Morgan Guaranty Trust Company. Euroclear er sammen med CEDEL den primære afviklings- og depotinstitution for euroobligationer, se **eurobondmarkedet**.

Euro Medium Term Notes (EMTN):

Medium Term Notes udstedt på **eurobondmarkedet**.

Fitch IBCA:

Internationalt kreditvurderingsbureau (rating agency), hvis speciale er vurdering af banker, se sidst i ordlisten.

Floating Rate Note (FRN):

Variabelt forrentet obligationslån.

Fordelte emissionskurstab:

Under de gamle regnskabsprincipper, gældende indtil den 31. december 1997, blev **emissionskurstab** posteret i statsregnskabet som en renteudgift, tidsmæssigt fordelt svarende til lånets afdrag. Eksempelvis blev hele emissionskurstabet for et stående lån udgiftsført i udløbsåret. Efter de nye regnskabsprincipper skal emissionskurstabene fordeles lineært over lånets løbetid. Over lånets løbetid er summen af de fordelte emissionskurstab ens for de to principper, men udgiftsførslen af emissionskurstabet fremrykkes under det nye princip.

Forward exchange rate:

Se **terminkurs**.

Forward Rate Agreement (FRA):

Aftale mellem to eller flere parter om fastsættelse af en rentesats, **forwardrenten**, 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 markedsterminologien 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 . Forwardrenter kan handles i form af **forward rate agreements (FRA)**.

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

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

hvor r_t er den t -årige nulkuponrente i dag.

Forward swap:

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

Futures:

Aftaler om fremtidig levering af en fordring (det underliggende aktiv) til en på forhånd aftalt pris. Futures kan være baseret på valuta, obligationer, aktier eller råvarer. Futures er i modsætning til **terminkontrakter** kendetegnet ved at være standardiserede med hensyn til løbetid og kontraktstørrelse. Derudover er de omsættelige og har løbende afregning (**mark-to-market**). I forhold til terminkontrakter er kreditrisikoen på modparten således mindre, men likviditetskravet større. På markederne for obligationsfutures kan flere forskellige obligationer ofte benyttes (være "deliverable into the future") ved afregningen.

Indenlandsk bruttofinansieringsbehov:

Opgøres som **bruttokassesaldo** fratrukket opkøb og afdrag på den udenlandske statsgæld.

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 Swaps and Derivatives 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 af debitor kan førtidsindfries på forud fastlagte betingelser. 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 koordination, distribution og dokumentation af udbuddet. Distribution af obligationslånet foretages normalt 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 uge, 1, 3, 6 eller 12 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:

Likviditetsbegrebet kan opdeles i fire delkomponenter: dybden, bredden, umiddelbarheden og restitutionsevnen. Obligationer, som er likvide, er normalt kendetegnet ved en stor cirkulerende mængde, høj omsætning, og et lille spread mellem bud- og udbudsprisen. Generelt vil investorer være villige til at betale en højere pris for en mere likvid obligation (likviditetspræmie). Se i øvrigt *Statens låntagning og gæld 1997*, kapitel 8.

Locationswap:

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 ét clearingsystem (fx **Euro-clear**), og som sælges til levering i et andet system (fx Værdipapircentralen), først er til rådighed på køberens (Værdipapircentral)-konto dagen efter valør. Det er derfor ikke nødvendigt at indgå locationswaps, 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 værdipapirhandler, som løbende stiller forpligtende købs- og salgsspriser i værdipapirer (sædvanligvis med maksimum for handelsstørrelse).

Medium Term Note (MTN):

En obligation der udstedes i henhold til standardiseret lånedokumentation. Forekommer både på det amerikanske marked og på **eurobondmarkedet (EMTN)**.

Mindsterenten:

Den mindste kuponrente på obligationer, der tillades, hvis kursgevinster for personer skal friholdes for beskatning, jf. kursgevinstloven (lov nr. 439 af 10. juni 1997).

Mindsterenten fastsættes ordinært for halvårene januar-juni og juli-december. Mindsterenten fastsættes på grundlag af en referencerente, der dagligt beregnes af Københavns Fondsbørs. Referencerenten beregnes som et simpelt gennemsnit, opgjort med to decimaler, af de effektive renter på åbne fast forrentede kroneobligationer (bortset fra konverterbare obligationer noteret over pari samt indeksobligationer) for de seneste 20 børsdage forud for den 15. december og 15. juni. Mindsterenten udgør 7/8 af den således opgjorte gennemsnitsrente, nedrundet til nærmeste hele antal procentpoint.

Mindsterenten kan ekstraordinært ændres, hvis referencerenten 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 nye mindsterente udgør 7/8 af gennemsnittet af referencerenten i disse 10 børsdage nedrundet til nærmeste hele procentpoint.

Den ordinært fastsatte mindsterente var i 1. og 2. halvår 1997 4 pct. Mindsterenten for 1. halvår 1998 er 4 pct.

Moody's:

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

Negative pledge:

En låneklausul, der begrænser låntagers muligheder for at stille sikkerhed. I sin strenge 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:

Summen af **DAU-saldoen**, genudlån, **fordelte emissionskurstab** og andre kapitalposter. Under de regnskabsprincipper for statsgælden, der var gældende indtil 1. januar 1998, indgik nettoobligationskøb (primært til Den Sociale Pensionsfond) også i nettokassesaldoen. Efter den 1. januar 1998 indgår nettoobligationskøb alene i **bruttokassesaldoen**.

Nulkuponobligation:

Obligation hvor der ikke betales kupon, og hvor afdragsbetalingen er placeret ved lånets udløb. Låneomkostningerne 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 ejers 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.

Ud over de her nævnte kategorier eksisterer der flere andre optionskategorier på de finansielle markeder.

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 fast eller variabelt forrentet obligationslån uden særlige vilkår knyttet til lånet.

Primært marked:

Marked for nyudstedte obligationer. 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 nye offentlige emissioner. Indeholder al relevant information vedrørende emissionen.

Public issue:

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

Rating:

Kreditvurdering givet af kreditvurderingsinstitutter som fx **Standard & Poor's**, **Moody's** eller **Fitch IBCA**. Se oversigt sidst i ordlisten.

Redenominering:

Ændring af den valutaenhed et finansielt aktiv eller passiv er denomineret i.

Rentestruktur:

Sammenhængen mellem rente og løbetid på værdipapirer. 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 eller ved **nulkuponrenten**.

Repo:

Ved en Repurchase Agreement (repo) forstås én transaktion, hvorved en sælger/låntager mod samtidig betaling overdrager værdipapirer til en køber/långiver og således, at sælger/låntager ved aftalens indgåelse forpligter sig til at tilbagekøbe papirerne til en på forhånd fastsat pris. I kontrakterne er repoen af juridiske/tekniske grunde defineret som salg og genkøb af værdipapirer, men reelt er der tale om lån mod sikkerhedsstillelse. Modparten i en sådan handel indgår en reverse repo, altså et pengeudlån mod sikkerhed i værdipapirer.

Beslægtet med repoforretninger er buy/sell back-forretninger. En buy/sell back er en spothandel og en terminsforretning indgået på samme tidspunkt. Der købes værdipapirer spot, som samtidig sælges på terminsforretning. Til forskel fra en repo tilfalder kuponrenten i handlens løbetid køber.

Reverse dual currency bond:

Lån, som er optaget og afdrages i én valuta, mens forrentningen sker i en anden. Se også **Dual currency lån**.

Samurai:

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:

$$1 \text{ SDR} = 0,582 \text{ USD} + 0,446 \text{ DEM} + 0,813 \text{ FRF} + 27,2 \text{ JPY} + 0,105 \text{ GBP}.$$

Værdien af 1 SDR var ultimo 1997 9,2029 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. På det danske obligationsmarked skelnes mellem spot- og terminsmarked ved levering efter 3 dage. For penge- og valutamarkedet skelnes der ved levering efter 2 dage.

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:

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.

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, med løbetider i intervallet fra 1-10 år. Der kan være tale om bytte af ydelser svarende til lån enten i samme valuta, men med forskellig rente fx variabel kontra fast rente, jf. nedenfor, 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. Renteswaps er typisk mellem fast og variabel rente eller mellem ét variabelt renteindeks og et andet.

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

låner 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 afslutning, men undertiden udelades det ved start (hvor de værdier, der skal udveksles, som nævnt sædvanligvis er lige store).

Værdien af en swap er som regel 0 ved indgåelse, men swappen kan efterfølgende antage positiv eller negativ værdi afhængig af markedsudviklingen.

Swap assignment:

Udtrykket anvendes, når en swap overtages af en anden modpart end den oprindelige modpart. Formålet med en sådan transaktion kan være at nedbringe den potentielle kreditrisiko på den oprindelige swap modpart.

Swaprente:

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

Swap termination:

Når en swap afsluttes før egentligt udløb, siger man, at den termineres. Det kan ske efter konkret aftale mellem parterne, eller fordi der er indtruffet en begivenhed, der ifølge aftalen giver den ene part ret til at opsige swappen. Ved termination opgøres swappens markedsværdi, som betales af den part, der er "out of the money".

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 i samme serie. Statspapirer og realkreditobligationer holdes i Danmark oftest åbne i en længere periode.

Terminskontrakt:

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

Terminskurs:

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. Benævnes forward exchange rate på engelsk.

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, typisk hver 3. eller hver 6. måned. Den variable rente, som skal betales på en swap eller et lån (**Floating Rate Note**), vil normalt blive fastsat på basis af de af "Telerate" eller "Reuters" noterede **Libor**-satser på et bestemt tidspunkt på dagen.

Varighed:

Et udtryk for renterisiko. Varighed beregnes som middeltidspunktet for betalingerne på aktivet opgjort til nutidsværdi. Jo større varigheden på et finansielt aktiv er, jo længere er den gennemsnitlige tid til betalingerne på aktivet. Varigheden udtrykker også, hvor meget en ændring i renteniveauet påvirker aktivets nutidsværdi.

Med betegnelserne C_t = ydelse på tidspunkt t og i = **effektiv rente** fås

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

For en **nulkuponobligation** er varigheden 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 forholdsæssig kupon til sælgeren for perioden fra sidste termin til købstidspunktet. Til gengæld får køberen hele den følgende kuponbetaling. Handles papiret mindre end 30 dage før næste terminsdato, betaler sælgeren rente til køberen for perioden indtil næste termin, men 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
Euro	Fælles valuta i ØMU	EUR
ECU	Europæisk regneenhed	XEU
SDR	Speciel trækingsrettighed	XDR

Kreditvurderingsbetegnelser:

De mest kendte kreditvurderingsselskaber anvender for gæld i almindelighed følgende betegnelser, som knyttes til konkrete lån og ikke til låntageren som sådan:

Moody's: Aaa, Aa, A, Baa, Ba, B, Caa, Ca og C.

For kategorierne Aa til B benyttes 1, 2 eller 3 til at angive lidt bedre eller lidt dårligere status inden for kategorien.

Standard & Poor's: AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C, og D.

For kategorierne AA til CCC benyttes + eller - til at angive lidt bedre eller lidt dårligere status inden for kategorien.

Fitch IBCA: Kategorier svarende til *Standard & Poor's*.

Aaa/AAA (triple A) er den højeste 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.

Ratings af den danske statsgæld i fremmed valuta.

	Standard & Poor's	Moody's	Fitch 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".

For Commercial Papers og korte forpligtelser i øvrigt anvendes følgende betegnelser:

Moody's	Standard & Poor's	Fitch IBCA
P1 (Prime 1)	A-1+	F1+
P2	A-1	F1
P3	A-2	F2
Not Prime	A-3	F3
	B	B
	C	C
	D	

P1/A-1+/F1+ er den højeste rating, hvilket er ratingen for statens Commercial Papers-programmer.

Ratings af udvalgte landes gæld i fremmed valuta.¹⁾

	Standard & Poor's		Moody's	
	Nuværende	Seneste ændring ²⁾	Nuværende	Seneste 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)	Aaa	sep.97 (Aa1)
Belgien	AA+ (S)	okt.88	Aa1	mar.88
Canada	AA+ (S)	okt.92 (AAA)	Aa2	dec.95 (Aa1)
Danmark	AA+ (S)	okt.91 (AA)	Aa1	aug.86 (Aa2)
New Zealand . .	AA+ (S)	jan.96 (AA)	Aa1	feb.96 (Aa2)
Sverige	AA+ (S)	mar.93 (AAA)	Aa3	jan.95 (Aa2)
Australien	AA (P)	okt.89 (AA+)	Aa2	aug.89 (Aa1)
Finland	AA (S)	dec.96 (AA-)	Aa1	jan.97 (Aa2)
Irland	AA (S)	maj 95(AA-)	Aa1	feb.97 (Aa2)
Spanien	AA (S)	aug.88	Aa2	feb.88
Italien	AA (N)	mar.93(AA+)	Aa3	jul.96(A1)
Portugal	AA- (P)	maj 93	Aa3	feb. 97 (A1)
Mexico	BB (P)	feb.95 (BB+)	Ba2	apr.96 (Ba3)

¹⁾ Som publiceret pr. januar 1998.

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

Note: (S) = ratingudsigt stabil

(P) = ratingudsigt positiv

(N) = ratingudsigt negativ