

Udviklingen på de internationale kapitalmarkeder og i statens låneformer i de sidste 20 år

Lars Tybjerg, Budgetdepartementet, Finansministeriet

Udviklingen på de internationale kapitalmarkeder er i de sidste 20 år løbet meget hurtigt, både i beløb og i låneformer. F. eks. andrager emissionen af såkaldte euro-obligationer nu op mod 200 mia. dollars årligt mod et par mia. årligt i slutningen af 1960'erne. Den danske stat har i mange af årene været en vægtig låntager, ikke mindst i 1986, hvor kun Verdensbanken var en større låntager på de internationale kapitalmarkeder end staten. Foruden at have selvstændig interesse, er gennemgangen af statens låneformer samtidig en redegørelse for omskiftelserne på de internationale markeder.

Obligationer og private placements dominerende til ca. 1975

Op til midten af 1970'erne fandt størstedelen af statens låntagning i udlandet sted ved udstedelse af obligationer og såkaldte "private placements". Sidstnævnte er i princippet enkeltaftaler med de pågældende långivere, men i adskillige tilfælde blev der dog udstedt obligationer, som långiveren straks eller senere kunne videresælge. Stykstørrelsen var dog sædvanligvis betydelig større end for almindelige obligationer. Til tider optages private placements til notering på en børs, hvad (offentlige) obligationer altid gør.

Lånene blev optaget ved blokemissioner, der stadigt er det almindeligste i mange lande (modsat løbende emissioner som i Danmark). Emissionerne blev forestået af den valgte ledende bank (lead manager), evt. i samarbejde med co-lead manager(s). Låntageren og den ledende bank aftalte nogle indikative vilkår, hvorefter lead manager(s) son-

derede salgsmulighederne hos en gruppe af andre banker og eventuelt mere endelige långivere. Herefter aftaltes de endelige vilkår, og bankerne garanterede at aftage hele emissionen (underwriting).

Syndikerede bankkreditter ca. 1975-1983

Bankernes rolle var nogenlunde som ved emissionen af obligationer, bortset fra at bankerne selv blev de endelige långivere. Gruppen af banker, der deltog i et lån, blev betegnet et syndikat, og lead managers arbejde med etableringen blev følgelig betegnet syndikering.

Efter 4-doblingen af råolieprisen i vinteren 1973-74 fik de olieproducerende lande store indtægter. I betydeligt omfang valgte disse lande at placere pengene som korte indskud i private banker, herunder ikke mindst store amerikanske banker. Disse banker fik derfor stor stigning i deres udlånsmuligheder, dels ved korte indskud i andre banker, dels ved lån med længere løbetid til endelige låntagere. Disse forretninger blev i meget høj grad varetaget af banker i London, herunder og ikke mindst af filialer eller datterbanker af udenlandske banker.

Rentedannelsen på interbankmarkedet for korte indskud blev derfor dominerende, og renten på banklån blev typisk fastsat som LIBOR (London Interbank Offered Rate - rente, hvortil banker tilbyder indskud i andre banker) plus en overrente, ikke mindst afhængig af løbetid og vurderingen af låntagers kreditværdighed.

Den danske lånepolitik blev også påvirket fra en anden side, nemlig det voksende betalingsbalanceunderskud og en stadigt mere tøvende privat kapitalimport. Behovet for statslig låntagning blev følgelig kraftigt forøget. Dette behov blev i et vist omfang klaret ved traditionelle obligationslån, men langt vigtigere blev de syndikerede bankkreditter, hvor der var mulighed for meget fleksibel låntagning i virkeligt store beløb.

Fleksibiliteten bestod specielt i, at låntageren ikke behøvede at trække hele beløbet straks, men kunne føre dette inden for ofte det første år af lånets løbetid. Dette var særdeles praktisk for et land med betydelige variationer i lånebehovets udvikling, og det blev i slutningen af 1970'erne og begyndelsen af 1980'erne den dominerende låneform. Endvidere blev det i mange tilfælde aftalt, at låntager ved hver termin (typisk hvert halve år) kunne få lånet omlagt til en anden valuta (med tilhørende eventuelt højere eller lavere rente end den oprindeligt aftalte lånevaluta).

Udviklingen på de internationale kapitalmarkeder drejede imidlertid i 1983 ret brat bort fra de syndikerede bankkreditter, ja faktisk så brat, at de to sidste, staten optog, blev opsagt, før de blev udnyttet. Det drejede sig om lån arrangeret i første halvdel af 1983, nemlig 1,3 mia. USD med Morgan Guaranty som ledende bank og 0,3 mia. USD med First Chicago.

Floating Rate Notes især ca. 1983-1986

Den lånetype, der overvandt bankkreditterne, var de såkaldte Floating Rate Notes (variabelt forrentede obligationer). Danmark havde kontraheret et par mindre emissioner i 1981 og 1982, men det var først i 1983, at de rigtigt slog igennem med udstedelsen af op mod 1 mia. USD, i 1984 med 1,3 mia. USD, og i 1986 med 1 mia. USD.

Ved Floating Rates Notes (FRN) modtager låntager hele låneprovenuet straks, og der var således ikke den fleksibilitet med hensyn til udnyttelse og valutaomlægning, som bankkreditterne rummede. Til gengæld viste FRN sig at blive mærkbart billigere end bankkreditterne, hvor overrenten i forhold til LIBOR lå på ikke under 60 bp (basispoints/100-dele af 1 procent), stigende til op mod 80 bp i de sidste dele af lånets løbetid. For FRN var overrenten for et lån optaget i januar 1984 ca. 29 bp, selvom løbetiden var 15 år mod typisk 7 år for bankkreditterne.

I stedet for som før 1983 typisk at råde over endnu ikke (fuldt) udnyttede bankkreditter blev i 1984 etableret en 10 års **syndikeret beredskabskredit** på 1 mia. USD. Hensigten var alene at bruge denne (kasse)kredit i valutærisk besværlige perioder. Man kunne derfor tillade sig at acceptere ret høje overrenter (stigende med udnyttelsen), når blot den løbende provision for at have trækingsmulighederne var meget lille, nemlig 5 bp p.a., et dengang uset lavt niveau. Denne er opsagt i sommeren 1988 (på baggrund af de forbedrede trækingsmuligheder inden for EMS-systemet, de rigelige valutareserver og de senere etablerede billigere kilder til valuta, bl.a. commercial paper, der omtales senere).

Baggrunden for opblomstringen for FRN var antageligt, at bankerne gjorde sig klart, at investeringer i FRN havde fordele fremfor bankudlån, som de jo ellers fra tidernes morgen havde været vant til. Den ene fordel er, at FRN i lande, hvor kapitalkravet for banker regnes på aktivsiden, hyppigt blev holdt udenfor, hvorfor investeringer i FRN således ikke krævede forrentning af egenkapital.

En anden fordel viste sig i forbindelsen med gældskrisen i 1982, nemlig at låntagere, der kom i vanskeligheder, havde let ved at gribe til at presse deres bankkreditorer, mens det er langt sværere – for ikke at sige umuligt – at

presse anonyme obligationsejere, bl.a. fordi de ikke kan identificeres, og fordi undladelse af betalinger af renter og afdrag på obligationer må antages at ødelægge alle muligheder for at sælge nye obligationer.

Derimod viser erfaringerne, at mulighederne for at få nye banklån slet ikke ebber ud, selv om der vises tilbageholdenhed med betalinger på løbende lån. (Jævnfør at de dårlige låntagere er meget påpasselige med tilbagebetaling af (korte) handelskreditter, antagelig netop fordi reaktionen på misligholdelse på dette område vil være anderledes hurtig end for de mellemlange og lange bankkreditter).

For det tredje synes ikke mindst bankinvestorer ikke tidligere fuldt ud at have gjort sig klart, at variabelt forrentede obligationer ikke er kursstabile som fastforrentede obligationer. Det var videre karakteristisk, at den effektive rente kun voksede svagt (i lange intervaller slet ikke) med løbetiden. Hertil kom, at en række FRN blev emitteret i meget store lån, f.eks. 500 mill. USD, hvorfor det blev forventet, at der gennem hele lånets løbetid ville være et aktivt marked (med potentielle købere og sælgere), således at en investor hurtigt kunne likvidere en portefølje af FRN. Omsætteligheden i de traditionelle fast forrentede euro-obligationer var langt ringere.

I bankkredse bredte sig derfor den holdning, at en FRN (næsten) var et money market instrument, dvs. et helt kortfristet papir, f.eks. indlånskøntanter. Denne holdning beroede imidlertid på forkert vurdering. Den flydende rente fjernede den renterisiko, der er ved fastforrentede aktiver, men ikke kreditrisikoen. Markedet for FRN led da også i slutningen af 1986 og i 1987 et grimt knæk. Mange FRN var udstedt af banker, og de blev – som nævnt – hyppigt købt af banker. Bankerne kunne således ende op med at eje hinandens

FRN, dvs. at hvis en bank kom i vanskeligheder, ville dens vanskeligheder blive forstærket af, at nogle af aktiverne, nemlig en anden banks FRN, ikke var så solide, som man kunne tro, da nogle af denne banks aktiver, nemlig den første banks FRN, havde vist sig ikke at være sikre. Da erkendelsen af disse sammenhænge bredte sig i markederne, faldt bank-FRN markant, hvilket efterhånden trak kurserne på andre FRN med ned. Dette skabte stor mistillid til holdbarheden for nye FRN, hvorfor emissionerne heraf – i hvert fald for en tid – er sygnet hen.

Bought deals og licitation

I indledningen blev beskrevet den traditionelle fremgangsmåde for fastsættelse af lånevilkår for obligationer, private placements og syndikerede bankkreditter. Denne fremgangsmåde blev fra ca. 1983 i mange tilfælde afløst af "bought deals", hvor den ledende bank uden (kendte) sonderinger afgiver tilbud om at arrangere lånet på de og de vilkår. Den ledende bank påtager sig således selv helt og fuldt risikoen for at kunne sælge andele af lånet (obligationer) til andre banker eller investorer.

Dette system kan dog kun anvendes for kendte låntagere, hvor spørgsmålet ikke er, om lånet kan afsættes, men alene om tilbudsgiveren har bedømt markedssituationen rigtigt. Da renten på en række internationale kapitalmarkeder, bl.a. for USA, faldt gennem 1985 og til langt ind i 1987, blev mange låneforretninger ikke registreret som tabsgivende for de tilbudsgivende banker, selvom de havde været meget aggressive, når de sammenholdes med markedsvilkårene på tilbudstidspunktet (idet obligationerne efterhånden kunne afhændes til stigende kurser).

Anvendelse af "bought deals" muliggjorde endvidere licitation (competitive bidding).



Konkurrencen mellem banker var så intens, at det til tider var svært for låntagerne at komme uden om etablering af sådan tilbuds-konkurrence. Alligevel har det flere gange givet anledning til kritik af låntagerne i den internationale finanspresse, idet der argumenteres, at denne metode fører til så billige tilbud, at tilbudsgiverne har svært ved at videresælge obligationerne og følgelig ikke tjener tilstrækkeligt til at opretholde "sunde" forhold. Det har dog været uhyre sjældent, at der fra bankside har været megen energi for dagen for at blive indbudt til at deltage i licitationer.

Swaps i stærk stigning fra 1983

Drejningen fra syndikerede bankkreditter til FRN var et iøjenspringende element i udviklingen på de internationale kapitalmarkeder i 1983-84. Knap så iøjensfaldende, men til gengæld af endnu større og varig betydning var opsvinget i brugen af swaps (bytte mellem to parter af aftalte betalingsstrømme, f.eks. renter, afdrag og hovedstole på faktiske eller konstruerede lån, i samme eller forskellige valutaer). Swapteknikken har givet staten mange fordele. I 1983-87 blev således etableret swaps i tilknytning til 1/3 af brutto-låntagningen.

I 1983-86 vedrørte **renteswaps** primært USD-eurobond lån med fast rente, der blev swappet til variabel rente, ned til 60 bp under LIBOR. Det er ikke fuldt gennemskueligt, hvordan så fordelagtige vilkår kunne opnås, men der gættes bl.a. på følgende: en række selskaber i USA er ikke store nok til selv at foretage obligationsemissioner. De er derfor henvist til at låne til variabel rente i bankerne. Virksomhederne vil imidlertid ofte hellere låne til fast rente, hvorfor de efterspørger swaps fra variabel til fast rente. Danmark er en kendt - og anerkendt - låntager på eurobondmarkedet, hvor vi kan låne til fast rente. Disse forpligtelser kan så swappes - via en

bank - med virksomheder, der efterspørger fastrenteforpligtelser. Tilsvarende, men med lidt mindre fordel, kan ske, når blot selskabet, der ønsker USA-fastrenteforpligtelser ikke kan låne så billigt på eurobondmarkedet eller i USA som Danmark.

Når det drejer sig om **valutaswaps** er halvde-len startet i JPY, typisk mod forpligtelser i variabelt forrentede USD. De øvrige valutaswaps er typisk også gået til variabelt forrentede USD, idet modparterne har påtaget sig forpligtelser i NZD, AUD og CAD.

Her er det heller ikke altid klart, hvordan der bliver basis for swaps, der kan skaffe staten forpligtelser i typisk USD til variabel rente med negativ overrente (hyppigt LIBOR - 40 bp), således at det danske samfund kan tjene penge på at anvende provenuet til køb af FRNs eller til indskud i banker til LIBID (den rente, hvortil banker i London tilbyder at modtage indskud fra andre banker), der sædvanligvis andrager LIBOR minus 1/8 pct.

Baggrunden er hyppigt offentlig regulering af den ene eller anden art. F.eks. må japanske livsforsikringsselskaber kun udlodde løbende afkast og ikke kapitalgevinster. Dette indebærer, at de tenderer til at have stor interesse for højrenteobligationer, men ser lidt stort på valutarisici.

Andre eksempler er kuponskatten på indenlandske obligationer i New Zealand, kombineret med at der fra tid til anden opstår stor interesse for NZD-obligationer med høj rente hos ikke mindst små og mindre investorer i Mitteleuropa. Disse investorer er villige til at opnå et lidt mindre afkast fra en kendt europæisk låntager end det, der ønskes fra en - almindeligvis mindre kendt - obligationsudsteder i New Zealand. Hertil kommer, at disse investorer hyppigt næppe ønsker at have ulejlighed med (og registrering af) tilbagebe-

taling af den lave kuponskat.

For låntagere i New Zealand gælder, at de slipper udenom kuponskatten ved at optage f.eks. USD-lån i udlandet, men da de hellere vil have NZD-forpligtelser, er man villig til at gå ind i en swap med f.eks. den danske stat, hvor staten påtager sig USD-forpligtelserne. Bortset fra omkostninger bliver fordelene ved at undgå kuponskat således fordelt mellem obligationskøberne, låntageren i New Zealand, staten og de formidlende banker.

Også i australske dollars (AUD) har der i de senere år jævnligt vist sig swap-muligheder, der kunne skaffe Danmark lån i USD til et stykke under LIBOR (såkaldte sub-libor funds). Baggrunden er som for mange USD-swaps, at virksomheder i Australien gerne vil låne AUD til fast rente, men det kan ikke lade sig gøre ved normale banklån eller obligationsudstedelser. På eurobondmarkedet kan derimod næsten jævnligt sælges AUD-fastrenteobligationer (til investorer i Europa og Mellemøsten), der finder en rente højere end USD-renten attraktiv. Men disse investorer finder åbenbart ikke australske selskaber eller banker acceptable skyldnere, mens man er villig til at købe obligationer udstedt af f.eks. Danmark. Et tredje led er, at f.eks. australske banker er i stand til at låne LIBOR-baserede midler i f.eks. London.

Alt i alt muliggør de omtalte forskelle i markedsforholdene i Europa og Australien med andre ord, at de australske banker påtager sig AUD-forpligtelser overfor Danmark mod, at staten påtager sig USD-forpligtelser. Den australske bank kan herefter tilbyde sine kunder fastrentelån, finansieret ved løbende LIBOR-baserede lån i London. Således bliver alle tilfredse, herunder også den – sædvanligvis europæiske – bank, der påtager sig afsætningen af de danske AUD-obligationer.

Udover swaps i tilknytning til ny låntagning

påbegyndte staten i 1986 at indgå såkaldte "isolerede" swap-transaktioner. Baggrunden har primært været et ønske om at ændre gældens valutasammensætning og inden for de enkelte valutaers sammensætning på renteform for at reducere afhængigheden af en uheldig udvikling (set fra dansk synspunkt) i valutakurser og renteforhold.

Dette formål kunne i og for sig tilgodeses ved at låne direkte i de valutaer med den ønskede renteform. Markederne har imidlertid meget forskellig evne til at absorbere nye (danske) lån. F.eks. bliver lån fra adskillige større, især multinationale selskaber modtaget relativt bedre på det schweiziske kapitalmarked end på eurobondmarkedet. Både det amerikanske selskab og Danmark kan derfor blive bedre stillet derved, at begge parter optager lån der, hvor de bliver bedst modtaget, plus swapper forpligtelser. Der kan oven i købet blive en spread til den formidlende bank.

Frills: Storhedstid 1984-1987

Også på andre fronter end swaps var årene fra 1984 præget af megen kreativitet, ikke mindst mht. at finde på iøjenfaldende navne på nye låneformer. Staten har optaget en række lån med sådanne nye særlige konstruktioner, men i det sidste års tid har anvendelsen af særlige lånkonstruktioner været i aftagende.

I nogle år var innovationstempoet forbløffende. Der blev sat meget ind på at finde på nye former og på at lancere dem så hurtigt som muligt. Udviklingen var drejet derhen, at innovationer blev en stærk selvstændig konkurrenceparameter. Mange kunne undre sig over, hvor køberne kunne findes til de nye former, og specielt at køberne synes at købe, før de havde haft ordentlig tid til at vurdere, hvorvidt det nye produkt passede ind i deres investeringsstrategi. Det kunne godt virke som om, det også på købersiden blev vigtigt

at være med på det nyeste, blot fordi det var nyt.

Som nævnt, så gik dampen noget af dette ræs efter nogle år, antagelig fordi investorerne efterhånden blev klare over, at fordelene for dem ved de nye former ikke var så store alligevel. Og denne erkendelse førte vel i mange tilfælde til et ønske om at sælge papirerne, hvorfor mange investorer opdagede, at papirerne ikke var salgbare til, hvad investorerne opfattede som rimelige priser, ikke mindst fordi markederne ikke er nær så dybe, som man umiddelbart kunne tro.

Når investorer har oplevet dårlige salgsmuligheder et antal gange, bliver der lige så stille mistro til nye tilbud om særlige låneformer. I stedet vender en væsentlig køberinteresse sig mod standardprægede emissioner i størrelser, der sikrer, at der i en god del af lånets løbetid er et aktivt marked.

Særlige låneformer kan dog også blive skabt ud fra andre overvejelser end mode-racet med at være først med det nye. Her tænkes specielt på, at en del nye låneformer konstrueres med henblik på at imødekomme særlige ønsker på delmarkeder, hyppigt på grund af offentlig regulering. Et særligt karakteristisk eksempel er allerede nævnt i anden sammenhæng, nemlig de japanske regler for livsforsikringsselskaber.

I disse tilfælde er der tale om stærkt bevidste investorer, der må formodes at være på det rene med investeringernes karakter og derfor bliver de næppe skuffet. Når nogle af disse særlige former heller ikke er så hyppige længere, kan forklaringen eventuelt være, at de pågældende investorer ikke ønsker at provokere tilsynsmyndighederne for stærkt. Det kan også være, at disse investorer fra myndighederne har fået vink om, at de ikke bør udnytte reglerne så langt.

Et eksempel er de såkaldte **dual currency bonds**, hvor renten bestemmes og betales i en valuta, mens hovedstolen aftales og tilbagebetales i en anden valuta. Et eksempel er et lån fra 1986, hvor hovedstolen er i JPY, men renten betales i NZD. Staten ønskede ikke at gå ind i de særlige valutarisici eller valutakurschancer, denne konstruktion indebar, hvorfor der samtidig blev indgået swap til variabelt forrentede USD. Investorinteressen var så stor, at de danske omkostninger blev LIBOR -60 bp.

Et andet eksempel er de såkaldte **Heaven-and-Hell bonds**, hvor låntager får rabat, hvis værdien af lånevalutaen på indfrielsestidspunktet er steget over en vis grænse, mens omvendt låntager skal betale ekstra, hvis lånevalutaens værdi er faldet under en vis grænse.

Tilsvarende fænomener kendes også for **variabelt forrentede lån**. I mange år har det været almindeligt, at banklån indeholdt bestemmelser om en **mindsterente**, der skal betales uanset indikatorrenten falder til et lave niveau. Som et modstykke dukkede **caps** frem, fulgt af **collars** med både et gulv og et loft. I starten var disse elementer knyttet til lån, men det varede ikke længe, før der blev organiseret separate handler i disse elementer.

Et særligt område er **optioner**, der som bekendt er en ret til at købe (call option) eller en ret til at sælge (put option) et specificeret finansielt instrument til en pris, der aftales nu, på et bestemt tidspunkt eller i en afgrænset periode.

Forskellige typer af optioner har eksisteret i mange år, f.eks. den adgang til konvertering, der er for almindelige danske realkreditlån. På samme måde som ved caps m.v. er det blevet stadigt mere almindeligt, at optioner handles separat.

En gruppe af optioner er de såkaldte **warrants**, der er en option på at købe en obligation til en på forhånd fastsat kupon og løbetid. Udnyttelsen af optionen kaldes exercise. Warrants har flere gange været anvendt ved statens låntagning, idet der er udstedt obligationer (host bonds) med tilknyttede warrants. (Udstedelse uden host-bonds betegnes naked warrants). Der findes en række forskellige typer:

1. standard warrant (exercise muligt fra udstedelse og nogle år frem). 2. window warrant (kort exercise periode et stykke ude i fremtiden). 3. killer-warrant (hvor låntager har ret eller pligt til at indfri hostbond i takt med exercise). 4. wedding-warrant (ved exercise skal afleveres host-bond).

Selvom låntager udsteder host-bonds og warrants samlet, kan den formidlende bank eller en senere køber skille de to instrumenter fra hinanden og sælge dem separat. Der udviklede sig da også et særligt – næppe særlig perfekt – marked for warrants. Når de blev meget populære en overgang, beroede det antageligt på, at nogle investorer tjente virkeligt store penge under det langstrakte rentefald frem til 1986-87, idet warrants en tid var ret billige, mens kursgevinsterne på obligationerne blev store. Da renteutviklingen fladede ud og i et vist omfang vendte sig til en stigning, mistede mange investorer interessen for warrants.

Det, der for warrantejeren er en gevinstmulighed, er for låntageren en tabsmulighed. På denne baggrund er de fleste af de obligationer med warrants, som staten har udstedt, blevet gjort uskedelige for staten, f.eks. ved swaps, der træder i kraft i det omfang, warrants bliver exercised.

Allerede dengang måtte man undre sig over, at det kunne være muligt for staten ved pakkeløsninger med lån, warrants og f.eks.

swaps at opnå lån, der i den sidste ende blev billigere, end staten kunne låne til ved almindelig direkte låntagning. Årsagen skal nok søges i det generelle, at købernes præferencer skiftede hurtigere, end udbudssiden fulgte med. Aktive sælgere (og formidlere) kunne derfor i en periode opnå en overnormal fordel.

Anderledes med de såkaldte **bull and bear-bonds**, hvor indfrielseskursen er kædet sammen med prisudviklingen på f.eks. aktier, guld, hvede eller kakao. Ved et bull-lån varierer indfrielseskursen direkte med den pågældende pris, mens indfrielseskursen for et bear-lån bevæger sig modsat. Ved at optage bull og bear lån samtidigt, neutraliseres der risici, som lånene hver for sig påfører låntager. Ved separat salg appelleres til investorer med modsatrettede (spekulative) forventninger eller hedging-behov.

Bull og bear lån er hver for sig egentlig ikke andet end pakker af en almindelig obligation og en futures-kontrakt, så man kan undre sig over, at det kunne lykkes staten at emitte bull- and bear-bonds på vilkår, der var lempeligere for staten end et almindeligt lån. Dette implicerer nemlig, at salget af de modgående futures-kontrakter har givet en samlet fortjeneste, mens man skulle have forventet en omkostning. Dette er særligt bemærkelsesværdigt derved, at købere af bull- henholdsvis bear-obligationer skal skaffe likviditet til at yde lånet, hvilket man ikke skal med almindelige futures.

Foruden almindelige trægheder og ufuldkommenheder i markedet kan der peges på, at købere af statens bull/bear-bonds meget let kan vurdere kreditværdigheden bag denne type futures, mens kreditværdigheden bag almindelige futures udstedt af banker el.lign. kan være vanskeligere at vurdere og hyppigt skønnes lavere end for staten, i hvert fald hvis der ikke skal foretages løbende indbetaling i

takt med kursudviklingen til den formidlen-
de institution. Man kunne så spørge, hvorfor
staten ikke blot udstedte modsat rettede fu-
tures. Måske fordi ingen tænkte på det, eller
snarere fordi kombinationen med obligati-
onsudstedelse giver mere reklame og nok fri-
ster investorer, der ellers ikke aktivt overvejer
futures.

Det normale ved internationale obligation-
semissioner er, at den nominelle rente fast-
sættes sådan, at obligationen umiddelbart
kan sælges til en kurs nær pari, således at
stort set hele afkastet kommer frem som ren-
te (modsat den danske tradition før kursbe-
skatningsloven, hvor obligationer hyppigt
emitteres til underkurs).

Som en total afvigelse herfra har der i en år-
række løbende været en vis udstedelse af
0-kupon obligationer, hvor der ikke betales
rente, idet betalingen for lånet ligger i for-
skellen mellem den lave emissionskurs og
indfrielse til pari. Set ud fra investors syns-
punkt indebærer disse obligationer den
ulempe sammenlignet med almindelige obli-
gationer, at kreditrisikoen for alle ydelser be-
står til det sidste, mens den for almindelige
obligationer falder i takt med rentebetalin-
ger (og eventuelle afdrag gennem løbetiden).

På den anden side har investor ikke den usik-
kerhed, der for almindelige obligationer
gælder for rentevilkårene for geninvestering
af rentebeløb. Endvidere indgås omkostnin-
ger til overførsel af renter og transaktion-
somkostninger ved genplacering/refinansie-
ring. Dette kan være attraktivt for f.eks. livs-
forsikringsselskaber. Staten har da også gen-
nem årene fået mange forslag om 0-kupon
lån, men der blev ikke lavet sådanne lån ind-
til ikrafttrædelse af kursgevinstbeskatnings-
loven. Staten ønskede ikke, at danske skatte-
ydere skulle få mulighed for store skattefri
kursgevinster ved investering i obligationer,
der set fra en dansk investors synspunkt er

helt sikre, og heller ikke at andre dansk lånta-
gere skulle udstede 0-pct. obligationer i Dan-
mark.

Eurobonds i danske kroner fra 1985

I 1983 fik udlændinge (igen) adgang til at
købe indenlandske obligationer med en op-
rindelig løbetid på over 2 år. Der blev solgt en
hel del. Da det således havde vist sig, at obli-
gationer i danske kroner (DKK) kunne sæl-
ges internationalt, var det næsten naturligt,
at der blev taget initiativ til at emittere euro-
obligationer i DKK.

Ved nydannelser anser de formidlende ban-
ker det ofte for nærmest nødvendigt, at der
lægges ud med en kendt og agtet låntager. I
dette tilfælde var det Den europæiske Inve-
steringsbank, hvis lån blev emitteret under
ledelse af Sparekassen SDS i marts 1985. Si-
den da har der været ca. 75 emissioner til et
samlet beløb på ca. 28 mia. kr. Dette beløb er
lille i forhold til obligationsudstedelsen i ind-
landet og på eurobondmarkedet, men det er
dog af en størrelse, man kan få øje på under
begge synsvinkler. Og der er klart blevet be-
mærket i udlandet, at DKK er en valuta, der
har et volumen, som man ikke kan forbise.

De danske myndigheder har fra starten haft
en særdeles liberal holdning til eurobonde-
missioner. Den kan endog siges at være mere
liberal end for obligationer i DEM og CHF,
hvor myndighederne kun godkender inden-
landske emissioner, hvis forskelle i relation
til euro-emissioner dog må siges at være få og
uden betydning (når bortses fra de relativt
høje kommissioner, som det fortsat lykkes
de schweiziske banker at sikre sig ved offent-
lige emissioner i CHF).

I perioden 1979-86 gav Norges Bank nogle få
tilladelser til euro-emissioner i NOK, men
man holdt op dermed p.g.a. bekymring for,
at udstedelse af euro-bonds kunne give pro-

blemer for den indenlandske pengepolitik, og fordi der kunne blive tale om et ekstra spekulationspres, hvis der opstod tvivl om den norske kronens værdi. Problemet for pengepolitikken består i, at reguleringen af betalinger ind og ud af Norge ikke er så perfekt, at man helt kan forhindre udnyttelse af en forskel i renteniveau og beskatningseffektivitet.

Hensynet til at undgå opbygning af et potentiale for valutaspekulation har nok også været en vigtig faktor for de svenske myndigheder, der tilkendegiver, at der vil gå mange år, før Sverige vil tillade euro-emissioner i SEK. Indtil nu har de svenske myndigheder i hvert fald ikke ladet sig påvirke af de danske erfaringer: Til trods for perioder med megen uro omkring valutaernes værdi, herunder kronens stilling, og til trods for perioder med politisk usikkerhed i Danmark, tyder foreliggende oplysninger på, at ejere i udlandet af obligationer i DKK ikke er blevet grebet af nervøsitet, men tværtimod har udvist en betydelig fasthed med hensyn til at holde DKK-obligationerne.

Den effektive rente for eurobonds i DKK har vist en tendens til at ligge lidt lavere end de indenlandske renter for tilsvarende løbetid m.v. Det kan forekomme mærkeligt, når henses til at likviditeten (1) i det indenlandske marked er så langt større end for eurobonds.

Heraf må sluttes, at der er købere til eurobonds, der mener, at disse har særligt attraktive egenskaber. Der har i den forbindelse været peget på, at disse købere kan have frygt for, at der i Danmark – ligesom i en række lande – en dag bliver indført en kuponskat, som købere ikke kan få eller ikke ønsker at søge refunderet. En anden årsag kan være, at eurobonds sædvanligvis er fysiske obligationer. En tredje årsag kan være, at disse købere er tryggere ved de juridiske egenskaber, herunder at eurobonds sædvanligvis er under-

kastet engelsk ret.

Forskellene mellem rentevilkårene på euro-markedet og det indenlandske har vist sig at blive særlig stor, når renteniveauet på det indenlandske marked bevæger sig opad. Der er nemlig en tendens til, at euro-markedet først med efterslæb tilpasser sig udviklingen i Danmark. I disse situationer har der vist sig emittenter, der har udstedt eurobonds alene med det formål straks at placere provenuet i (nært) matchende indenlandske obligationer med henblik på at tjene f.eks 1/4-1/2 procent p.a. Denne fortjeneste er et direkte tab for statskassen, idet staten – alt andet lige – er nødt til at sælge indenlandske obligationer for at neutralisere den likviditetstilgang (og stigning i valutaeserverne), som emittentens obligationskøb i indlandet repræsenterer.

I situationer, hvor det skønnes, at renteforholdene vil kalde sådanne arbitragetransaktioner frem, har staten nogle gange valgt selv at emitte euro-bonds i DKK, således at andre potentielle udbydere fortrænges (såkaldt "crowding out"), dels fordi markedets absorptionskapacitet er begrænset, dels fordi renten på euro-markedet presses opad. Sådanne emissioner, hvor en stat udbyder eurobonds i egen valuta, er helt usædvanlige, idet det almindelige er, at en stat kan opnå bedre vilkår hjemme end ude.

Eurobond markedet i DKK er blevet og bliver stadig mere veludviklet og velorganiseret, herunder med hurtigere tilpasning til udviklingen i Danmark. Udviklingen i det sidste års tid tyder da også på, at muligheder for arbitragegevinster er små. Statslige "crowding-out"-operationer synes derfor at kunne forblive nogle få historiske episoder.

Commercial Papers

CP er gældsbeviser med ganske korte løbeti-

der. I USA opstod et marked allerede for 150 år siden. De amerikanske tilsynsmyndigheder kræver, at løbetiden er maksimalt 270 dage. Den mest almindelige salgsform er, at låntager har truffet aftale om løbende salg med 1-3 investment banks, der formidler salget mod provision. Som navnet antyder, har der traditionelt været tale om gældsbeviser udstedt af virksomheder. Dette kunne ske i varierende omfang, afhængig af virksomhedens løbende likviditetsbehov.

Ved statens låntagning i udlandet har man typisk traditionelt tilstræbt ret lange løbetider. Et stykke ind i 1980'erne blev det imidlertid erkendt, at CP-markedet rummede muligheder for billigere lån end variabelt forrentede bankkreditter og FRN. Som den første nationalstat etablerede staten derfor i august 1985 et CP-salgsprogram under betegnelsen Sovereign Note Programme, foreløbigt med et maximum på 1 mia. USD. Udnyttelsen (udestående beløb) har gennemsnitligt udgjort:

1985: 278 mill.USD

1986: 543

1987: 272

Udnyttelsen af SNP har varieret særdeles meget. I perioder har udnyttelsen i 1987 været 800-900 mill. USD. Det har således i praksis vist sig, at der er tale om et overordentligt fleksibelt instrument, hvor udstedelsen af noter kan forøges særdeles meget over ret korte perioder.

Den effektive rente har hidtil været omkring LIBOR - 15 bp. Dette var oprindeligt klart billigere end FRN, men i en periode frem til udgangen af 1986 blev renten på FRN konkurreret kraftigt ned. I den periode var den relative fordel ved CP-programmet derfor af begrænset fordel. Sidenhen er vilkårene for variabelt forrentede lån strammet en del.

I Europa gik udviklingen vedr. korte gældsbeviser op til 1985 eller 1986 i retning af såkaldte euro-notes, der sædvanligvis udstedtes i bundter med standardløbetider på 3 eller 6 måneder. Sidenhen er udviklingen drejet i retning af CP-systemet, hvor gældsbeviser udstedes løbende med varierende løbetider op til 1 år.

Fra tid til anden kan der være forskelle mellem renteniveauet i USA og på euro-markederne. For at kunne udnytte sådanne forskelle og for at opnå yderligere adgang til ret hurtig volumenforøgelse blev i 1986 etableret et Euro-CD-program i London. Der er der ingen regulatoriske begrænsninger, men der regnes normalt med løbetider på op til 1 år. Aftalen med de banker, der optræder som forhandlere, er dog så fleksibel, at der også kan udstedes fast forrentede gældsbeviser med en løbetid ud over 1 år, jfr. i øvrigt næste afsnit. Markedet for sådanne papirer er dog endnu ikke så veludviklet i Europa. Da tillige valutareserveerne voksede stærkt i 1987 og 1988, er denne mulighed endnu ikke blevet udnyttet.

Medium Term Notes fra 1988

I 1970'erne og begyndelsen af 1980'erne begyndte store selskaber i USA med speciale i finansiering af forbruger køb af biler løbende at udbyde fast forrentede papirer med løbetider fra 9 mdr. (maximum for Commercial Paper) til 10 år. Papirerne udskrives til hver enkelt køber, hvorfor løbetid kan tilpasses købers ønsker.

Der er altså ikke tale om emissioner i blokke, således som det ellers er det sædvanlige for mellemlange gældsbeviser, men om en struktur, der ligner Commercial Papers (CP). For disse fremkommer betaling/afkast ved salg til underkurs, mens der for MTN er halvårlige renteterminer (i Europa helårlige). Ligesom ved CP er der ikke tale om underwriting,

men om salg ved forhandlere (dealers), der aflønnes i takt med salget (promille-provision).

Udstedere af MTN fastsætter dagligt renter for de løbetidsintervaller, man er villig til at udstede papirer i. Renterne anføres i USA som overrenter i forhold til stående statsobligationer med de samme løbetider. Store låntagere vil typisk sætte overrenter for det fulde løbetidsspektrum fra 9 mdr. til (normalt) 10 år, men behøver ikke at gøre det hver dag. Man kan sætte beløbsgrænser, således at man ikke pludselig skal acceptere alt for mange lånetilbud (hvis man har fejlbedømt markedsinteressen).

Som tidligere nævnt har der været megen bekymring for og diskussion omkring det forhold, at mange blok-emissioner bliver ret illikvide relativt hurtigt efter launching. Nogle har argumenteret, at den eller de banker, der har ledet transaktioner burde søge for aktiv markedsdannelse i hvert fald 12 måneder efter udstedelse. Andre har anført, at virkelig gode vilkår efterhånden kun vil kunne opnås for store emissioner, hvor man kan være sikker på, at der flere år efter emission vil være tilstrækkeligt mange potentielle købere og sælgere til, at der er et aktivt, likvidt marked.

På denn baggrund skulle man umiddelbart tro, at MTN, der er gældsbeviser, som udstedes ad hoc til de enkelte långivere og hyppigt med ikke-standardiseret løbetider, vil være meget vanskeligt at sælge (inden udløb). Heroverfor argumenterer de banker, der forhandler MTN, at der ved disse programmer kun er et meget lille antal permanente forhandlere. De kan derfor ikke tillade sig at vende ryggen til en investor, der får behov for at sælge en MTN, idet et sådant svigt vil føre til, at den pågældende investor ikke i tiden derefter vil vove at investere i papirer, der forhandles af den pågældende bank. Forhandlere af MTN siges derfor at have et væsentligt

incitament til at tilbyde rimelige priser over gældsbevisernes fulde løbetid, hvilket må siges at være en betydelig stærkere grad af forpligtelse end den, der føles af banker, der forestår emissioner af eurobonds m.v.

Heroverfor peger tvivlere på, at en bank, der påtager sig at forhandle MTN for en låntager, til hver en tid kan afsige sig stillingen som forhandler. På denne baggrund betvivles, at likviditeten for MTN er så sikker, som fortalene anfører. Udviklingen i antallet af MTN-programmer tyder ikke på, at illikviditetsrisikoen vurderes særlig højt af investorerne.

Staten har i foråret 1988 truffet aftale med tre banker i New York om et MTN-program på op til 1 mia. USD. Programmet skal registreres hos de amerikanske tilsynsmyndigheder (Securities and Exchange Commission), hvilket er i gang. På baggrund af, at statens lånebehov medio 1988 må skønnes at blive meget begrænset i nogen tid, presses der dog ikke på for at få MTN-programmet gjort operativt. (For at forhandlerne skal blive interesseret i passende omfang og for at få en bekendtskabskvalitet hos potentielle investorer skal de udestående beløb dog over en ikke alt for lang periode køres op på et niveau på 200-300 mill. USD, som staten ikke aktuelt har behov for).

Noter

- (1) Med "likviditet" i et obligationsmarked tænkes på, dels at der ikke er stor forskel på de kurser, der kan købes og sælges til, dels på mulighederne for at sælge obligationer uden at bevæge kursforholdene.