

rer i obligationsbeholdningen, som skal gennemføres på en sådan måde, at der ikke forekommer væsentlige ændringer i renteforskellen mellem de forskellige obligationstyper.

Der har været en løbende omlægning af fondens obligationsbeholdning fra realkreditobligationer til statsobligationer. Denne omlægning er primært sket i forbindelse med almindelige udtrækninger og indfrielse af realkreditobligationer, men er også siden ændringen af placeringspolitikken foretaget ved ekstraordinært salg af realkreditobligationer.

Obligationbeholdningen i Den Sociale Pensionsfond udgør ca. 150 mia. kr., og fonden er en betydelig aktør på det danske obligationsmarked. Ændringen i fondens placeringsstrategi kan derfor have indflydelse på kursdannelsen på markedet, og fondens placeringspolitik er derfor i lighed med tidligere ikke blevet offentliggjort, fordi det vil kunne skade statens økonomiske interesser. Hvorvidt og i hvilken takt den beskrevne omlægning vil fortsætte, afhænger af kursudviklingen på obligationsmarkedet. Hensynet til kursudviklingen spiller således fortsat en afgørende rolle i fondens placeringsstrategi.

Baggrunden for obligationsomlægningen er dels ØMU-gældshensynet, dels statsgældspolitiske hensyn.

For så vidt angår de statsgældspolitiske hensyn, gælder, at en gradvis omlægning af fondens obligationsbeholdning fra realkredit- til statsobligationer reducerer statens samlede rente- og kursrisiko. Dette skyldes, at staten på den ene side har en stor statsgæld placeret i statsobligationer, men på den anden side har store aktiver, der bl.a. er placeret i realkreditobligationer. Statsobligationer og realkreditobligationer adskiller sig mærkbart, både for så vidt angår betalingsprofil, og for så vidt angår kon-

verteringsrisiko. Ved at have en større grad af statsobligationer på aktivsiden vil statens samlede risikoprofil på nettostatsgælden kunne reduceres. Omlægningen af fondens portefølje kan derfor ses som led i en højere grad af nettostyring af nettostatsgælden.

For så vidt angår de økonomiske konsekvenser, kan der med fordel skelnes mellem kort- og langsigtede konsekvenser. På kort sigt vurderes det, at ekstraordinært salg af realkreditobligationer vil indebære fremrykning af realiserede kursgevinster i pensionsfonden, og at fondens samlede driftsindtægter derfor vil stige.

På længere sigt afhænger udviklingen i driftsindtægterne af, om forskellen i den effektive forrentning mellem stats- og realkreditobligationer er »korrekt« prissat i markedet. Man kan således ikke slutte, at fordi den effektive rente på realkreditobligationer er højere end på statsobligationer, vil staten tabe ved omlægningen. Renteforskellen udgøres således primært af en konverteringspræmie, der afspejler den præmie, obligationsejerne skal have for at købe en realkreditobligation, der i modsætning til statsobligationen kan indfries til 100 ved et eventuelt rentefald. Udgangspunktet for en omlægning er således, at obligationer købes og sælges til markedspriser, der afspejler forskelle mellem obligationstyperne. Placeringspolitikken for Den Sociale Pensionsfond skal understøtte, at omlægninger opfylder forudsætningen om, at der ikke forekommer væsentlige ændringer i renteforskellen mellem de forskellige obligationstyper.

*Nedbringelse af statens indestående i Nationalbanken*  
Ændringen af statens indestående i Nationalbanken sker altovervejende som følge af ændringer i statens udlandsgæld, jf. nedenstående tabel.

	1992	1993	1994	1995*	1996*
Statens udlandsgæld . . . . .	104,6	164,3	129,8	108,1	102,1
Statens indestående i Nationalbanken . . . . .	30,9	88,8	55,2	39,2	33,0

\* Skøn ifølge Budgetoversigt 4. december 1995, Finansministeriet.

Årsagen til denne snævre sammenhæng mellem statens udlandsgæld og indestående i Nationalbanken er, at statens udenlandske gæld er uafhængig af statens årlige finansieringsbe-

hov. Finansieringsbehovet dækkes således ifølge gældende regler ved indenlandsk låntagning og påvirker derfor kun den indenlandske gæld.