

## EN MARKEDSKONFORM MODEL FOR AT MINIMERE OFFENTLIGE UDGIFTER TIL STØTTET BYGGERI

14-07-2017

AF OTTO BRØNS-PETERSEN 2092 8440

*Regeringen har foreslået, at staten overtager finansieringen af den almene sektor fra den private realkreditsektor. Renten på statsobligationer er umiddelbart lavere end på realkreditobligationer, men notatet viser, at det modsvarer af højere renterisiko og kreditrisiko samt lavere selskabsskatteindtægter fra banker og andre finansielle institutioner. Derimod kan der være et potentiale for lavere omkostninger ved at styrke konkurrencen om at yde lån – altså det modsatte af at indføre et statsligt finansieringsmonopol. Notatet anviser en model for at styrke konkurrencen ved, at staten overtager opgaven med at sende lån i udbud, styrker konkurrencen om at sikre lave byggeomkostninger samt inddrager Landsbyggefonden i at finansiere kommunale udgifter ved almene boligområder.*

Modellen i listeform:

- **Staten overtager ansvaret for at sende lån til den almene sektor i udbud fra boligselskaberne, da de ikke har incitament til at sikre tilstrækkelig konkurrence**
- **Licitationen udvides til at omfatte andre typer långivere end realkreditinstitutter.** Det kan hæmme konkurrencen, at der er relativt få realkreditinstitutter. Det kan imødegås ved at tilbyde andre finansielle institutioner som banker, pensionskasser osv. at finansiere på realkreditlignende vilkår.
- **Der bør ligeledes sikres størst mulig konkurrence om de almene byggeopgaver, herunder muligheder for at tilbyde tekniske løsninger, som er billigere.** I sidste ende er det afgørende for lånenes størrelse og statens omkostninger.
- **Landsbyggefonden bør inddrages i flere finansieringsopgaver end i dag.** Fonden ophober de ydelser, som lejerne betaler, efter at lånene er amortiseret. Opgaverne bør udvides til at omfatte medfinansiering af de kommunale udgifter, som er knyttet til almene boliger – dvs. infrastruktur i bredere forstand: Veje, skoler samt boligsociale omkostninger. Såfremt det er muligt, bør Landsbyggefonden helt nedlægges.

Regeringen foreslår, at staten overtager finansieringen af almene boliger, så den nuværende realkreditfinansiering erstattes af statslån finansieret med statsobligationer. Begrundelsen er, at det offentlige i dag garanterer for lånene samt finansierer de marginale udgifter i form af ydelsesstøtte, mens lejerne betaler et fast beløb i forhold til opførelsesomkostningerne, samt at staten kan finansiere til lavere omkostninger end realkreditinstitutterne (Trafik- og boligministeriet 2017). Der er angiveligt et besparelspotentiale på over 2 mia.kr. årligt, såfremt staten overtager den samlede udlånsmasse på 180 mia. kr. Efter forslaget skal det ske over en periode på ti år.

Besparelspotentialet er imidlertid yderst tvivlsomt. Rentebesparelsen bygger ikke på en ægte arbitragemulighed mellem realkredit- og statsobligationer, men involverer spekulation og øgede risici samt tab af skatteindtægter. Desuden tyder de dog sparsomme oplysninger fra regeringen på, at man ikke har taget hensyn til, at staten også vil have administrative udgifter til f.eks. værdisættelse, hvis man overtager administrationen. De nuværende administrative omkostninger må anslås til 800 mio.kr. årligt. Det er ikke sandsynligt, at staten vil kunne administrere til lavere omkostninger end de bedste i markedet.

Der er dog betydelig sandsynlighed for, at den eksisterende konkurrence om finansieringen ikke er stærk nok. Dermed består det reelle potentiale for lavere offentlige omkostninger i at skærpe konkurrencen.

## HVORFOR ER RENTEN PÅ STATSOBLIGATIONER LAVERE END PÅ REALKREDIT?

Det er anført, at renten på statsobligationer er 0,8 pct. lavere end på tilsvarende realkreditobligationer. Det forekommer dog at være et meget højt skøn for selv den umiddelbare besparelse. På de mest sammenlignelige obligationstyper med samme varighed – fastforrentede obligationer med udløb i 2020 – er renteforskellen i øjeblikket ca. 0,2.

Under alle omstændigheder er der en række årsager til, at stats- og realkreditobligationer ikke har samme rente. De indebærer, at staten ikke har en sikker arbitragegevinst ved omlægningen. I modsat fald ville staten kunne opnå denne gevinst alene gennem statsgældspolitikken - ved at optage statslån og placere i realkreditobligationer. Også private aktører ville i givet fald kunne opnå denne gevinst ved at afhænde statsobligationer og købe realkredit i stedet.

Der er imidlertid flere forskelle på realkredit- og statsobligationer:

## HØJERE RENTERISIKO PÅ STATSOBLIGATIONER

For det første er der en større renterisiko knyttet til statsobligationer end realkreditobligationer. Det skyldes, at realkreditlån er konverterbare, således at lånene kan indfris og omlægges ved kurser over 100. Denne konverteringsadgang er en velkendt indbygget option i realkreditlån, som modsvares af en højere rente, fordi obligationsejerne (som stiller kapitalen til rådighed for lånerne) risikerer at miste en kursgevinst, hvilket vedkommende skal kompenseres for. Optionen kan sammenlignes med en forsikring. I princippet kunne låntagerne spare omkostningerne

til konverteringsoptionen ved at optage inkonverterbare låntyper på samme måde som statslån (og der eksisterer da også inkonverterbare realkredit lån)<sup>1</sup>.

Det er endvidere usikkert, i hvor høj grad den forventede gevinst simpelt hen kan henføres til, at staten forventer at optage lån med kortere gennemsnitlig varighed end realkreditlånene (som varierer meget i løbetider, fordi låntyperne er skiftet gennem tiden - eksempelvis har de tidligere optagede lån med indeksobligationer ukendt løbetid). Det giver en umiddelbar besparelse på de statslige lån, fordi den korte rente er lavere end den lange. Men den højere lange rente er bl.a. udtryk for markedsforventninger om stigende kort rente i fremtiden. Det betyder, at der er udsigt til højere rente på statsobligationer, når lånene skal refinansieres i de kommende år. Under alle omstændigheder er usikkerheden om den fremtidige rente større med kort finansiering. Den lange rente på realkredit indeholder således endnu et forsikringspræmielignende element, som modsvarer en mindre risiko for låntageren. Denne forsikringpræmie bortfalder ved ændring til statslån, men prisen er en højere risiko for staten og – i sidste ende – skatteyderne.

Hvis staten ikke skal påtage sig nogen ekstra renterisiko, vil det kræve, at der udstedes helt samme type obligationer og sker samme matching af lån og obligationer som i realkreditinstitutterne i dag. Det vil indebære en ny statsgældspolitik i forhold til i dag. Samtidig vil det medføre, at den del af renteforskellen på stats- og realkreditobligationer, som skyldes forskelle i renterisiko, falder bort.

## HØJERE KREDITRISIKO PÅ REALKREDITOBLIGATIONER

For det andet kan renteforskellen henføres til forskelle i kreditrisikoen, altså for at obligations-ejerne kommer til at lide tab.

Regeringen har imidlertid anført, at gevinsten ved forslaget skal ses i sammenhæng med, at det offentlige garanterer for selskabernes realkreditgæld. Dermed er risikoen for institutterne lavere end ved andre lån. Kreditrisikoen spiller dog en begrænset rolle ved realkreditlån i det hele taget. Det hænger sammen med, at der alene ved almindelige ikke-garanterede lån belånes inden for lånegrænser, som er fastsat for at sikre, at pantet udgør tilstrækkelig sikkerhed.

Det er i princippet korrekt, at i det omfang, den offentlige garanti er mere værd for obligations-ejerne end beskyttelsen i form af belåningsgrænserne, så vil det alt andet lige give højere obligationskurser og lavere renter. I obligationsserier, der er blandet af lån til almene og andre, vil garantien smitte af på kurserne på alle obligationer i serien og altså omfordele en del af rentebesparelsen til de andre låntagere.

Hvis konkurrencen er effektiv, vil det imidlertid resultere i, at realkreditinstitutterne kan tage en højere bidragssats for de øvrige lån, svarende til rentebesparelsen. Og tilsvarende vil konkurrencen føre til lavere bidragssatser for almene lån.

---

<sup>1</sup> Hvis de almene lån ikke konverteres så ofte som andre lån, vil gevinsten i princippet smitte af på de andre lån gennem højere kurser og lavere rente. Men ved tilstrækkelig konkurrence ville forskellen sætte sig i bidragssatserne, jf. også effekten af den offentlige garanti omtalt senere.

Den forholdsvis beskedne risiko forbundet med realkredit generelt medfører imidlertid, at effekten under alle omstændigheder vil være begrænset.

Hertil kommer, at det offentlige ikke garanterer for alle tab ved alment udlån<sup>2</sup>, således at staten ved omlægning til statslån vil påtage sig en lidt højere kreditrisiko.

### **OVERKURS PÅ STATSOBLIGATIONER MODSVARES AF LAVERE SELSKABSSKAT (OG ØGET IMPLICIT STATSGARANTI).**

For det tredje er renten på statsobligationer lavere, fordi pengeinstitutter mv. er villige til at købe dem til overkurs. Det hænger sammen med indretningen af den finansielle regulering, som diskriminerer til fordel for statsobligationer. Modsat andre værdipapirer har statsobligationer en risikovægt på nul ved opgørelsen af den lovpligtige kapitaldækning i en finansiell institution - vægten er lavere for andre papirer. Derfor kan pengeinstitutterne klare sig med færre statsobligationer end med realkreditobligationer.

Øget kapitaldækning indebærer ikke nødvendigvis højere omkostninger. Det hænger sammen med, at højere dækning reducerer den risikopræmie, markedet forlanger for at tilføre kapital. Det gælder dog kun i den udstrækning, at der ikke tilføres ekstra kapital i form af egenkapital (Brøns-Petersen, 2014). Aktieafkast er i modsætning til fremmedkapital ikke fradragsberettiget i selskabsskatten, og denne asymmetri medfører en ekstra omkostning ved egenkapital svarende til selskabsskattebetalingen<sup>3</sup>. Der kan endvidere være en ekstraomkostning ved egenkapital i form af mindre sandsynlighed for statslig bailout i tilfælde af tab. Det er den såkaldte implicitte statsgaranti. Med de forøgede kapitalkrav og krav om bail-in mv. efter finanskrisen må den implicitte statsgaranti dog formodes at være af underordnet betydning<sup>4</sup>.

I kapitalkravene til finansielle institutioner indgår ikke alene reservekrav, men tillige krav til, at en del af balancen skal være egenkapital.

En statsobligation kan som sagt på grund af risikovægtene spare et pengeinstitut for kapitaldækning og deraf følgende krav om ekstra egenkapital, sammenlignet med en realkreditobligation. Besparelsen består i sidste ende af den sparede selskabsskat samt af en eventuelt højere implicit statsgaranti.

Det gælder imidlertid, at besparelsen ved at erhverve en statsobligation modsvares af præcis tilsvarende skatteindtægter og øget risiko for at baile-out for staten. En del af omkostningen kan

---

<sup>2</sup> Ved meromkostninger til renoveringer og nedrivning, som ikke kan lægges på huslejen, dækker realkreditinstitutterne en femtedel via den såkaldte femtedelsordning

<sup>3</sup> En finansiell institution, som anskaffer en obligation finansieret med fremmedkapital, vil være skattepligtig af renteindtægten, men have fradragsret for renteudgiften på lånet. Denne kapitalforøgelse øger altså ikke beskatningen, ligesom nettoafkastet af den højere balance er nul (ved ens låne- og obligationsrente). Hvis obligationen finansieres med aktieudvidelse, er renteindtægten fortsat skattepligtig, mens der ikke er fradragsret for aktieudbyttet. Nettoomkostningen ved egenkapital svarer således til selskabsskattebetalingen.

<sup>4</sup> Endelig kan der være transaktionsomkostninger knyttet til balancens størrelse.

dog blive båret af udenlandske statskasser, hvis statsobligationen erhverves af et udenlandsk pengeinstitut. En stor del af realkreditobligationerne er imidlertid ejet af indenlandske kreditorer. Derfor må det formodes, at størstedelen af det porteføljeskift, der lægges op til med regeringens forslag, vil berøre danske finansielle institutioner.

Konklusionen er altså, at overkursen modsvarer færre skatteindtægter og større forventede bail-out-udgifter for det offentlige. Der er ikke tale om en arbitragegevinst.

### **ØGET STATSGÆLD MED 10 PCT. AF BNP KAN MEDFØRE ØGET RENTE PÅ STATSOBLIGATIONER**

Endelig kan det ikke udelukkes, at overkursen vil falde og statsobligationsrenten vil stige som følge af den kraftige låneomlægning i regeringens forslag. Den indebærer, at statsgælden (efter ØMU-definitionen) vil øges med 10 pct. af BNP. Til sammenligning udgør statsgælden aktuelt 37 pct. af BNP. Det kan indvendes, at det offentliges reelle forpligtelser ikke øges med omlægningen, fordi der er offentlig (primært kommunal) garanti for de almene lån. Dermed øges risikoen ved at låne til staten heller ikke. Det kan dog godt alligevel påvirke villigheden til at betale overkurs på statsobligationer, selv om der ikke forlanges en større risikopræmie. Overkursen er således bestemt af finansielle institutioners efterspørgsel efter kapitaldækning samt lovpligtige likvider<sup>5</sup>, og ved et øget udbud af statsobligationer kan den marginale værdi i så henseende være faldende.

---

<sup>5</sup> Overkursen betyder netop, at der ikke vil blive efterspurgt flere statsobligationer til de likvide beholdninger end nødvendigt (ifølge de såkaldte LCR-regler).

## STATEN BØR IKKE UNDERSTØTTE DRIFTEN MOD "NON-BANKING"

Den finansielle regulering er blevet skærpet efter finanskrisen, herunder indførelsen af øgede krav til "systemisk" vigtige pengeinstitutter (SIFI-institutter). Der er endvidere en yderligere stramning på vej fra den såkaldte Basel-komité. De nye krav tegner til ikke at blive tilpasset den finansielle sektors struktur i Danmark, herunder især realkreditinstitutterne. Der er således lagt op til et højt "gulvkrav" for den reservekapital, en finansiel institution mindst skal ligge inde med. Det er et problem, fordi belåningen i Danmark er stærkt differentieret efter risiko, idet realkrediten belåner den inframarginale del af værdien af fast ejendom<sup>6</sup>, hvor der er stor sikkerhed alene i pantet.

De øgede kapitalkrav indebærer generelt en risiko for, at finansiel virksomhed drives ud af den finansielle sektor og over i "non-banks", altså aktører uden for den finansielle sektor. Det svækker både effektiviteten af reguleringen og medfører et samfundsøkonomisk tab.

Staten bør ikke understøtte denne udvikling ved selv at fungere som "non-bank". Tværtimod bør det i regeringsgrundlaget annoncerede eftersyn af den finansielle regulering gennemføres snarest muligt.

Omkostningerne ved finansiell regulering er samtidig en vigtig årsag til, at selskabsskatten bør nedsættes. Omkostningerne kan som nævnt i sidste ende henføres til selskabsskatten og bidrager således til de i forvejen høje forvriddinger ved denne form for beskatning.

---

<sup>6</sup> I det danske system belåner realkrediten således den inderste del af pantet, som er meget sikkert. For ejerboliger er lånegrænsen 80 pct. Boligpriserne kan altså falde 20 pct., før realkreditinstituttet risikerer tab. Til gengæld er der en tilsvarende stor risiko for dem, der belåner den yderste del af pantet. Disse forskelle bør afspejles i kapitalkravene. Hvis kapitalkravene harmoniseres mere end risikoforskellene for forskellige typer finansiering tilsiger, kan det føre det, at finansieringsstrukturen i sidste ende må tilpasse sig.

## EN MARKEDSKONFORM MODEL FOR FINANSIERING AF ALMENE BOLIGSELSKABERS LÅN

Det mulige effektiviseringspotentiale fra belåningen af alment byggeri er som nævnt ikke et spørgsmål om renteforskelle på realkredit- og statslån, men alene om at sikre tilstrækkelig konkurrence.

Der er dog grund til at formode, at konkurrencen ikke er stærk nok. Det hænger sammen med boligselskabernes manglende incitament til at sikre sig det billigst mulige lån. Da det offentlige finansierer den marginale del af ydelsen på lånene, kommer besparelser ikke selskaberne til gode. Det tyder på, at konkurrencen – i det omfang den er til stede – ikke resulterer i lavere låneydelser, men i stedet i billigere byggelån, ydelsesrabatter og andre uigennemskuelige ”sidebetalinger”.

Desuden kan reguleringen af huslejen i det almene byggeri og den omfattende kommunale anvisningsvække selskabernes incitament til at sikre lave byggeomkostninger. Så længe der er lejere nok, har højere byggeomkostninger end nødvendigt ikke negative konsekvenser for selskaberne. Byggeomkostningerne er afgørende for, hvor store lån der skal optages.

Det taler for at styrke konkurrencen og reducere de offentlige udgifter gennem følgende tiltag:

- **Staten overtager ansvaret for at sende lån til den almene sektor i udbud fra boligselskaberne**, da de ikke har incitament til at sikre tilstrækkelig konkurrence
- **Licitationen udvides til at omfatte andre typer långivere end realkreditinstitutter**. Det kan hæmme konkurrencen, at der er relativt få realkreditinstitutter. Det kan imødegås ved at tilbyde andre finansielle institutioner som banker, pensionskasser osv. at finansiere på realkreditlignende vilkår.
- **Der bør ligeledes sikres størst mulig konkurrence om de almene byggeopgaver**, herunder muligheder for at tilbyde tekniske løsninger, som er billigere. I sidste ende er det afgørende for lånenes størrelse og statens omkostninger.
- **Landsbyggefonden bør inddrages i flere finansieringsopgaver end i dag**. Fonden ophober de ydelser, som lejerne betaler, efter at lånene er amortiseret. Opgaverne bør udvides til at omfatte medfinansiering af de kommunale udgifter, som er knyttet til almene boliger – dvs. infrastruktur i bredere forstand: Veje, skoler samt boligsociale omkostninger. Såfremt det er muligt, bør Landsbyggefonden helt nedlægges.

Det vil dog være mest hensigtsmæssigt helt at ophøre med støtten til almene boliger for fremtiden ud over den støtte, der allerede er givet tilsagn om. I det omfang, der er politisk ønske om at yde støtte, bør det ske direkte til de borgere, som lever op til trangskriterier. Borgerne har samtidig mest glæde af generelle indkomstoverførsler frem for støtte til at bo eller andre forbrugsgoder.

## REFERENCER

Brøns-Petersen, O (2014): "[Selskabsskatten øger risikoen for bankkriser](#)". CEPOS analysenotat.

Danmarks Nationalbank (2013): "Finansiel Stabilitet"

Transport-, Bygnings- og Boligministeriet (2017): "Regeringen vil benytte statslån til almene boliger i stedet for realkreditlån" (pressemeldelse).