

# DANMARKS NATIONALBANK

14. DECEMBER 2018 — NR. 24

## Ny finansiering af almene boliger styrker statspapirmarkedet

- I 2018 har staten opkøbt alle de udbudte statsgaranterede realkreditobligationer til finansiering af almene boliger. I 2019 vil staten også byde på obligationerne.
- Opkøbene giver staten mulighed for at opbygge likvide statspapirer og fastholde en bred lånevifte.
- Statens renterisiko er uafhængig af kupon og løbetid på de opkøbte obligationer.

### Almene boliger finansieres på ny måde

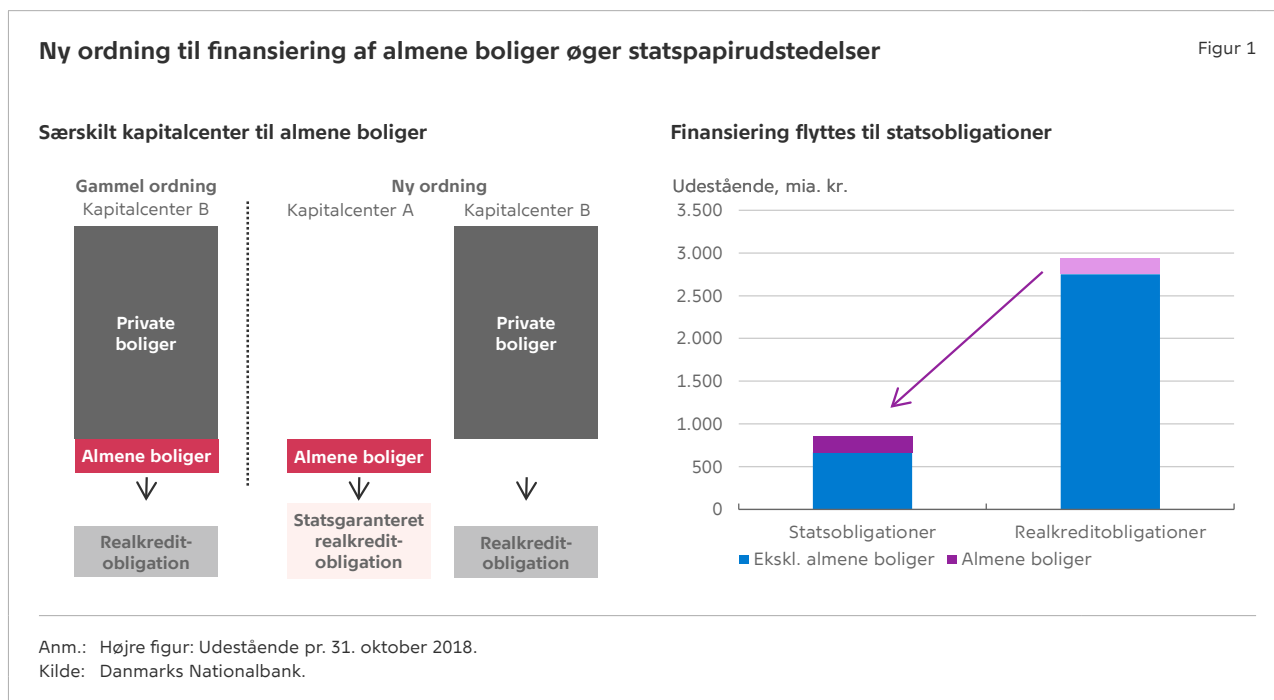
I november 2017 besluttede regeringen, at almene boliger i Danmark fremover skal finansieres ved at udstede statsgaranterede realkreditobligationer via særskilte kapitalcentre. Kapitalcentrene er de juridiske enheder, hvor de udstedte obligationer og de ydede lån knyttes sammen. På sigt ventes omlægningen at give staten en besparelse på over 9 mia. kr. frem til 2025, primært fordi renteomkostningerne bliver lavere.<sup>1</sup>

#### Statsgaranti sikrer staten en rentebesparelse

I nyere tid har almene boliger primært været finansieret gennem realkreditobligationer, der indeholdt realkreditlån til både almene og private boliger. Det betød, at almene boliger blev finansieret på samme vilkår som for private boligejere, jf. figur 1 (venstre). Ved at flytte realkreditlån til finansiering af almene boliger til et særskilt kapitalcenter kan staten stille en garanti for obligationerne. Dermed bliver finansieringen billigere, da staten har en høj kreditværdighed.

Når statsgaranterede realkreditobligationer udstedes via et særskilt kapitalcenter, opbygges serierne dog kun til moderate udeståender, fordi den bagvedliggende pulje af lån er mindre. Hertil kommer, at lånene fordeles på en række realkreditinstitutter.

<sup>1</sup> Jf. Transport-, Bygnings- og Boligministeriet, pressemeddelelse, 23. november 2017 ([link](#)).

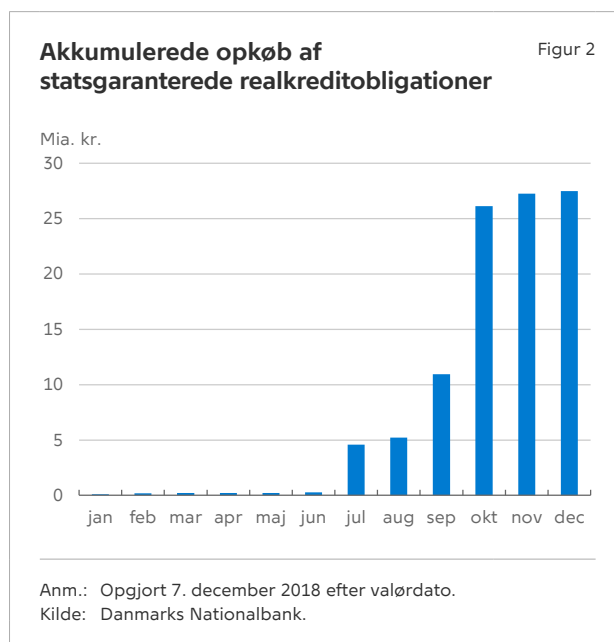


Staten kan spare yderligere ved at købe obligationerne og finansiere opkøbene ved at udstede statspapirer, hvor serierne typisk opbygges til op mod 80 mia. kr. Det skyldes, at investorer er villige til at betale en merpris for statspapirernes højere likviditet. Effektivt svarer det til, at udstedelser af realkreditobligationer til markedet erstattes af øget salg af statsobligationer, jf. figur 1 (højre).

#### Staten byder på alle udstedelser i 2018-19

Regeringen beslutter årligt, i hvor høj grad staten vil byde på de statsgaranterede realkreditobligationer. For 2018-19 er det besluttet, at staten byder på alle auktioner og det løbende tapsalg. Staten byder en kurs, så renten svarer til statsrenten. Opkøbene finansieres ved at udstede statspapirer.

I 2018 har staten købt alle de udbudte statsgaranterede realkreditobligationer, svarende til ca. 27 mia. kr. nominelt, jf. figur 2. Ultimo 2019 ventes staten at have købt obligationer for op mod 80 mia. kr. Den almene boligsektor har i dag støttede lån for ca. 180 mia. kr. Bemærk, at Nationalbanken hver måned offentliggør statens beholdning af statsgaranterede realkreditobligationer.<sup>2</sup>



<sup>2</sup> Jf. Nationalbankens Statistikbank, Statsfinanser og statsgæld, Statsfinanser og -gæld, beholdninger efter instrument ([link](#)).

Staten opkøber statsgaranterede realkreditobligationer uden hensyntagen til, hvornår staten udsteder statspapirer. Tidsforskydninger håndteres ved træk på statens konto.

Opkøbene i 2018 var koncentreret omkring terminsdatoerne 2. juli og 1. oktober, hvor der var refinansieringsauktioner. Opkøbene blev finansieret som en del af de løbende statspapirudstedelser, jf. figur 3.

Opkøbene fordelte sig på 50 forskellige obligationsserier i fire realkreditinstitutter (Realkredit Danmark, Nykredit Realkredit, LR Realkredit og Jyske Realkredit (tidl. BRFkredit)) samt KommuneKredit. Statspapirudstedelserne var primært koncentreret på tre obligationsserier.

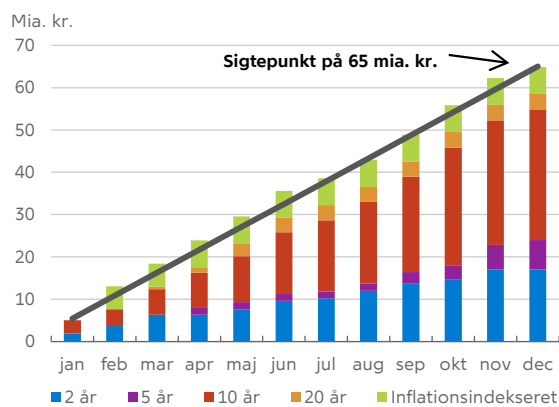
Opkøbene giver staten mulighed for at opbygge større og mere likvide statspapirer og fastholde en bred lånevifte i en periode, hvor finansieringsbehovene er lave som følge af sunde statsfinanser.<sup>3</sup> Den nye ordning med at finansiere almene boliger via statspapirudstedelser forventes således ikke at påvirke statsrenten negativt.

#### Institutterne betaler for statsgaranti på udlån

Da staten ikke alene garanterer for obligationsudstedelserne, men også for udlånene, opnår realkreditinstitutterne en besparelse, fordi de er fritaget fra kapitalkrav til statsgaranterede udlån. Institutterne betaler derfor provision til staten for garantien, jf. boks 1.

Statspapirer udstedes jævnt

Figur 3



Anm.: Akkumulerede salg af statsobligationer til og med 7. december 2018.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

#### Hvor meget betaler realkreditinstitutterne til staten?

Boks 1

Realkreditinstitutterne betaler provision til staten for statsgarantien. Garantiprovisionen er fastsat til 0,12 pct. af den oprindelige hovedstol. Da realkreditlånene afdrages løbende, svarer det til en besparelse på ca. 0,20 pct. af restgælden i hele lånets løbetid.

Derudover betaler institutterne en såkaldt aflønningsprovision til staten på 0,03 pct. Staten tilbagebetaler aflønningsprovisionen til institutterne årligt, hvis der ikke har været behov for statsgarantien. Det skal give institutterne et incitament til at foretage en retvisende kreditvurdering og deltage i ordningen for nødlidende almene boligselskaber (den såkaldte femtedelsordning).

<sup>3</sup> Jf. Danmarks Nationalbank, Strategi for statens låntagning i 2019, Danmarks Nationalbank Analyse (Strategimeddelelse), nr. 25, december 2018.

## Statens risiko er uændret

### Renterisikoen integreres i statens risikostyring

Staten bærer risikoen for højere renteomkostninger (renterisikoen) på finansieringen af almene boliger. Det skyldes, at staten giver ydelsesstøtte, dvs. betaler den del af låneydelsen, som overstiger beboerbetalingen, jf. figur 4. Hvis renten stiger, er det altså staten, der betaler hele ekstraregningen. Det er uændret under den nye ordning.

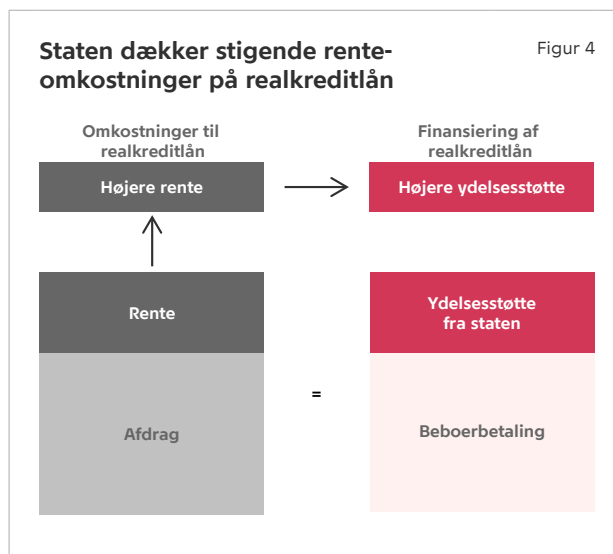
I de senere år har løbetiden på realkreditobligationer til finansiering af almene boliger i gennemsnit været ca. otte år. Det svarer til løbetiden på statens obligationsudstedelser. Dermed har renterisikoen på finansiering af henholdsvis almene boliger og statens øvrige udgifter været stort set ens.

Når staten køber de statsgaranterede realkreditobligationer, bestemmes renterisikoen alene af løbetiden på udstedelsen af statsobligationer. Dermed integreres renterisikoen på finansiering af almene boliger fuldt ud i risikostyringen på statsgælden.

Statens renterisiko er således uafhængig af kupon og løbetid på de opkøbte statsgaranterede realkreditobligationer. Øgede renteomkostninger til finansiering af almene boliger modsvarer af højere renteindtægter på de opkøbte obligationer.

### Statens kreditrisiko er stort set uændret

Ved at staten garanterer for udlånene, overtages kun den kreditrisiko, som realkreditinstitutterne tidligere havde. Kommunerne garanterer den risikable del af udlånene over for staten. I praksis er realkreditinstitutternes kreditrisiko tæt på nul, da de først bærer tab, efter at hele det kommunale engagement er tabt. Det vil typisk kræve et ejendomsværditab på ca. 65 pct.<sup>4</sup> Dertil kommer, at Landsbyggefonden kan yde driftsstøtte til problemramte almene boligelskaber. Der kan også ydes støtte som kapitaltilførsel, hvor boligorganisationen, kommunen og realkreditinstituttet hver bidrager med en femtedel, mens Landsbyggefonden bidrager med to femtedele.



Med den nye ordning opnår staten en markant besparelse uden at påtage sig en væsentligt større risiko.

## Statsgæld upåvirket, ØMU-gæld øges

Når staten køber statsgaranterede realkreditobligationer ved at udstede statspapirer, øges statens aktiver og passiver. Aktiverne øges, fordi staten får en beholdning af statsgaranterede obligationer med sikkerhed i form af pant i fast ejendom. Passiverne, statens indenlandske gæld, øges, fordi der udstedes flere statspapirer, jf. figur 5 (venstre). Statsgælden, som opgøres netto, er derfor uændret.

I EU-regi opgøres gælden ud fra ØMU-kriterier og ud fra en bruttobetragtning. I den opgørelse er det kun statens beholdning af obligationer udstedt af KommuneKredit, der kan fratrækkes. Statsgaranterede realkreditobligationer kan ikke modregnes.

Opkøb af statsgaranterede realkreditobligationer, som finansieres ved at udstede statspapirer, øger derfor ØMU-gælden. Danmarks ØMU-gæld ventes

4 Jf. Ministeriet for By, Bolig og Landdistrikter, Den almene boligsektors effektivisering, Rapport fra arbejdsgruppe om finansiering, effektiv drift og huslejeafmåling i den almene boligsektor, 2014, kap. 3 ([link](#)).

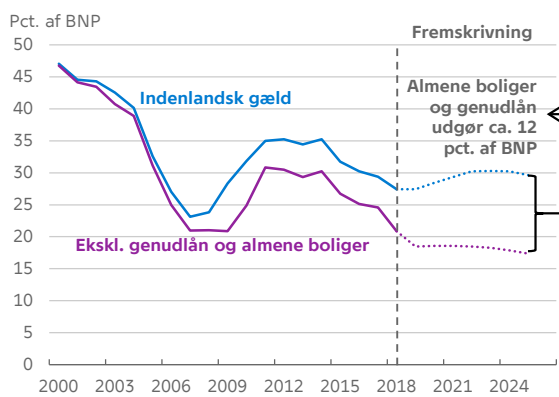
at udgøre 33 pct. af bruttonationalproduktet, BNP, ved udgangen af 2018 og er dermed langt fra EU-kravet om, at den ikke må overstige 60 pct. af BNP, jf. figur 5 (højre).

Som tillæg til opgørelsen af ØMU-gælden offentliggør Eurostat den offentlige sektors garanti-forpligtelser. Statens opkøb af statsgaranterede realkreditobligationer kan i EU-regi modregnes i garantiforpligtelserne, som derfor reduceres.

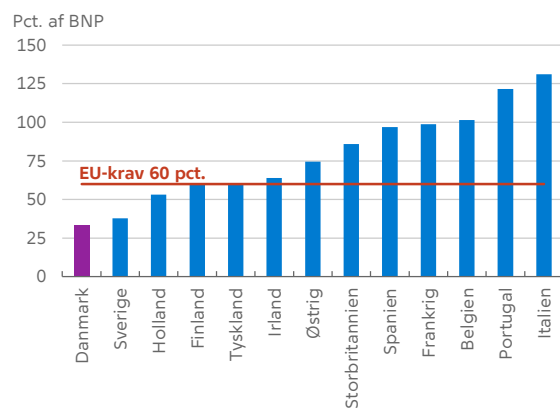
**Almene boliger øger statens indenlandske gæld, men ØMU-gælden er fortsat lav**

Figur 5

**Statens indenlandske gæld**



**ØMU-gæld for udvalgte lande**



Anm.: Højre figur: Skøn for ultimo 2018.

Kilde: Danmarks Nationalbank, Danmarks Konvergensprogram 2018, Økonomisk Redegørelse, december 2018 og Europa-Kommissionen.

OM ANALYSE



Som en konsekvens af Nationalbankens rolle i samfundet udarbejdes analyser af økonomiske og finansielle forhold.

Analyserne udkommer løbende og omfatter bl.a. vurderinger af den aktuelle konjunktursituation og den finansielle stabilitet.

Analysen består af en dansk og engelsk version. I tilfælde af tvivl om oversættelsens korrekthed gælder den danske version.

DANMARKS NATIONALBANK  
 HAVNEGADE 5  
 1093 KØBENHAVN K  
 WWW.NATIONALBANKEN.DK

**Jens Bindlev Agerholm**  
 Treasury Manager  
 BANK OG MARKED

Redaktionen er afsluttet  
 7. december 2018