

Et billigere alternativ til KommuneKredit

KommuneKredit låner ud til investeringer i kommuner og regioner. Regeringen og KommuneKredit er i foråret blevet enige om, at Danmarks Nationalbank på vegne af staten skal finansiere KommuneKredits obligationsudstedelser snarest muligt. Det vil betyde lavere finansieringsomkostninger. Artiklen evaluerer aftalen og argumenterer for, at aftalen på sigt vil udgøre en samfundsøkonomisk gevinst, fordi markedsrenterne til obligationer udstedt til KommuneKredit er højere end markedsrenterne til obligationer udstedt af Nationalbanken. Rentespændet mellem markedsrenterne på sammenlignelige obligationer udstedt af hhv. Nationalbanken og KommuneKredit har således medført merudgifter på i størrelsesordenen 770-1.160 mio. kr. årligt i 2020-2022. Artiklen argumenterer for, at regeringen bør indføre et såkaldt 'buy-back program' for at accelerere indfasningen af den samfundsøkonomiske gevinst. Det skal ses i lyset af, at der med aftalen alene lægges op til, at Nationalbanken opkøber 15 pct. af KommuneKredits samlede udestående obligationer. Det indebærer, at rentespændets fortsatte eksistens på de resterende godt 85 pct. af KommuneKredits udestående obligationer fortsat vil medføre et samfundsøkonomisk tab i en årrække.

Lukas Bredo

Cand.polit | Københavns Universitet

Udfordringsbillede

I 2023 udgjorde den offentlige sektors samlede bruttogæld over 450 mia. kr. fordelt på statens bruttogæld på 294 mia. kr. udstedt af Danmarks Nationalbank på vegne af Finansministeriet (Danmarks Nationalbank 2024) samt kommunal og regional bruttogæld på 187 mia. kr. udstedt af KommuneKredit på vegne af kommuner og regioner (KommuneKredit 2024). Gældens samlede omfang understreger vigtigheden af at sikre en omkostningseffektiv finansiering.

Danmarks 98 kommuner og fem (kommende fire) regioner udsteder gennemsnitligt 99 pct. af deres samlede langfristede gæld igennem KommuneKredit, hvor de har forpligtet sig til solidarisk hæftelse, jf. *boks 1* (KommuneKredit 2024). Det betyder, at alle danske skatteydere i sidste ende hæfter for KommuneKredits samlede gæld, hvilket ligeledes er tilfældet for gæld udstedt af Danmarks Nationalbank.

Boks 1**Beskrivelse af KommuneKredit**

KommuneKredit er en kreditforening stiftet i 1898, der ejes af danske kommuner og regioner, og hvis formål er at give disse offentlige enheder adgang til lån og leasing til lavest mulige omkostninger. Et centralt træk ved KommuneKredits konstruktion er, at kommuner og regioner hæfter solidarisk for alle foreningens forpligtelse. KommuneKredit finansierer sig selv ved at udstede obligationer på danske og internationale kapitalmarkeder.

Rentespændet mellem Danmarks Nationalbank og KommuneKredit

Rentespændet udtrykker forskellen mellem den effektive rente på sammenlignelige obligationer fra to forskellige obligationsudstedere. I vores tilfælde udregnes rentespændet mellem Danmarks Nationalbank og KommuneKredit på et givent tidspunkt t som:

$$rentespænd_t = r_t^{KK} - r_t^{NB}$$

Her repræsenterer r_t^{KK} og r_t^{NB} de effektive renter for hhv. KommuneKredit og Danmarks Nationalbank på tidspunkt t . For at sikre sammenlignelighed mellem obligationer anvendes DKK-denominerede obligationer med udløb i 2039 for både Danmarks Nationalbank og KommuneKredit, jf. bilag 1. De effektive renter er trukket som daglige observationer og er aggregeret til et årligt gennemsnit, som præsenteres i nedenstående tabel 1.

De samfundsøkonomiske omkostninger forbundet med rentespændet svarer til de ekstra renteudgifter, som den offentlige sektor pådrager sig på grund af rentespændet. Meromkostningerne på et givent tidspunkt t beregnes som:

$$meromkostninger_t = rentespænd_t \cdot \text{samlet udlån}_t^{KK}$$

hvor $\text{samlet udlån}_t^{KK}$ angiver KommuneKredits samlede udlån på tidspunkt t .

De samfundsøkonomiske omkostninger forbundet med rentespændet udgjorde ca. 770 – 1.160 mio. kr. årligt i perioden 2020-2022. Omkostningerne blev drevet af et rentespænd på mellem 0,36 – 0,56 pct.-point i perioden, jf. tabel 1.

Tabel 1**Samfundsøkonomiske omkostninger grundet rentespændet ml. Danmarks Nationalbank og KommuneKredit**

	2020	2021	2022
Rentespænd, pct.-point	0,36	0,37	0,56
KommuneKredit samlet udlån, mia. kr.	212,8	233,9	207,9
Samfundsøkonomiske omkostninger, mio. kr.	772,2	871,7	1.160,8

Kilde: Bloomberg, KommuneKredit Årsrapport 2023

Løsninger

Nationalbanken angiver i aftalen, at ”finansieringen på sigt vil ske gennem udstedelse af statspapirer” (Danmarks Nationalbank 2025). Det er derfor relevant at overveje, hvilken effekt de øgede udstedelser vil have på Nationalbankens effektive rente, fordi en eventuel stigning vil modvirke de positive effekter fra fjernelsen af rentespændet. I finansiell litteratur er det alment accepteret, at statsrenter for vestlige højindkomstlande primært bestemmes af obligationernes kreditrisiko og likviditet (Van Landschoot 2008).

Der forventes imidlertid ingen negative konsekvenser for Nationalbankens kreditvurdering ved at lade KommuneKredit få adgang til statslige genudlån. Det skyldes *dels* KommuneKredits eksisterende implicitte statsgaranti, *dels* KommuneKredits høje kreditvurdering (AAA/Aaa). Det bemærkes hertil, at flere statslige selskaber med lavere kreditrating, såsom DSB (Aa1, *jf. DSB (2024)*), allerede har adgang til statslige genudlån, uden at Danmarks Nationalbank har givet udtryk for, at det hæmmer statens kreditvurdering.

Der forventes dertil ingen negative konsekvenser for likviditeten i Nationalbankens obligationsserier som konsekvens af aftalen, idet den øgede udstedelsesvolumen og deraf større statsobligationsserier alt andet lige bør forventes at bidrage positivt til likviditeten.

Det forventes derfor samlet set, at aftalens effekt på Nationalbankens effektive rente vil være enten neutral eller skabe et nedadgående pres på den effektive rente og dermed sikre billigere statslige finansiering.

Argumenter for et buy-back program

Med den nye aftale kommer KommuneKredit fortsat til at udstede obligationer på vegne af kommuner og regioner, men samtlige obligationer sælges til Nationalbanken, som forpligter sig til at købe dem, så renten svarer til statsrenten. Denne forpligtigelse gælder for alle KommuneKredits obligationsserier udstedt fra 1. april 2025 og fremefter, mens den initiale plan er at lade KommuneKredits eksisterende obligationer udløbe som planlagt (KommuneKredit 2025).

Med den model fjerner man rentespændet på alle fremtidige udstedelser fra KommuneKredit, hvilket udgør en gevinst for alle danske skatteborgere, mens man tillader rentespændets fortsatte eksistens på alle obligationer udstedt før 1. april 2025, hvilket medfører årlige merrenteomkostninger for flere hundrede mio. kr. de kommende mange år.

Nationalbanken forventer således, at man i 2025 opkøber for 20 mia. kr. KommuneKredit obligationer, hvilket altså er langt mindre end de knap 175 mia. kr. udestående lån, som KommuneKredit har (Danmarks Nationalbank 2025). For de resterende 155 mia. kr. vil der altså fortsat være et rentespænd mellem KommuneKredit og Nationalbanken.

For hvert år, der går, vil KommuneKredits samlede obligationer ejet af andre end Nationalbanken naturligtvis falde, i takt med at obligationerne udløber. Men med den nuværende model vil KommuneKredits udstedelser ikke være komplet udfaset før i 2047, hvor den sidste KommuneKredit obligation udløber.

Der kan derfor overvejes et alternativ til at vente til 2047 med at fjerne rentespændet. Det er muligt ved hjælp af et såkaldt 'buy-back program', at Nationalbanken opkøber alle udestående KommuneKredit-obligationer finansieret gennem enten træk på statens konto i Nationalbanken eller gennem udstedelse af statspapirer. Den sidstnævnte løsning er den overvejende mest sandsynlige givet det store beløb, som der er tale om.

Det mest aggressive buy-back program, hvor Nationalbanken opkøber samtlige udestående KommuneKredit obligationer hurtigst muligt, vil give den største økonomiske gevinst. To faktorer afgør, hvorvidt dette er muligt:

1. Kan Nationalbanken skaffe den nødvendige finansiering på ca. 150 mia. kr. til en tilstrækkelig fordelagtig rente, og
2. Er KommuneKredits nuværende obligationsholdere interesserede i at sælge?

For det første vurderes det muligt for Nationalbanken at tilvejebringe ca. 150 mia. kr., som er værdien af KommuneKredit samlede udestående gennem udstedelse af statspapirer over en årrække. Således forventes Nationalbankens samlede udstedelser i 2025 at udgøre ca. 113 mia. kr., hvorfor det altså vil kræve mere end en fordobling af den årlige gældsudstedelse at fremskaffe et beløb stort nok til at opkøbe al KommuneKredits udestående gæld (Danmarks Nationalbank 2025b). Det vil kræve en dybdegående analyse at kortlægge, hvor stor en stigning i gældsudstedelsen, som Nationalbanken kan have på et år, uden at det hæmmer lånevilkårene, hvilket vurderes som værende udenfor denne artikels formål. En alternativ kilde til at tilvejebringe finansieringen kunne være statens konto i Nationalbanken, hvor indeståenderne udgjorde 212 mia. kr. ultimo 2024 (Danmarks Nationalbank 2025c).

For det andet vurderes det, at de nuværende obligationsholdere af KommuneKredit vil være villige til at sælge deres obligationer til Nationalbanken mod at få en præmie i form af kursgevinst. Med et gennemsnitligt rentespænd mellem KommuneKredits og Nationalbankens obligationer på 0,43 pct.-point i perioden 2020-2022 vil Nationalbanken kunne tilbyde en præmie svarende til en kursgevinst på fx 0,20 pct.-point. Det bør give nuværende obligationsholdere tilstrækkeligt incitament til at sælge deres obligationer, mens det stadigvæk er en god forretning for danske skattebetalere, fordi de samlede renteudgifter falder.

På baggrund af ovenstående anses det derfor som både muligt og anbefalelsesværdigt at iværksætte et buy-back program af KommuneKredits obligationer med henblik på, at Nationalbanken også opkøber KommuneKredits obligationer, der er udstedt før 1. april 2025. Tilbagekøbshorisonten skal være så aggressiv som muligt for i størst mulig grad at minimere

renteomkostningerne forbundet med rentespændet mellem KommuneKredit og Nationalbanken. Buy-back programmet vil ikke påvirke Danmarks gældsafvikling, eftersom der alene er tale om en gældsomlægning, som vil medføre færre renteomkostninger.