

Til lovforslag nr. L 144 og L 145. Betænkning afgivet af finansudvalget den 10. april 1985

Betænkning

over

I. Forslag til lov om bemyndigelse til optagelse af indenlandske statslån

II. Forslag til lov om bemyndigelse til optagelse af statslån i udlandet

Udvalget har behandlet lovforslagene og herunder stillet spørgsmål til finansministeren vedrørende lovforslaget om bemyndigelse til optagelse af indenlandske statslån. Finansministerens besvarelse af de stillede spørgsmål er optrykt som bilag til nærværende betænkning.

Ad I. Forslag til lov om bemyndigelse til optagelse af indenlandske statslån

Et flertal (udvalget med undtagelse af socialistisk folkepartis medlemmer) indstiller lovforslagets til *vedtagelse uændret*.

Et mindretal inden for flertallet (socialdemokratiets medlemmer af udvalget) udtaler:

Mindretallet har ved lovforslagets 1. behandling påpeget, at Danmark påføres et alvorligt rentetab som følge af salget af kroneobligationer til udlandet i et så voldsomt omfang, som tilfældet er.

Ligeledes har socialdemokratiet påpeget den alvorlige risiko for ukontrollable valutabevægelser som følge af, at de til udlandet solgte kroneobligationer inden for et kortere tidsrum sælges tilbage til Danmark. Mindretallet har tillige påpeget, at Danmark i tilfælde af et dansk rentefald vil lide et kurstab i udenlandsk valuta.

Den væsentligste del af salget af kroneobligationer udgøres af statsobligationerne, og som dokumenteret ved finansministerens besvarelse af mindretallets skriftlige spørgsmål

er salget i altovervejende grad sket i de vest-europæiske statslån til betydelig lavere rente.

Af finansministerens besvarelse af spørgsmål nr. 6-8, der er optrykt i betænkningen, fremgår det, at renten på danske statsobligationer med en løbetid på mere end tre år i 1984 har ligget mellem 13 og 15 pct. Samtidig oplyses det, at renten i Den europæiske Investeringsbank i 1984 har været 8,5 pct. for DM, 6,7 pct. for Sfr. og 9 pct. for Hfl., og at LIBOR i 1984 har været 5,7 pct. for DM, 4,3 pct. for Sfr. og 6,1 pct. Hfl.

Socialdemokratiet finder således, at det, uanset den eventuelle modgående virkning af kommende valutakursændringer, er overordentlig betænkeligt at tillade et frit salg af statsobligationer til udlandet, så længe rentespændet mellem Danmark og køberlandene er så stort.

Mindretallet har påpeget disse problemer og gennem udvalgsbehandlingen sikret, at folketinget er nøje bekendt med problemernes omfang og konsekvenser.

Socialdemokratiet vil alene stemme for lovforslaget, fordi en neutralisering af statens underskud er nødvendig, men vi ønsker at understrege, at salget til udlandet af danske statsobligationer ikke er en nødvendig følge af lovforslaget, og socialdemokratiet påtager sig ved at stemme for lovforslaget intet ansvar for obligationssalget til udlandet - det sker alene på regeringens ansvar.

Socialdemokratiet forudsætter, at finansministeren måned for måned orienterer fol-

ketingets finansudvalg om udviklingen i salget af statsobligationer og andre kroneobligationer til udlandet og om regeringens overvejelser herom.

Et *mindretal* (socialistisk folkepartis medlemmer af udvalget) har stillet nedenstående ændringsforslag, hvorom henvises til de ledende bemærkninger.

Mindretallet indstiller lovforslaget til *vedtagelse* med det af mindretallet stillede ændringsforslag.

Derudover ønsker mindretallet at tilkænde give, at salget af kroneobligationer til udlandet øjeblikkelig bør stoppes for at undgå en indirekte lånoptagelse, der er langt dyrere end en ordinær lånoptagelse.

Ad II. *Forslag til lov om bemyndigelse til optagelse af statslån i udlandet*

Udvalget indstiller lovforslaget til *vedtagelse uændret*.

Ændringsforslag
til

I. **Forslag til lov om bemyndigelse til optagelse af indenlandske statslån**

Til § 1

Af et *mindretal* (SF):

Ordene »50 mia kr.« ændres til: »25 mia kr.«.

Bemærkninger

Mindretallet finder det uacceptabelt at skulle give bemyndigelse til optagelse af indenlandske statslån i det skitserede omfang. Det er direkte uansvarligt over for de fremtidige skatteydere, når der oven i købet findes indtægtsmuligheder her og nu. Mindretallet redegjorde ved 1. behandling for, at statens finanser kan bedres med milliardbeløb gennem formueskat, beskatning af kursgevinster, forhøjet selskabsbeskatning, arveafgifter m.v.

Collet (KF) Henning Andersen (KF) Annelise Gotfredsen (KF) Bo Kristensen (KF)

Svend Erik Hovmand (V) fmd. Fogh Rasmussen (V) Nør Christensen (CD)

Arne Bjerregaard (KrF) Camre (S) Helle Degn (S) Erenbjerg (S)

Henning Jensen (S) nfmd. Nørgaard-Sørensen (S) Erling Olsen (S)

Ingerlise Koefoed (SF) Jes Lunde (SF) Bilgrav-Nielsen (RV)

Partierne FP, VS og FD havde ikke medlemmer i udvalget.

Bilag

Finansministeriet
Den 18. februar 1985

Vedlagt fremsendes i 40 eksemplarer svar på udvalgets spørgsmål i skrivelse af 6. februar 1985 (bil. nr. 23.99).

Med venlig hilsen

PALLE SIMONSEN

Til finansudvalget

Spørgsmål 1:

I hvilket omfang har de enkelte EF-lande liberaliseret deres salg af obligationer og statsgældsbeviser til udlandet?

Svar:

Ingen af de øvrige EF-lande, muligvis med

undtagelse af Grækanland, har restriktioner på valutaudlændinges køb af statsobligationer.

Der er ingen international forpligtelse til at liberalisere salget af statsgældsbeviser som følge af disses korte løbetid. Danmark har da heller ikke liberaliseret salget af denne type papirer.

Finansministeriet

Den 25. februar 1985

Vedlagt fremsendes i 40 eksemplarer svar på udvalgets spørgsmål i skrivelse af 8. februar 1985 (bil. nr. 23.100).

PALLE SIMONSEN

/ N. E. Sørensen

Til finansudvalget

Spørgsmål 2:

Hvad var den gennemsnitlige rente på de udenlandske lån, som staten ekstraordinært indfrie, da udlandssalget af højt forrentede indenlandske statsobligationer i 2. halvår 1984 fyldte valutakassen?

Svar:

Staten påbegyndte i slutningen af 1983 en omstrukturering af den udenlandske statsgæld. På baggrund af udviklingen på de internationale kapitalmarkeder blev det muligt at erstatte tidligere optagne, variabelt forrentede \$-lån med andre, billigere variabelt forrentede \$-lån.

Gennem 1984 forbedredes lånevilkårene på de internationale kapitalmarkeder yderligere, og staten har derfor i perioden indtil udgangen af 1984 førtidigt indfriet variabelt forrentede lån svarende til 3,8 mia \$. I sam-

me periode har staten optaget lån på bedre betingelser på i alt 2,7 mia \$ til finansiering af disse førtidige indfrielse.

1,1 mia \$ af de førtidige indfrielse er således ikke blevet finansieret ved optagelse af billigere »erstatningslån«, men ved træk på valutareserverne, der voksede meget kraftigt i slutningen af 1984, bl.a. på grund af privat kapitalimport.

De førtidige indfrielse i december 1984 udgjorde 1.353 mill. \$ og svarer således godt og vel til den del af de førtidige indfrielse, som ikke er blevet finansieret ved billigere erstatningslån.

Renten på de førtidigt indfrie udenlandske lån er som nævnt variabel og har historisk set vist store udsving. I nedenstående tabel er anført effektive renter for de i december 1984 førtidigt indfrie udlandslån, baseret på rentesatsen i den seneste termin før indfrielse.

Førtidig indfrielse af udenlandske statslån december 1984

Indfrielsesdato	Beløb i mill. \$	Nominel rente pct.	Effektiv rente pct. p.a.	Indfrielseskurs	Modværdi mill. kr.
¹ / ₂ 1984	200	12 ³ / ₈	13,15	11,0985	2.220
¹ / ₂ 1984	250	12 ¹ / ₂	13,29	11,0610	2.765
¹ / ₂ 1984	353	12 ¹ / ₁₆	13,50	11,0635	3.905
¹ / ₂ 1984	250	12 ³ / ₁₆	12,94	11,0810	2.770
¹ / ₂ 1984	50	12 ³ / ₁₆	12,94	11,0810	554
³ / ₂ 1984	250	11 ⁷ / ₈	12,59	11,2310	2.808
I alt	1.353	—	13,12	11,1027	15.022

Den gennemsnitlige effektive rente for de i december 1984 indfrie lån udgjorde således 13,12 pct. Denne rentesats kan ikke direkte sammenlignes med renten på de indenlandske statsobligationer, der er solgt til udlandet. Ud over den renterisiko, der altid er forbundet med optagelse af variabelt forrentede lån sammenlignet med fast forrentede lån, er der også en valutakursrisiko i forbindelse med udlandslån. På den anden side indebærer de variabelt forrentede udlandslån selvsagt også en mulighed for, at rente- og

valutakursudviklingen giver gevinst sammenlignet med fast forrentede kroneobligationer.

Når indfrielse i december 1984 ikke er blevet finansieret ved optagelse af billigere erstatningslån, skyldes det, at dette ville have medført, at valutareserverne var blevet større end nødvendigt. Da Nationalbanken typisk ikke kan anbringe pengene til lige så høj rente, som staten må betale, ville landet have lidt et tab. Den førtidige indfrielse af udenlandske statslån uden erstatningslån må derfor konstateres at have været hensigtsmæssig.

Finansministeriet

Den 2. april 1985

Vedlagt fremsendes i 40 eksemplarer svar på udvalgets spørgsmål 3 og 4 i skrivelse af 13. februar 1985 (bil. nr. 23.102).

PALLE SIMONSEN

/ N. E. Sørensen

Til finansudvalget

Spørgsmål 3:

Hvad var i 1984 omfanget af omlægningen af statens udenlandske lån, herunder rentesatser for indløste, henholdsvis nyoptagne lån for hver af de væsentlige valutaer?

Svar:

Omstruktureringen af statens udenlandske gæld, som påbegyndtes i 1983, bestod i 1984 i førtidige indfrielse af i alt 37,3 mia kr. (3,5 mia US\$), og aftaler og hjemtagelse af lån på i alt 20,6 mia kr. (2,0 mia US\$). En oversigt over de enkelte lån findes i Finansredegørelse, december 1984, side 159, hvor dog et nyt lån ikke er kommet med, nemlig 10 mia JPY (japanske yen) 1992 + ombytning (swap) til US\$, hjemtaget 20. december 1984, modværdi 437 mill. kr.

Både de førtidigt indfrieede lån og »erstatningslån« var overvejende variabelt forrentede US\$-lån, baseret på London Interbank Offered Rate (LIBOR). Det vil derfor være hensigtsmæssigt ved en sammenligning af renten på de indfrieede lån og de optagne lån at tage udgangspunkt i den variable rentesats LIBOR.

De indfrieede lån havde i gennemsnit en effektiv rente over LIBOR på 0,63 pct., mens den effektive rente på »erstatningslånene« kan udregnes til 0,06 pct. over LIBOR.

Omstruktureringen har således reduceret rentekomkostningerne for den omstrukturerede udenlandske statsgæld med godt ½ pct.point.

Ud over de i 1984 optagne »erstatningslån« blev også i slutningen af 1983, med hen-

blik på finansiering af tilbagebetalinger i begyndelsen af 1984, optaget lån på i alt 540 mill. US\$ svarende til 5.238 mill. kr. med en gennemsnitlig rente på LIBOR + 0,33 pct., jfr. ovennævnte tabel i finansredegørelsen. Herefter kan 11,5 mia kr. af de førtidige indfrielse siges at være sket uden optagelse af erstatningslån, dvs., at de nødvendige beløb er taget af Nationalbankens valutareserve, jfr. svar på spørgsmål 4.

Spørgsmål 4:

Hvorledes blev i 1984 den likviditet, som salget af kroneobligationer har givet os, anvendt i henseende til førtidig låneindfrielse?

Svar:

Salget til udlandet af kroneobligationer, som i 1984 af Nationalbanken er opgjort til 9,3 mia kr., medvirkede i slutningen af 1984 til en forøgelse af Nationalbankens valutareserver ud over, hvad der kunne skønnes nødvendigt.

Da staten i december 1984 – som en del af omstruktureringsprogrammet for den udenlandske statsgæld – havde mulighed for førtidig indfrielse af US\$-lån svarende til 15 mia kr., blev der derfor med baggrund i valutareservernes størrelse ikke optaget »erstatningslån«, og tilbagebetalingen skete udelukkende ved træk på valutareserverne.

Man kan således sige, at statens førtidige indfrielse i slutningen af 1984 de facto er blevet dækket gennem salget af kroneobligationer til udlandet. Der henvises i øvrigt til svaret på spørgsmål 2.

Finansministeriet

Den 28. marts 1985

Vedlagt fremsendes i 40 eksemplarer svar på udvalgets spørgsmål i skrivelse af 15. februar 1985 (bil. nr. 23.104).

Med venlig hilsen

PALLE SIMONSEN

Til finansudvalget

Spørgsmål 5:

Hvad vil de økonomiske virkninger være af at det indenlandske statslån opdeles i to dele,

- a) statsobligationer der forrentes med halv markedsrente (variabel), for hvilke renteindtægten er skattefri for modtagerne og som udbydes til andre end danske institutionelle investorer,
- b) statsgældsbeviser, som alene sælges til danske institutionelle investorer, og som belægges med klausul om, at de af den danske investor alene kan sælges tilbage til staten eller til andre danske institutionelle investorer. Det forudsættes, at statsgældsbeviserne bærer markedsrenten.

Beregningerne bedes foretaget under forudsætning af, at der er gennemført en skattereform, som hndrer rentearbitrage.

Svar:

Det er ved besvarelsen af spørgsmålet forudsat, at den angivne opdeling på statsobligationer og statsgældsbeviser ikke svarer til den nuværende opdeling efter løbetider, hvor statsgældsbeviser omfatter papirer med en løbetid på op til to år, mens statsobligationer har en længere løbetid ved emissionen. Såfremt det alternativt forudsættes, at danske institutionelle investorer alene skulle have tilladelse til anskaffelse af papirer med meget kort løbetid, ville det have meget uheldige konsekvenser for udviklingen på kapitalmarkedet, da disse institutioner i dag aftager en meget væsentlig del af obligationerne med længere løbetid. Hertil kommer, at det allerede i dag ikke er muligt for valutaudlændinge

at erhverve statsgældsbeviser, da disse klassificeres som pengemarkedspapirer, der ikke er omfattet af forpligtelserne til at liberalisere kapitalbevægelserne. Der ville således ikke være nogen grund til at lave særlige regler for at forhindre salget til valutaudlændinge af denne type statslån.

I det følgende antages derfor, at den i spørgsmålet angivne opdeling på statsgældsbeviser og statsobligationer, alene karakteriserer den skattemæssige behandling og ikke løbetidsfordelingen.

Selv under forudsætning af, at der er gennemført en skattereform, hvorefter kapitalafkast beskattes med omkring 50 pct., og hvor skattetækningsmulighederne er elimineret, vil den foreslåede opdeling af statspapirudbuddet ikke være hensigtsmæssig. Det danske kapitalmarked er i dag karakteriseret af et meget velfungerende obligationsmarked, hvor udbud og efterspørgsel bestemmer kursene på en effektiv måde. En opdeling af udbuddet af statslån vil kunne medføre forvredne kursrelationer på den øvrige del af obligationsmarkedet, der først og fremmest består af realkreditobligationer og den udestående beholdning af statspapirer. Såfremt udbuddet af statspapirer til henholdsvis danske institutionelle investorer og andre investorer ikke nøjagtig svarer til efterspørgslen, vil der på de øvrige finansielle markeder kunne opstå utilsigelige kursændringer med deraf følgende renteeffekter.

Den foreslåede omsætningsbegrænsning må endvidere antages at være i modstrid med Danmarks forpligtelser over for OECD og EF til at liberalisere kapitalbevægelserne.

Finansministeriet

Den 28. marts 1985

Vedlagt fremsendes i 40 eksemplarer svar på udvalgets spørgsmål i skrivelse af 27. februar 1985 (bil. nr. 23.112).

Med venlig hilsen

PALLE SIMONSEN

Til finansudvalget

Spørgsmål:

6. Hvor meget er der solgt kroneobligationer for til udlandet i februar 1985?

7. Hvad er ministerens kommentarer til svaret på foranstående spørgsmål 6?

8. Hvad er renteydelsen effektivt på de statsobligationer, der i 1984 er solgt til hvert af de aktuelle køberlande, og hvad ville renten have været, hvis der på de samme tidspunkter var optaget almindelige statslån på tilsvarende beløb i hver af de pågældende valutaer?

9. Hvad er merrenten ved låneoptagelse i statsobligationer i hver af månederne januar 1984–februar 1985 inkl. i forhold til statslån på tilsvarende beløb og tidspunkter (jfr. spørgsmål 8)?

Svar:

1. Nettosalget af børsnoterede danske kroneobligationer var i januar 1985 2.656 mill. kr. For februar måned er salget pr. 8. marts opgjort til 1.515 mill. kr. Nettosalget af statsobligationer har i de samme to måneder været henholdsvis 2.457 og 1.209 mill. kr.

Siden årsskiftet er der sket en indsnævring af det danske rentespænd over for udlandet. Den danske rente er faldet, samtidig med at renteniveauet i lande som Vesttyskland og USA har været for opadgående. Indsnævringen af rentespændet har været en væsentlig årsag til afdæmpningen af salget af kroneobligationer.

Denne udvikling har været tilfredsstillende. Det forhold, at nettosalget af kroneobligationer til udlandet fortsat er på et højt niveau, understreger, at der er grundlag for en yderligere nedgang i det indenlandske renteniveau i den kommende tid.

2. I tabel 1 er vist udviklingen i nettosalget af kroneobligationer til udlandet fordelt på lande. Opgørelsen omfatter samtlige kroneobligationer. Da nettosalget af statsobligationer udgør den væsentligste del af omsætningen med udlandet, giver oversigten en rimeligt dækkende beskrivelse af fordelingen på lande af salget af statsobligationer.

Fordelingen er baseret på de betalingsanmeldelser, Danmarks Nationalbank modtager. Det er ud fra betalingsanmeldelserne

alene muligt at få oplysninger om købernes hjemland. Da obligationerne imidlertid ofte erhverves med udenlandske banker (herunder danske datterbanker i udlandet) som mellemlid, kendes den endelige placering ikke.

Det er således ikke muligt ud fra tabellen at sige noget sikkert om, i hvilke lande de endelige købere af kroneobligationer er placeret. Alene som følge heraf er det ikke muligt at besvare de i spørgsmål 8 og 9 stillede spørgsmål.

Renten på danske statsobligationer med en løbetid på mere end tre år har i 1984 ligget i intervallet 13 til 15 pct. Til sammenligning kan oplyses, at renten på fast forrentede lån i US\$, DM, Sfr. og Hfl., som Den europæiske Investeringsbank har genudlånt i 1984, i gennemsnit har ligget på henholdsvis 13,7, 8,5, 6,7 og 9,0 pct. Renten på fast forrentede danske statslån i udlandet svarer i det store og hele til disse satser. Det er imidlertid vigtigt at tage i betragtning, at der på de kontinentale lånemarkeder – bl.a. som følge af kø-systemer – ikke er ubegrænsede muligheder for at optage fast forrentede lån for den enkelte låntager.

Der er ikke de samme begrænsninger på låntagning med variabel rente. Den rentesats, den danske stat betaler på variabelt forrentede lån, følger normalt renten på 3-måneders lån på interbankmarkedet i London (LIBOR), eventuelt med et vist mindre tillæg. Rente på 3-måneders LIBOR har i 1984 for US\$, DM, Sfr. og Hfl. i gennemsnit været henholdsvis 10,7, 5,7, 4,3 og 6,1 pct. Den variable rente har således været lavere end renten på fast forrentede lån. Dette modsvares bl.a. af, at der er usikkerhed om den fremtidige renteutvikling og dermed om den kommende rentebetaling. Til eksempel kan nævnes, at US\$-renten (LIBOR) i 1984 – som i begyndelsen af året var godt 9½ pct. – steg til godt 12 pct. midt på året for herefter at falde til godt 8½ pct. ved årets slutning, mens Sfr.-renten i samme periode har svinget mellem knap 3½ pct. og knap 5 pct.

For at kunne sammenligne de samlede omkostninger ved salg af kroneobligationer med omkostningerne ved låntagning på tilsvarende udenlandske markeder er det ikke tilstrækkeligt at sammenligne renten på kroneobligationer med renten på de udenlandske markeder. Det vil herudover være nød-

vendigt at tage højde for den forventede kursudvikling. Det er regeringens erklærede mål at tilstræbe en fastkurspolitik for den danske krone. Dette er imidlertid ikke ensbetydende med, at enkelte valutakurser ikke vil kunne ændre sig, men derimod at den danske kronkurs vil skulle have en stabil udvikling i forhold til et gennemsnit af de valutakurser, der er af betydning for dansk økonomi. Det må derfor forventes, at der også i de kommende år vil være en tendens til, at lande med lav rente og inflation vil få valutakursen opskrevet.

Det er ikke muligt at give nogle præcise vurderinger af den fremtidige valutakursudvikling for de enkelte valutaer, og det er derfor ikke muligt at foretage en beregning af de effektive renteydelser på udenlandske statslån, som skulle træde i stedet for salg af statsobligationer. Derimod kan det siges, at der er en stor sandsynlighed for, at den fordel, der er ved at optage lån i lavt forrentede valutaer, i et væsentligt omfang vil blive modsvaret af en fremtidig opskrivning af den pågældende valuta.

Tabel 1. Nettosalget af kroneobligationer til udlandet fordelt på lande

Mill. kr.	1984				1985	
	1. kv.	2. kv.	3. kv.	4. kv.	jan.	feb.
Belgien/Luxembourg ¹⁾	÷ 129	716	658	1.444	324	221
Schweiz ¹⁾	130	184	270	516	486	359
U. K. ¹⁾	76	45	238	309	÷ 70	÷ 88
Vesttyskland	32	581	1.271	1.407	1.782	893
Andre lande	239	354	363	225	182	÷ 7
Internationale finansielle organisationer	÷ 9	273	78	56	÷ 48	137
I alt	339	2.153	2.878	3.957	2.656	1.515

¹⁾ Inkl. danske datterbanker.

Finansministeriet

Den 28. marts 1985

Vedlagt fremsendes i 40 eksemplarer svar på udvalgets spørgsmål i skrivelse af 4. marts 1985 (bil. nr. 23.114).

Med venlig hilsen

PALLE SIMONSEN

Til finansudvalget

Bilag til bet. o. lovf. vedr. optagelse af statslån

Spørgsmål 10:

Ministerens kommentarer udbedes til vedlagte notat af 22. november 1984 af Knud Tholstrup*).

Svar:

Direktør Knud Tholstrups notat søger at påvise, at en afskaffelse af byggeomomsen vil kunne tilvejebringe en rentenedsættelse på 5 pct. foruden lavere inflation og mindre statsunderskud samt forbedret konkurrenceevne.

Det kan ikke diskuteres, at et lavere renteniveau vil være til gavn for statsfinanserne og erhvervslivets konkurrenceevne. Siden midten af 1982 er obligationsrenten faldet fra 22 pct. til godt 13 pct., hvilket klart har været medvirkende til en gunstig udvikling i det private erhvervsliv.

Derimod er der intet, som taler for, at en fjernelse af byggeomomsen ville kunne tilvejebringe et sådant rentefald.

Direktør Knud Tholstrups beregningseksempel bygger på den antagelse, at prisen på nybyggeri entydigt bestemmer de priser, hvortil boliger handles. Denne antagelse kan næppe siges at holde stik. Boligmarkedet er karakteriseret af en meget stor bestand af eksisterende boliger og en forholdsvis begrænset nettotilgang af nye boliger. Handelspriser på boliger er derfor først og fremmest bestemt af samspillet mellem den samlede bestand af boliger og efterspørgslen efter boliger. Nettotilgangen vil afhænge af handelspriserne på den måde, at høje handelspriser vil tilskynde til et stort byggeri.

En fjernelse af byggeomomsen vil derfor tilskynde til et øget nybyggeri snarere end til et prisfald på den samlede boligmasse. Der er derfor intet grundlag for at forestille sig, at en fjernelse af byggeomomsen vil føre til en mindskelse af obligationsudbuddet og dermed et faldende renteniveau.

*) Ikke optrykt