

19.12.2014

Låneprogram med auksjonskalender for kalenderåret 2015

Spørsmål om låneprogrammet rettes til statsgjeldsforvaltningen i Norges Bank:

E-post: debtmanagement@norges-bank.no

Hjemmeside: www.statsgjeld.no

Tlf.: 22 31 71 40

Introduksjon

Statens opplåning skal dekke utlån og kapitalinnskudd til statsbankene og andre statlige låneordninger, forfall av eksisterende statsgjeld og sikre en viss kontantbeholdning for staten. Det oljekorrigerte budsjettunderskuddet finansieres av overføringer fra Statens pensjonsfond utland og utløser derfor ikke noe lånebehov. Statens årlige lånebehov skal i hovedsak dekkes gjennom opptak av langsiktige lån i markedet (statsobligasjoner). Noe kan dekkes midlertidig gjennom trekk på statens kontantbeholdning.

Opplåningen utføres av statsgjeldsforvaltningen i Norges Bank på vegne av Finansdepartementet, i henhold til mandat fastsatt 2. oktober 2014. Mandatet innebærer at Norges Bank utsteder statsgjeld og inngår finansielle kontrakter innenfor statsgjeldsforvaltningen i Finansdepartementets navn.

Målet for statsgjeldsforvaltningen er å dekke statens lånebehov til så lave kostnader som mulig, samtidig skal det tas hensyn til risikoen staten utsettes for i opplåningen. I tillegg skal statens opplåning bidra til at Norge har et velfungerende finansmarked. Opplåningen skal søke å opprettholde en rentekurve for statspapirer med løpetid opptil 10 år som kan tjene som referanse for prising i markedet.

Statsgjelden, opplåningen i 2014 og markedsutvikling

Det har de siste tre årene vært en markant økning i emisjonsvolumet av statsobligasjoner og økt antall auksjoner. Bakgrunnen har vært økt lånebehov i forbindelse med blant annet overtagelse av eksportfinansieringsordningen og økte utlån gjennom statsbankene.

Ved utgangen av 2014 vil det utestående volumet av statspapirer være om lag 428 milliarder kroner, inkludert statens egenbeholdning på 72 milliarder kroner. Samlet statsgjeld har siden inngangen til 2014 blitt redusert med 23 milliarder kroner. Dette skyldes en nedgang i utestående vekslere fra 162 til 84 milliarder kroner (inkl. statens egenbeholdning) som følge av at bytteordningen ble endelig avvirket i juni. Utestående volum av obligasjoner har økt fra 289 til 344 milliarder kroner (inkludert en økning i egenbeholdningen på 8 milliarder kroner). Økningen i utestående volum forklares med økt lånebehov for staten, og at det er lånt om lag 30 milliarder kroner for å dekke deler av forfallet i obligasjonslån NST 471 i mai 2015.

Det er holdt 20 auksjoner av statsobligasjoner i 2014. Etterspørselen har variert noe gjennom året. I 2014 har gjennomsnittlig etterspørselsindikator (budvolum delt på tildelt volum) vært på 2,73, som er noe høyere enn gjennomsnittet for årene 2004-2013.

Auksjonsresultatene i 2014 har jevnt over vært tilfredsstillende for staten. Primærhandlere og investorer melder at de er fornøyde med forholdene i førstehåndsmarkedet, men forteller samtidig om at det er lav likviditet i annenhåndsmarkedet for norske statsobligasjoner. Et likvid marked kjennetegnes ved at det er mulig å kjøpe og selge for et betydelig volum i et verdipapir på kort tid uten at det har særlig effekt på markedsprisene. Det er vanlig å anta at investorene kan akseptere lavere avkastning på sine investeringer dersom det er god likviditet i investeringen. Det kan medføre økte lånekostnader for staten dersom likviditeten i det norske statspapirmarkedet er lav.

Det norske kapitalmarkedet er lite i internasjonal målestokk. Det gjelder også markedet for statspapirer. Om lag 60 prosent av de norske statsobligasjonene er eid av utenlandske investorer som forvalter store porteføljer. Mange av disse beholder obligasjonene fram til forfall. Kombinasjonen av store aktører og et lite marked kan gjøre det utfordrende å skape et likvid marked.

I mange land er innenlandske forsikringsselskaper og banker både store kjøpere av statsobligasjoner og aktive i annenhåndsmarkedet. I Norge er det i betydelig mindre grad en slik innenlandsk investorbase. I tillegg kjøper norske husholdninger svært lite av statspapirer, men har bundet opp mye kapital ved å eie egen bolig.

Disse forholdene bidrar til at det er mindre aktivitet i annenhåndsmarkedet for norske statsobligasjoner.

For å fremme likviditeten i statspapirmarkedet har Norges Bank inngått avtaler med enkelte banker, såkalte primærhandleravtaler. Disse avtalene sikrer at det til enhver tid stilles kjøps- og salgskurser for et minstevolum i hvert statslån på Oslo Børs sitt elektroniske system for annenhåndsmarkedet. Primærhandleravtalene setter maksimumsgrenser for differansen mellom kjøps- og salgskursene. Normalt vil likevel den største delen av omsetningen i annenhåndsmarkedet skje til større volum og lavere kursdifferanse enn kravene i primærhandleravtalen.

Differansen mellom kjøps- og salgrenten i annenhåndsmarkedet er betydelig større i Norge enn i land det er naturlig å sammenligne seg med. Dette kan være en indikasjon på lav likviditet i det norske markedet. Kostnadene for primærhandlerne ved tilpasning av obligasjonsbeholdningene etter handel øker hvis likviditeten er lav, og følgelig vil primærhandlerne stille kjøps- og salgskurser i markedet som vil reflektere denne risikoen.

Omsetningen er ofte et anvendt mål for likviditeten. Omsetningen kan gi et bilde av dybden i markedet, fordi den avhenger av markedsaktørenes vurdering av kostnadene ved å handle, og – alt annet likt – vil øke når transaksjonsomkostningene reduseres. Omsetningen i det norske statsobligasjonsmarkedet har falt jevnt siden 2003. Selv om det har blitt emittert betydelig større volum til markedet de tre siste årene, har ikke omsetningen i annenhåndsmarkedet vist noen klare tegn til å øke.

Statens lånebehov for 2015

| Tabell 1: Statens lånebehov, milliarder kroner | |
|---|--------------------------------------|
| Eksportfinansieringsordningen | 20,0 |
| Boliglånsordningen i Statens pensjonskasse | 20,1 |
| Husbanken | 18,2 |
| Statens lånekasse for utdanning | 23,6 |
| Innovasjon Norge | 41,1 |
| Andre statlige låneordninger ¹ | 2,3 |
| Brutto lånebehov | 125,3 |
| Tilbakebetalinger | -89,2 |
| Netto lånebehov | 36,0 |
| Forfall obligasjon NST 471 | 21,9 |
| Justering (likviditetshensyn) | 3,4 |
| Justering for lavere kontantbeholdning | Reduksjon på om lag 9-13 mrd. kroner |
| Planlagt opplåning i 2015 | 48-52 mrd. kroner |

¹Grunnfondskapital til Norfund, aksjekapital til Kommunalbanken AS, lån til SIVA SF og lån til norske borgere i utlandet.

Statens lånebehov er vist i tabell 1. Nye utlån til statsbankene og statlige utlånsordninger er på til sammen 125,3 milliarder kroner. Tilbakebetalinger fra statlige låneordninger er til sammen 89,2 milliarder kroner. Dette gir et netto lånebehov på om lag 36 milliarder kroner.

Det er forfall av obligasjonslån NST 471 i mai 2015. Utestående i dette lånet er 59,9 milliarder kroner¹. Av dette er 8 milliarder kroner i statens egenbeholdning og skal ikke refinansieres. Deler av forfallet er allerede finansiert gjennom opplåning i 2014. Dette er beregnet til 30 milliarder kroner. Det betyr at gjenstående opplåning blir 21,9 milliarder kroner.

I 2015 vil det overføres 3,4 milliarder kroner i overskudd og renteinntekter fra Norges Bank til staten. Dette vil inngå som en inntekt i statsbudsjettet. Normalt vil alle inntekter i statsbudsjettet være likviditetsinndragende, mens statlige utbetalinger vil være likviditetsøkende. Disse vil utligne hverandre, slik at statsbudsjettet blir likviditetsnøytralt. En overføring fra Norges Bank til staten har

¹ Merk at i statsbudsjettet er utestående i NST 471 oppgitt til 61,4 milliarder kroner, dette skyldes at staten har kjøpt tilbake noe i NST 471 etter at statsbudsjettet ble trykket.

derimot ingen likviditetseffekt, og bruken av disse pengene vil derfor gjøre at statsbudsjettet blir 3,4 milliarder kroner likviditetspositivt. Norges Bank skal utligne denne likviditetseffekten ved å låne opp 3,4 milliarder i 2015.

Statens kontantbeholdning har de siste årene vært svært høy. I lånefullmaktsproposisjonen (Prop. 17 S (2014-2015)) varslet Finansdepartementet at det i samråd med Norges Bank ville vurdere om det langsiktige nivået på statens kontantbeholdning skal reduseres. Finansdepartementet har fastsatt at minstenivået på statens kontantbeholdning skal være 35 milliarder kroner i 2015. Det tas sikte på å redusere nivået på kontantbeholdningen med mellom 9 og 13 milliarder kroner gjennom redusert obligasjonsopplåning.

Emisjoner av statsobligasjoner

Det har i mange år vært statens strategi å utstede et nytt 11-års lån annethvert år for så å bygge opp lånet til et nivå som gir en viss likviditet i god tid før introduksjon av et nytt langt lån. Utestående statsobligasjonslån blir utvidet basert på etterspørselsforhold i markedet og andre hensyn som blir vurdert fortløpende.

Fra 2014 ble strategien endret ved at det ble utstedt et 10-årslån (NST 476) istedenfor et 11-årslån. Det nye lånet ble utstedt i mars, mens de tidligere 11-årslånene har vært utstedt i mai. Bakgrunnen for å emittere det nye lånet tidligere på året var tilbakemeldinger fra markedsaktørene om at etterspørselen fra investorer er størst tidlig i året. Flere andre statsgjeldskontor henter også inn en større andel av finansieringsbehovet i første halvår enn i andre halvår. Med en tidlig emisjon av et nytt langt lån vil det samtidig være bedre tid på å bygge opp utestående volum i det nye lånet i løpet av året.

Innføringen av nytt 10-årslån ble basert på tilbakemeldinger fra primærhandlerne om at 11-årslån var vanskeligere å selge til norske og internasjonale investorer. Mange investorer ønsker å ha lån i porteføljene som er såkalte «referanselån» i segmentene 2, 5 og 10 år. Dermed har disse investorene ventet med å kjøpe det nye lånet inntil løpetiden har blitt 10 år.

Introduksjonen av et 10-årslån ble godt mottatt i markedet. Omsetningen i det nye lånet (NST 476) har hittil i år utgjort 22 prosent av samlet omsetning i norske statsobligasjoner på Oslo Børs. Det gjør lånet til det mest omsatte i år selv om introduksjonen til markedet skjedde først i mars.

De siste årene har finansieringsbehovet til staten økt. Det gir et behov for å ha flere utestående referanselån, spesielt for å hindre at store volumer forfaller på samme tid. Store forfall påvirker i betydelig grad nivået på bankenes reserver og statens kontantbeholdning og øker samtidig statens refinansieringsrisiko. Dette taler for å utstede et nytt 10-årslån hvert år fremfor utstedelse av større lån annethvert år. Det reduserte lånebehovet i 2015 innebærer at et nytt langt lån trolig ikke vil bli bygget opp til samme utestående volum som i NST 476.

Norges Bank vil vurdere om det skal emitteres to nye lån i løpet av 2015. I 2015 vil dagens utestående lån ha gjenstående løpetid på rundt 2, 4, 6, 8 og 9 år. Det er rom for et nytt 5-års lån på kurven. Flere markedsaktører forteller også at introduksjon av et nytt referanselån uansett hvor det er på rentekurven, vil generere en viss etterspørsel fra investorene.

Planen for 2015 blir derfor å utstede et nytt 10-årslån i løpet av første kvartal. Det blir viktig å bygge opp dette nye lånet gjennom hele året, men sannsynligvis mest i første halvår. I andre halvår vil det bli vurdert å utstede et nytt 5-årslån dersom markedsforholdene tilsier at etterspørselen vil være god.

Det legges opp til 15 auksjoner i statsobligasjoner i 2015, mot 20 i 2014. Reduksjonen skyldes lavere lånebehov for staten. Resultatet av auksjonene i norske statsobligasjoner kan være avhengig av markedsforholdene i Europa i dagene før den norske auksjonen. Det synes derfor fordelaktig å avholde relativt hyppige auksjoner med små volumer for å redusere risikoen for høyere lånekostnader enn forventet. Det er som for 2014 planlagt flere auksjoner i første halvår enn i andre halvår.

Emisjoner av statskasseveksler

Auksjoner av statskasseveksler vil følge samme mønster som tidligere. Ny 12-måneders veksel vil utstedes med oppgjør på IMM-datoene. Den nye vekselen vil deretter bli utvidet i løpet av de første månedene etter førstegangsutstedelse. Det tas sikte på å emittere inntil 70 milliarder kroner til markedet fordelt på 12 auksjoner.

Tilbakekjøp av NST 471 før forfall

Gradvis tilbakekjøp av obligasjonslån før forfall vil redusere svingningene i likviditeten i banksystemet. For markedsaktørene vil muligheten for å selge tilbake før forfall åpne for en mer gradvis tilpasning av egne porteføljer.

Det ble i 2014 gjennomført seks tilbakekjøpsauksjoner av NST 471. Til sammen er det kjøpt tilbake 17,2 milliarder kroner. Dette reduserer utestående i markedet til 51,9 milliarder kroner. Tilbakemeldingene fra primærhandlerne har vært positive. Det legges derfor opp til tre tilbakekjøpsauksjoner i første halvdel av 2015. Tilbakekjøpene legges til samme dag som vekselauksjoner, og det åpnes samtidig for at alle primærhandlere i statspapirer kan delta i tilbakekjøpene.

Datoer for tilbakekjøpsauksjoner av NST 471 vil bli 9. februar, 16. mars og 13. april. Det vil eventuelt bli vurdert ad hoc tilbakekjøp i perioden etter 13. april dersom det er interesse i markedet.

Strategiintervall første kvartal

Strategiintervallet for første kvartal settes til 13-17 milliarder kroner for statskasseveksler og tilsvarende beløp for statsobligasjoner.

Datoer for offentliggjøring av strategiintervall i 2015 (alle dager kl. 12):

- For andre kvartal: Fredag 27. mars
- For tredje kvartal: Fredag 26. juni
- For fjerde kvartal: Mandag 28. september
- Auksjonskalender og strategiintervall første kvartal 2016: Fredag 18. desember

Endringer

- Auksjonsdag for obligasjoner endres til onsdager (tidligere tirsdager). Publisering av auksjon er flyttet til mandager. Oppgjørsdag blir fredager. Dette er gjort for å kunne ta beslutningen om hvilket lån som skal emitteres tettere opp til selve auksjonsdagen. Grunnet spesielle hensyn vil to obligasjonsauksjoner ikke følge dette mønsteret eksakt, se auksjonskalenderen for 2015. Vekselauksjoner vil fortsatt foregå på mandager. Publisering av vekselauksjon er flyttet fra onsdager til torsdager.
- I 2014 har tilbakekjøpsauksjonene blitt lagt til samme dag som obligasjonsauksjon for å gi markedsaktørene mulighet for å selge seg ut av NST 471 for så å by i ordinær obligasjonsauksjon. Tilbakemeldinger fra primærhandlere tyder imidlertid på at NST 471 ikke regnes som en nær erstatning for de lengre obligasjonslånene. Derimot kan vekslene være et nærmere substitutt for NST 471. De tre planlagte tilbakekjøpsauksjonene i 2015 er derfor lagt til dager med vekselauksjoner.

Vedlegg 1: Auksjonskalendere

Statsobligasjoner

| Offentliggjøring kl. 12.00 | Auksjon kl. 10.15-11.00 | Oppgjør kl. 07.00 |
|-------------------------------|----------------------------|----------------------|
| Man. 19.01.15 | Ons. 21.01.15 | Fre. 23.01.15 |
| Man. 02.02.15 | Ons. 04.02.15 | Fre. 06.02.15 |
| Man. 09.03.15 | Ons. 11.03.15 | Fre. 13.03.15 |
| Man. 23.03.15 | Ons. 25.03.15 | Fre. 27.03.15 |
| Man. 20.04.15 | Ons. 22.04.15 | Fre. 24.04.15 |
| Fre. 08.05.15 | Tirs. 12.05.15 | Fre. 15.05.15 |
| Fre. 22.05.15 | Ons. 27.05.15 | Fre. 29.05.15 |
| Man. 08.06.15 | Ons. 10.06.15 | Fre. 12.06.15 |
| Man. 22.06.15 | Ons. 24.06.15 | Fre. 26.06.15 |
| Man. 24.08.15 | Ons. 26.08.15 | Fre. 28.08.15 |
| Man. 07.09.15 | Ons. 09.09.15 | Fre. 11.09.15 |
| Man. 12.10.15 | Ons. 14.10.15 | Fre. 16.10.15 |
| Man. 26.10.15 | Ons. 28.10.15 | Fre. 30.10.15 |
| Man. 09.11.15 | Ons. 11.11.15 | Fre. 13.11.15 |
| Man. 07.12.15 | Ons. 09.12.15 | Fre. 11.12.15 |

Statskasseveksler

| Offentliggjøring kl. 12.00 | Auksjon kl. 10.15-11.00 | Oppgjør kl. 07.00 |
|-------------------------------|----------------------------|----------------------|
| Tors. 08.01.15 | Man. 12.01.15 | Ons. 14.01.15 |
| Tors. 05.02.15 | Man. 09.02.15 | Ons. 11.02.15 |
| Tors. 12.03.15 | Man. 16.03.15 | Ons. 18.03.15 |
| Tors. 09.04.15 | Man. 13.04.15 | Ons. 15.04.15 |
| Tors. 07.05.15 | Man. 11.05.15 | Ons. 13.05.15 |
| Tors. 11.06.15 | Man. 15.06.15 | Ons. 17.06.15 |
| Tors. 25.06.15 | Man. 29.06.15 | Ons. 01.07.15 |
| Tors. 20.08.15 | Man. 24.08.15 | Ons. 26.08.15 |
| Tors. 10.09.15 | Man. 14.09.15 | Ons. 16.09.15 |
| Tors. 01.10.15 | Man. 05.10.15 | Ons. 07.10.15 |
| Tors. 15.10.15 | Man. 19.10.15 | Ons. 21.10.15 |
| Tors. 10.12.15 | Man. 14.12.15 | Ons. 16.12.15 |

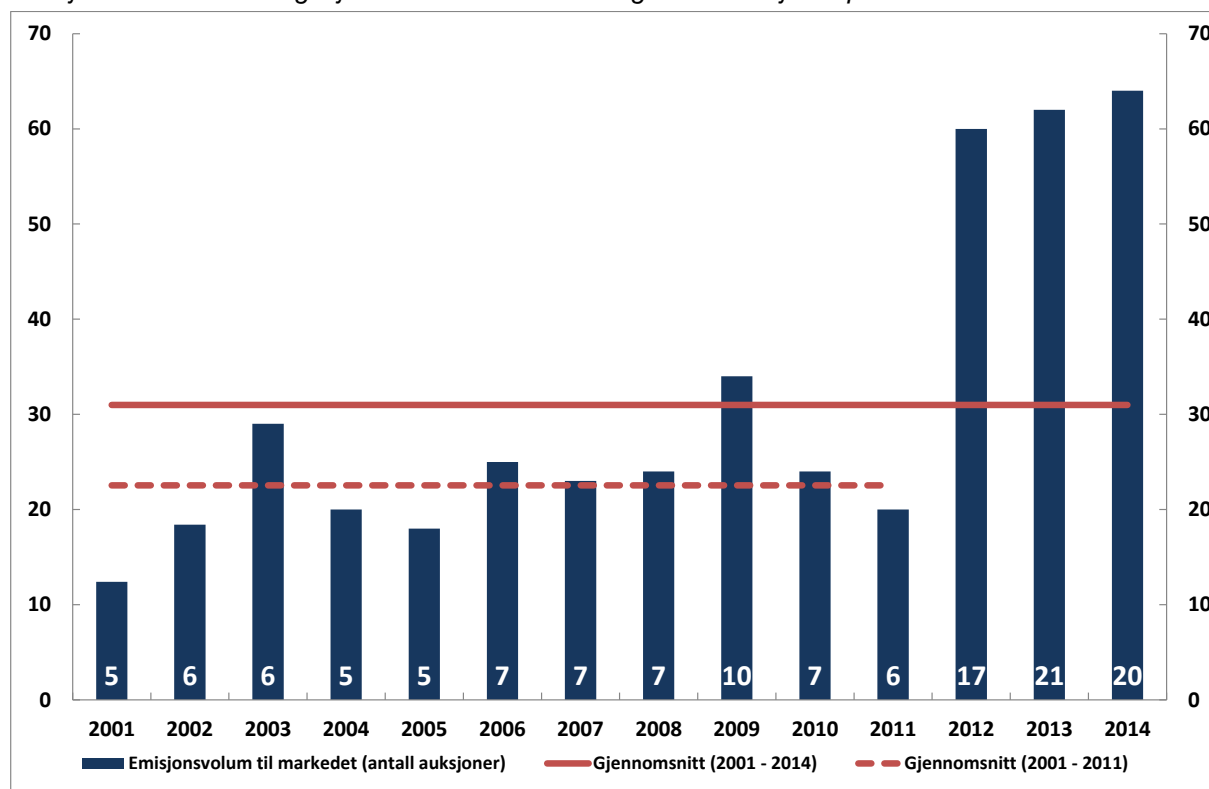
Tilbakekjøpsauksjoner NST 471

| Auksjon kl. 9.15-10.00 | Oppgjør kl. 07.00 |
|---------------------------|----------------------|
| Man. 09.02.15 | Ons. 11.02.15 |
| Man. 16.03.15 | Ons. 18.03.15 |
| Man. 13.04.15 | Ons. 15.04.15 |

De annonserte auksjonene av statsobligasjoner og statskasseveksler kan avlyses, eller suppleres med ad hoc-emisjoner.

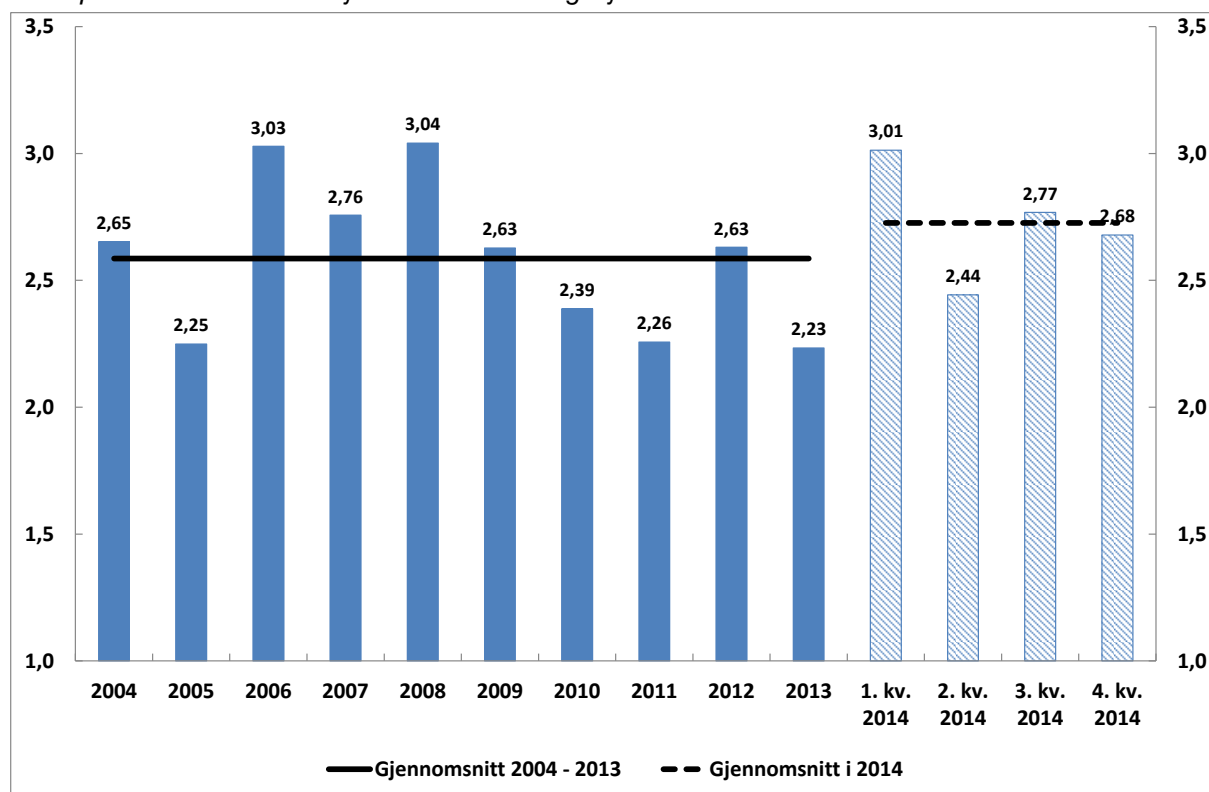
Vedlegg 2: Figurer

Emisjonsvolum statsobligasjoner i milliarder kroner og antall auksjoner per år. 2001 – 2014



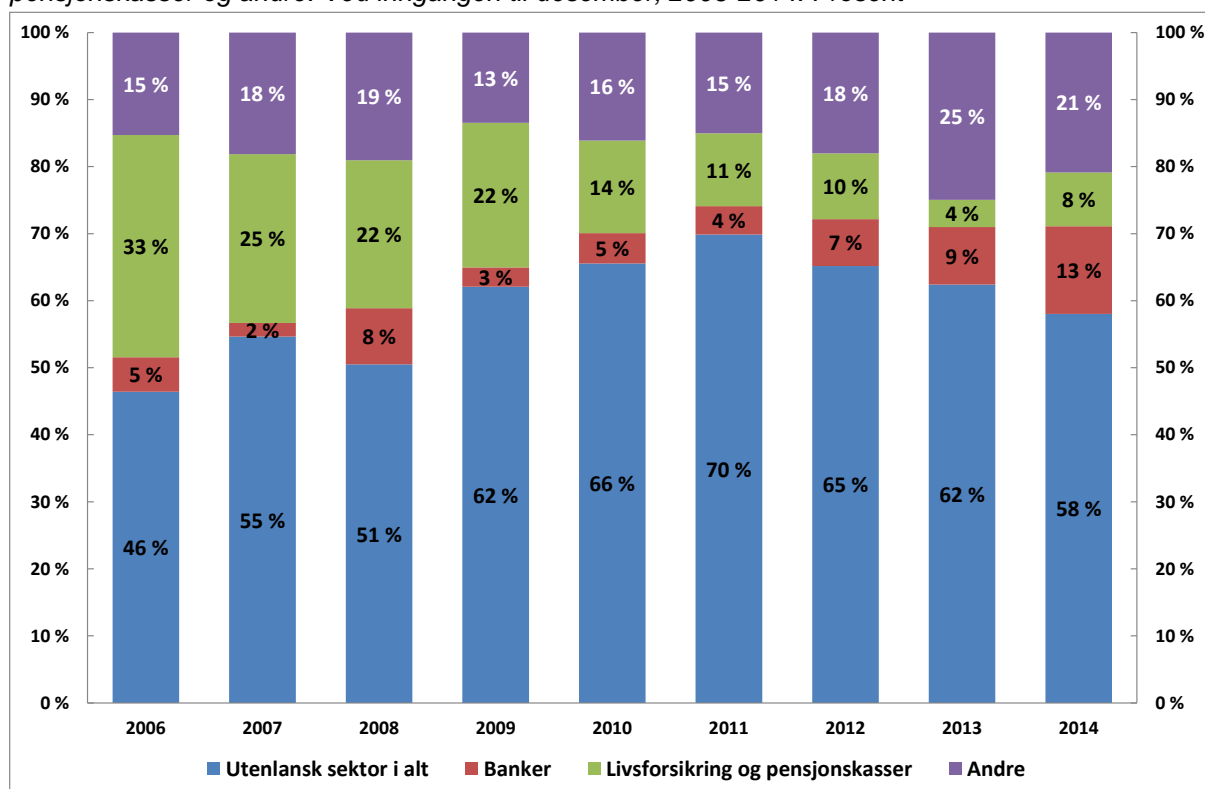
Kilde: Norges Bank

Etterspørselsindikator i auksjonene av statsobligasjoner. 2004 – 2014



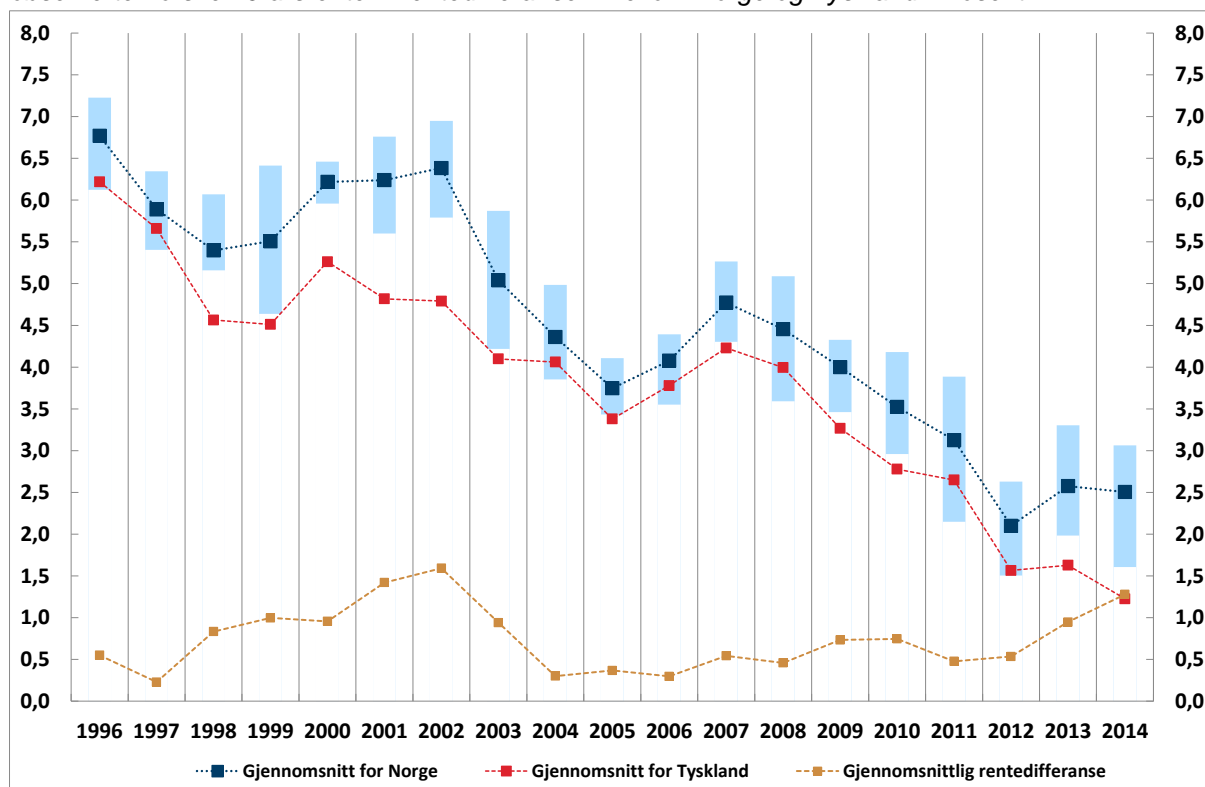
Kilde: Norges Bank

Eiersammensetningen statsobligasjoner fordelt på utenlandsk sektor, banker, livsforsikring og pensjonskasser og andre. Ved inngangen til desember, 2006-2014. Prosent



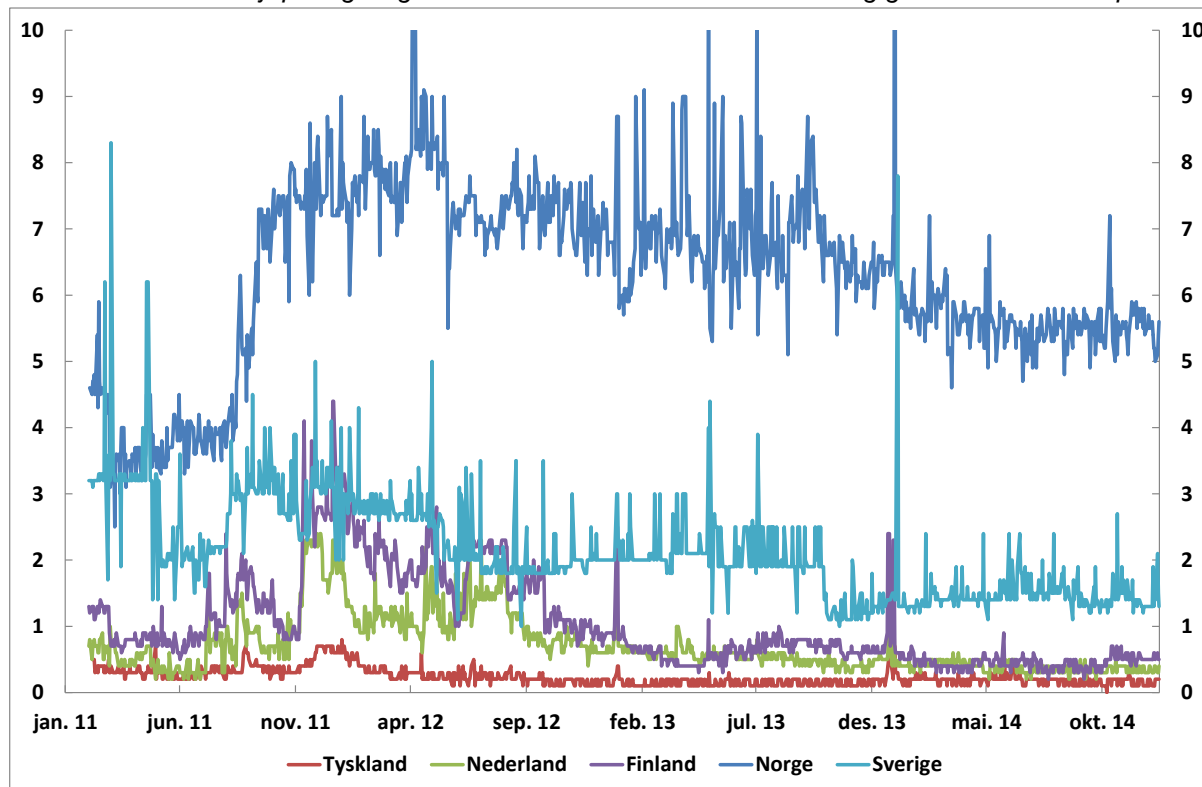
Kilde: Verdipapirsentralen

Utviklingen i årlig gjennomsnittlig 10-års statsobligasjonsrenter i Norge og Tyskland. Spredningen i observerte norske 10-årsrenter. Rentedifferansen mellom Norge og Tyskland. Prosent



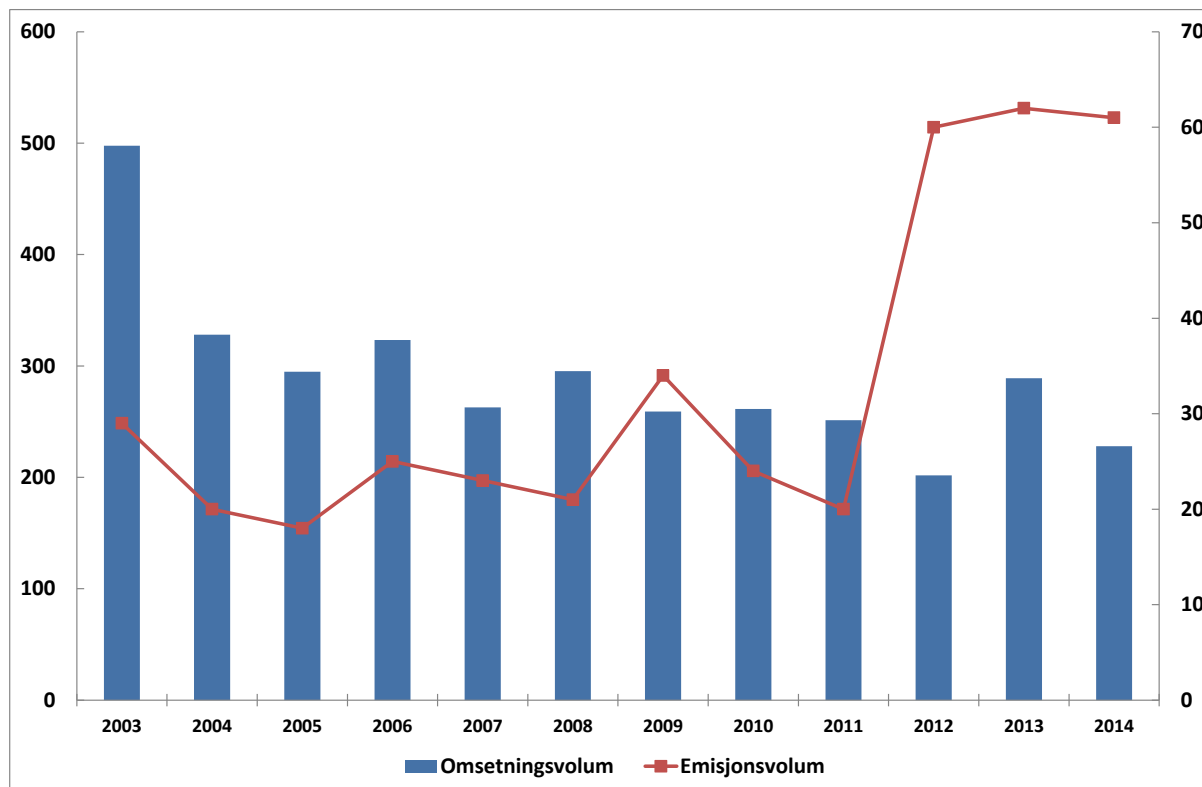
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Differansen mellom kjøps- og salgsrenten i annenhåndsmarkedet. 10-årig generisk stat. Basispunkter



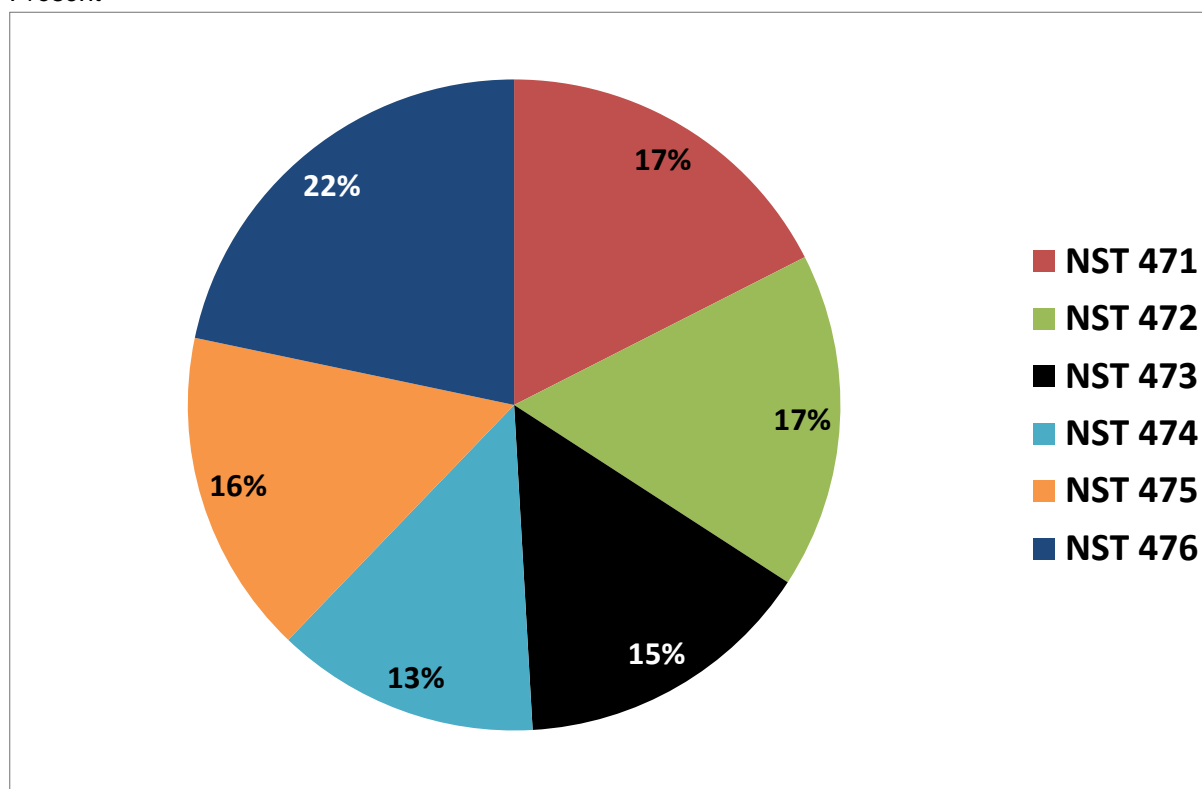
Kilde: Bloomberg

Utviklingen i omsatt volum (venstre akse) og emisjonsvolum (høyre akse) av norske statsobligasjoner. Milliarder kroner. 2003 - 2014



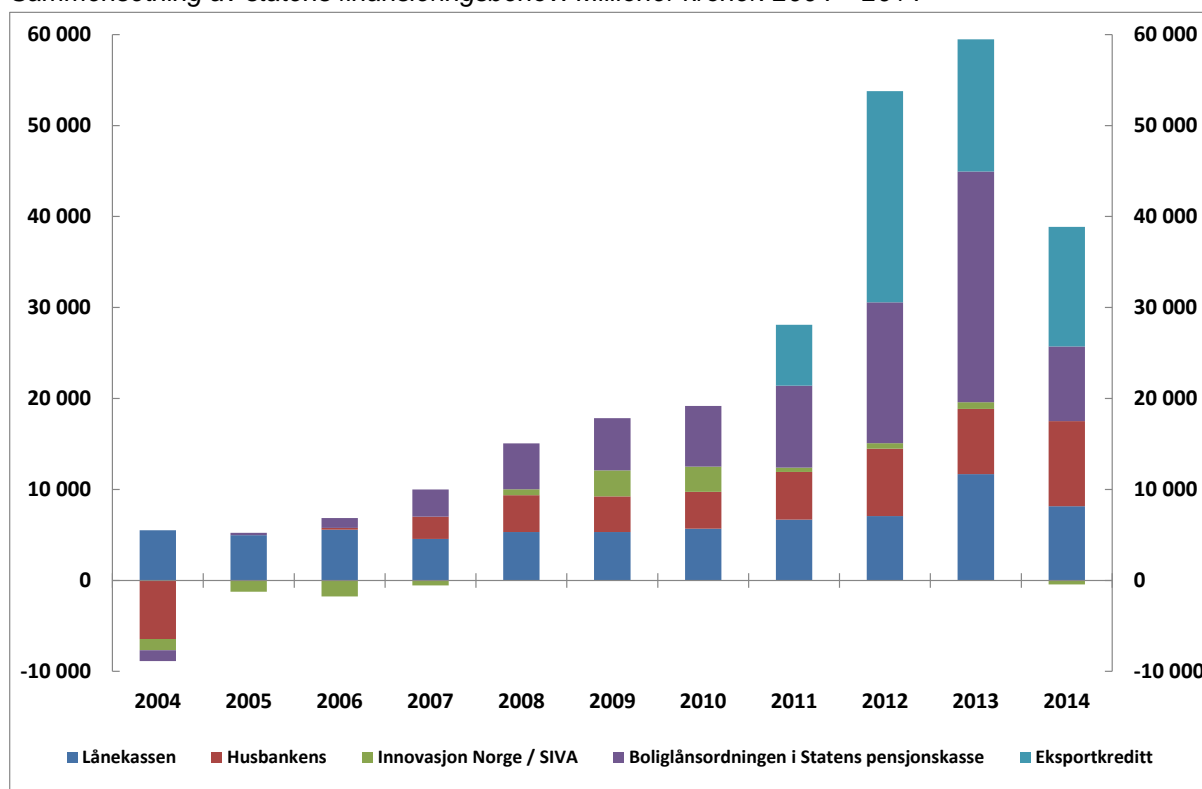
Kilder: Oslo Børs og Norges Bank

Fordeelingen av omsetningen på Oslo Børs av norske statsobligasjoner. 2. jan. – 16. des. 2014.
Prosent



Kilde: Oslo Børs

Sammensetning av statens finansieringsbehov. Millioner kroner. 2004 – 2014



Kilde: Finansdepartementet