

# STATSGJELDSFORVALTNINGEN

## Strategi og låneprogram for 2020

18. DESEMBER 2019  
STRATEGI OG LÅNEPROGRAM  
FOR 2020

Statsgjeldsforvaltningen  
Debtmanagement@Norges-Bank.no  
www.statsgjeld.no  
Tlf.: 22 31 71 40



NORGES BANK

## Statsgjelden – Strategi og låneprogram for 2020

Norges Bank

Adresse: Bankplassen 2

Postadresse: Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo

Tel.: 22 31 71 40

E-post: [debtmanagement@norges-bank.no](mailto:debtmanagement@norges-bank.no)

Web: <http://www.statsgjeld.no>

# Innhold

STRATEGIEN KORT FORTALT	4
1 FORVALTNINGEN AV STATSGJELDEN	5
2 STATENS LÅNEBEHOV I 2020	7
3 LÅNEPROGRAM I 2020	9
3.1 Emisjoner statsobligasjoner	9
3.2 Tilbakekjøp	9
3.3 Emisjoner statskasseveksler	10
3.4 Rentebindingstid og bruk av rentebytteavtaler	10
Ramme: Måling av likviditet i statsobligasjonsmarkedet	13
Kalendere for 2020	14

Notatet er basert på informasjon fram til og med 11. desember 2019.

# Strategien kort fortalt

Statsgjeldsforvaltningen skal

- Utstede 55 milliarder kroner i statsobligasjoner, en økning på 5 milliarder kroner fra 2019.
- Syndikere en ny 10-årig statsobligasjon i februar.
- Tilby tilbakekjøp av obligasjonslånet som forfaller i mai 2021.
- Utstede en ny 12-måneders veksel på alle IMM-datoer.
- Ikke inngå nye rentebytteavtaler i 2020.

# 1 Forvaltningen av statsgjelden

Den norske stat låner for å finansiere statlige lånebehov, forfall av eksisterende gjeld og for å sikre at staten har en tilstrekkelig kontantbeholdning til å dekke løpende forpliktelser. Overføringer av overskudd og renter fra Norges Bank vil også påvirke lånebehovet. Det oljekorrigerte budsjettunderskuddet finansieres av overføringer fra Statens pensjonsfond utland og utløser dermed ikke et lånebehov.

Finansdepartementet har ansvaret for forvaltningen av statens gjeld, men har delegert det operative ansvaret for gjeldsforvaltningen til Norges Bank. I henhold til mandat fastsatt av departementet skal Norges Bank utstede statsgjeld i Finansdepartementets navn. Mandatet gir Norges Bank fullmakt til å inngå finansielle kontrakter for departementets regning og risiko i forbindelse med statsgjeldsforvaltningen.

Målet for forvaltningen er å dekke statens lånebehov til lavest mulig kostnad innenfor gitte risikorammer. I tillegg skal statens opplåning bidra til et vel fungerende og effektivt finansmarked i Norge. Opplåningen skal søke å opprettholde en rentekurve for statspapirer med løpetid ut til 10 år, som kan tjene som referanse for prising i obligasjonsmarkedet. Statens lånebehov dekkes i sin helhet ved låneopptak i norske kroner. Låneporteføljen består av statskasseveksler, statsobligasjoner og inngåtte rentebytteavtaler.

Departementet fastsetter årlig en øvre grense for brutto lånevolum og minstekrav til rentebindingstid på låneporteføljen. I 2020 er øvre grense for opptak av langsiktige lån satt til 75 milliarder kroner og maksimalt utestående i statskasseveksler (kortsiktige lån) er 100 milliarder kroner. Rentebindingen på låneporteføljen skal ha en varighet på mer enn 2½ år. Innestående på statens konto i Norges Bank skal til enhver tid være minst 35 milliarder kroner.

Statens årlige lånebehov dekkes i hovedsak gjennom opptak av langsiktige lån i markedet (statsobligasjoner) med fast rente. Noe av finansieringsbehovet kan dekkes midlertidig gjennom trekk på statens kontantbeholdning. For å sikre en tilstrekkelig kontantbeholdning utsteder staten i tillegg statskasseveksler, som er lån med løpetid på ett år eller kortere.

Statsgjeldsforvaltningen vurderer den mest hensiktsmessige utstedelsesstrategien i lys av den løpende markedsutviklingen, statens lånebehov og rammene som er fastsatt av Finansdepartementet. Dette inkluderer introduksjon av nye lån, utvidelse av eksisterende lån og inngåelse av rentebytteavtaler.

Strategi og låneprogram publiseres for ett år av gangen i desember året før. I forkant av nytt kvartal gis det informasjon om intervall for planlagt opplåningsvolum det kommende kvartalet. Vi publiserer også kvartalsrapporter om utviklingen i statspapirmarkedet. Statsgjeldsforvaltningen har i henhold til mandatet ansvar for markedsføring av norsk statsgjeld og kontakt med banker, meglere og investorer.

*Staten låner for å finansiere statlige låneordninger, forfall av eksisterende gjeld og for å sikre staten en kontantbeholdning*

*Norges Bank utfører opplåningen etter et mandat fra Finansdepartementet*

*Lånebehovet dekkes i sin helhet i norske kroner*

For å fremme salg av norsk statsgjeld i førstehåndsmarkedet og omsetningen i annenhåndsmarkedet, inngår Norges Bank hvert år avtaler med primærhandlere i norske statsobligasjoner og statskasseveksler. Primærhandlerne har enerett og plikt til å gi bud ved auksjoner. De må stille bindende kjøps- og salgskurser i annenhåndsmarkedet for et minstevolum i hvert statslån. Primærhandlerne mottar en differensiert godtgjørelse basert på deres innsats i første- og annenhåndsmarkedene for veksler og obligasjoner.

## 2 Statens lånebehov i 2020

Planlagt opplåning baserer seg på anslått lånebehov for staten i statsbudsjettet for 2020. Sammensetningen av lånebehovet er vist i tabell 1.

**Tabell 1: Anslått lånebehov fra statsbudsjettet. For 2019 og 2020.**  
Milliarder kroner

	2019	2020
<b>Nye utlån til statsbankene mv:</b>		
Eksportkreditt Norge AS	8,0	5,0
Boliglånsordningen i Statens pensjonskasse	5,9	10,3
Husbanken	14,3	14,8
Statens lånekasse for utdanning	28,6	30,7
Innovasjon Norge	53,8	58,9
Andre	2,3	5,4
<b>Brutto utlån til statsbankene mv.</b>	<b>112,9</b>	<b>125,1</b>
<b>Tilbakebetalinger statsbankene:</b>		
Eksportkreditt Norge AS	9,0	11,8
Boliglånsordningen i Statens pensjonskasse	10,9	10,4
Husbanken	12,4	12,7
Statens lånekasse for utdanning	17,8	17,9
Innovasjon Norge	53,0	57,8
Andre	1,3	4,4
<b>Sum tilbakebetalinger statsbankene mv.</b>	<b>104,3</b>	<b>115,0</b>
<b>Netto lånebehov og kapitalinnskudd til statsbankene mv.</b>	<b>8,6</b>	<b>10,1</b>
<b>Forfall av utestående obligasjonsgjeld<sup>1</sup></b>	<b>38,0</b>	<b>41,0</b>
<b>Andre justeringer:</b>		
Opplåning for å sikre likviditetsnøytralitet som følge av budsjettert overføring fra Norges Bank til staten	14,0	14,8
<b>Lånebehov etter forfall og justeringer</b>	<b>60,6</b>	<b>65,9</b>

<sup>1</sup> I 2020 vil dette være første del av refinansieringen av NGB 05/2021. Totalt utestående i markedet ved utgangen av 2019 er 82 milliarder kroner.

Netto nye utlån fra statsbankene og statlige låneordninger er anslått til 10,1 milliarder kroner i 2020. Dette er noe høyere enn i 2019.

Staten låner også for å dekke forfall av utestående gjeld. Det forfaller ingen statsobligasjoner i 2020, men refinansieringen av obligasjonen som forfaller i mai 2021 fordeles over to år. I 2020 er det derfor behov for å låne om lag 41 milliarder kroner i markedet på grunn av dette.

For at statsbudsjettet ikke skal påvirke det langsiktige nivået på strukturell likviditet låner staten opp et beløp tilsvarende overføringene fra Norges Bank. I 2020 vil lånebehovet øke med 14,8 milliarder kroner som følge av anslått overføring av overskudd og renteinntekter fra Norges Bank til staten.

Samlet gir dette et lånebehov på 65,9 milliarder kroner. Staten forsøker å jevne ut låneopptaket fra år til år. Det medfører at opptaket av statsobligasjoner ikke nødvendigvis tilsvarer det faktiske lånebehovet. Forskjellen vil bli dekket av et midlertidig trekk på statens kontantbeholdning. Inndekningen av statens lånebehov er oppsummert i tabell 2.

**Tabell 2: Inndekning av statens anslåtte lånebehov. For 2019 og 2020. Milliarder kroner**

	2019	2020
<b>Lånebehov etter forfall og justeringer</b>	<b>60,6</b>	<b>65,9</b>
Trekk på statens kontantbeholdning	-10,6	-10,9
<b>Anslag låneopptak i markedet</b>	<b>50,0</b>	<b>55,0</b>

Det legges opp til at 55 milliarder kroner dekkes gjennom opplåning i statsobligasjoner, mens 10,9 milliarder kroner dekkes ved trekk på kontantbeholdningen. Den planlagte opplåningen i markedet i 2020 er 5 milliarder kroner høyere enn i 2019.

*Låneopptaket i statsobligasjoner er 55 milliarder kroner*

Normalt gjøres det ikke endringer i låneopptaket i forbindelse med revidert nasjonalbudsjett.



# 3 Låneprogram i 2020

## 3.1 EMISJONER STATSOBLIGASJONER

Låneprogrammet for statsobligasjoner er utarbeidet med utgangspunkt i anslagene for statens lånebehov i statsbudsjettet for 2020 og rammene fastsatt av Finansdepartementet. Vi tar sikte på å dekke om lag halvparten av låneopptaket i et nytt 10-årslån. Det resterende låneopptaket vil dekkes ved utvidelser av eksisterende obligasjonslån.

Store forfall øker statens refinansieringsrisiko samtidig som det har stor innvirkning på strukturell likviditet og statens kontantbeholdning. Introduksjon av nye lån hvert år bidrar til at mindre volum forfaller på samme tid. Siden 2014 har vi lagt ut et nytt 10-årslån hvert år.

I likhet med de to foregående årene, vil det nye 10-årslånet legges ut gjennom en syndikering. Dersom markedsforholdene tillater det, vil lånet bli introdusert i februar. I tillegg til volumet som utstedes til markedet, vil det samtidig emitteres 4 milliarder kroner til statens egenbeholdning. For å sikre god likviditet vil det nye lånet bygges opp raskt.

Alle utvidelser av det nye lånet og eksisterende lån vil skje gjennom likprisauksjoner. I 2020 legger vi opp til 15 auksjoner i statsobligasjoner i tillegg til syndikeringen. Det er planlagt flest auksjoner i første halvår. Uforutsigbare og til tider urolige markedsforhold internasjonalt gjør det mer hensiktsmessig med hyppige auksjoner med relativt små volum enn færre auksjoner med større volum. Auksjonsvolumet ved utvidelser av eksisterende obligasjonslån vil normalt være 2 eller 3 milliarder kroner.

Gjennom denne strategien søker vi å balansere hensynet til å dekke statens lånebehov til så lave kostnader som mulig, samtidig som vi bidrar til å etablere en risikofri rentekurve ut til 10 år.

## 3.2 TILBAKEKJØP

Statsgjeldsforvaltningen tilbyr tilbakekjøp av obligasjoner som har under ett år til forfall. Vi anser det som god markedspleie at investorer får mulighet til å selge tilbake lån som nærmer seg forfall til staten. Det åpner for en mer gradvis tilpasning av egne porteføljer. I tillegg kan det bidra til økt etterspørsel etter andre statspapirer som utstedes.

Statsobligasjonslån NGB 05/2021 har forfall 25. mai 2021. Ved utgangen av 2019 er utestående volum i markedet 82 milliarder kroner. Vi vil tilby fire tilbakekjøpsauksjoner av NGB 05/2021 i 2020. Tilbakekjøpsauksjonene gjennomføres som flerprisauksjoner. Statsgjeldsforvaltningen bruker interne prisingsmodeller for å vurdere alle innkomne bud. De kunngjorte tilbakekjøpsauksjonene kan avlyses på kort varsel dersom de observerte markedskursene på NGB 05/2021 avviker mye i forhold til prisingsmodellene. Gjennom høsten vil vi også åpne for direkte tilbakekjøp fra primærhandlerne gjennom funksjonaliteten «request for quote».

*Halvparten av lånebehovet vil dekkes av låneopptak i et nytt 10-årslån, mens resten dekkes gjennom utvidelser av eksisterende lån*

*Syndikering av nytt 10-årslån i februar*

*15 auksjoner på 2 eller 3 milliarder kroner*

*Fire tilbakekjøpsauksjoner av NGB 05/2021 vil avholdes*

Statsgjeldsforvaltningen vil ikke gjøre tilbakekjøp de siste 10 virkedagene før et kunngjort rentemøte i Norges Bank og fram til rentebeslutningen er offentliggjort.

### 3.3 EMISJONER STATSKASSEVEKSLER

Statsgjeldsforvaltningen vil utstede ny 12-måneders veksel med oppgjør tredje onsdag i mars, juni, september og desember (IMM-datoene).

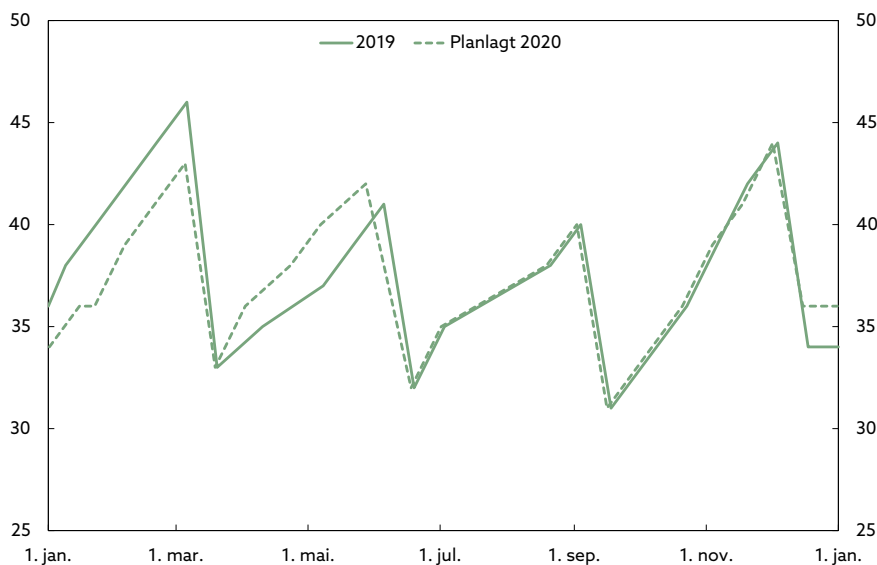
*Ny 12-måneders veksel på alle IMM-datoer*

Auksjonskalenderen for statskasseveksler i 2020 inneholder informasjon om hvilken veksel som planlegges emittert og planlagt emisjonsvolum. Det tas forbehold om at vi kan endre mønsteret gjennom året og planlagt emisjonsvolum.

Det planlegges 20 vekselauksjoner. Dersom det ses bort fra utstedelsene av nye 12-måneders veksel (4 auksjoner), vil det i de resterende auksjonene bli utstedt veksel med gjennomsnittlig 4½ måneder til forfall. Emisjonsvolum ved utvidelser er planlagt med enten 2 eller 3 milliarder kroner.

I løpet av 2019 varierte utestående i markedet mellom 31 og 46 milliarder kroner. I 2020 tar vi sikte på å holde utestående i markedet mellom 31 og 44 milliarder kroner.

**Figur 1: Utviklingen i utestående volum av statskasseveksler i markedet. Milliarder kroner. Faktisk for 2019 og planlagt for 2020**



Kilde: Norges Bank

I forbindelse med utstedelse av ny 12-måneders veksel i mars, juni, september og desember vil det bli emittert 6 milliarder kroner til statens egenbeholdning.

### 3.4 RENTEBINDINGSTID OG BRUK AV RENTEBYTTEAVTALER

For 2020 er Finansdepartementets minstekrav til rentebindingstid på låneporteføljen satt til 2½ år. Minstekravet har vært uendret siden mandatet trådte i kraft i januar 2015.

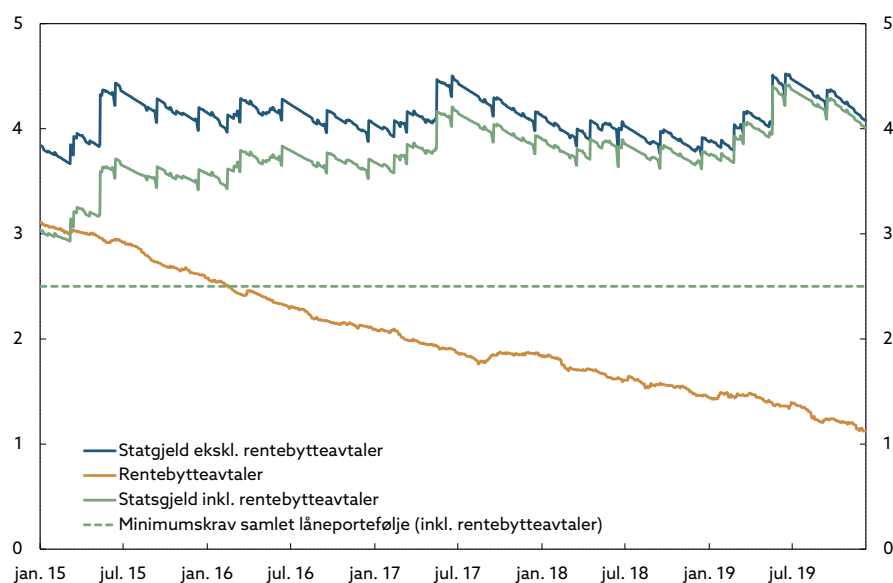
*Minstekravet til rentebinding er 2½ år*

Rentebindingstiden gir uttrykk for statsgjeldens renteeksponering. Rentebindingstiden sammenfatter hele forfallsprofilen til låneporteføljen i ett tall. Svært ulike porteføljer kan ha den samme rentebindingen.

For norske statsobligasjoner, som har fast rente, men ikke avdrag, er rentebindingstiden tilnærmet lik løpetiden. Rentebindingstiden på statsgjelden bestemmes i hovedsak av rentebindingstiden på obligasjonene og forholdet mellom volumet av utestående vekslers og obligasjoner. I tillegg kan staten inngå rentebytteavtaler for å endre rentebindingen fra det som følger direkte av opplåningen. I perioden 2005 til 2014 inngikk staten rentebytteavtaler for å redusere rentebindingstiden. Utestående volum av rentebytteavtaler ved utgangen av 2019 er om lag 35 milliarder kroner.

Figur 2 viser utviklingen i rentebindingstiden for norsk statsgjeld siden 2015. Økningen i rentebindingstiden i 2019 skyldes forfallet av statsobligasjonslån NGB 05/2019 i mai. Rentebindingstiden på statsgjelden med og uten rentebytteavtaler var henholdsvis 4,0 år og 4,1 år i midten av desember 2019.

**Figur 2: Rentebindingstid. År. 1. januar 2015 – 11. desember 2019**

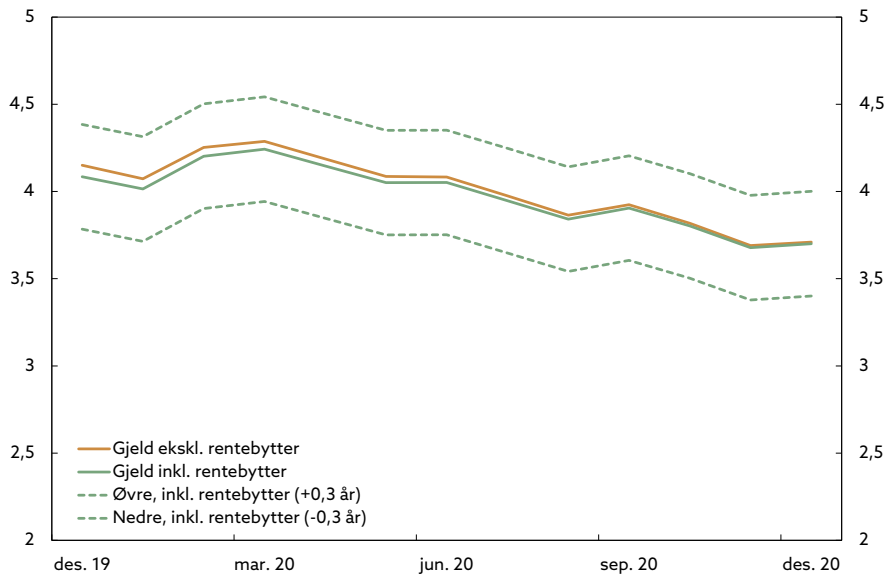


Kilde: Norges Bank

I figur 3 har vi fremskrevet rentebindingstiden for statsgjelden for 2020. Det er lagt til grunn en obligasjonsopplåning på 55 milliarder kroner der om lag halvparten er med løpetid nær 10 år. Videre er det lagt til grunn at det ikke inngås nye rentebytteavtaler. Med denne strategien, vil rentebindingstiden på statsgjelden falle rundt 0,4 år til i underkant 3,7 år i løpet av 2020. Det er kun marginale forskjeller på rentebindingstiden på statsgjelden med og uten eksisterende rentebytteavtaler. Det eksakte forløpet vil avhenge av hvilke løpetider som faktisk blir emittert. Markedsforholdene gjennom året vil påvirke disse valgene. En slik strategi gir etter vår vurdering et rimelig forløp for rentebindingstiden. Vi legger derfor ikke opp til å inngå rentebytteavtaler i 2020.

*Det legges ikke opp til å inngå nye rentebytteavtaler i 2020*

Figur 3: Anslag på utviklingen i rentebindingstid. År. Desember 2019 – desember 2020



Kilde: Norges Bank

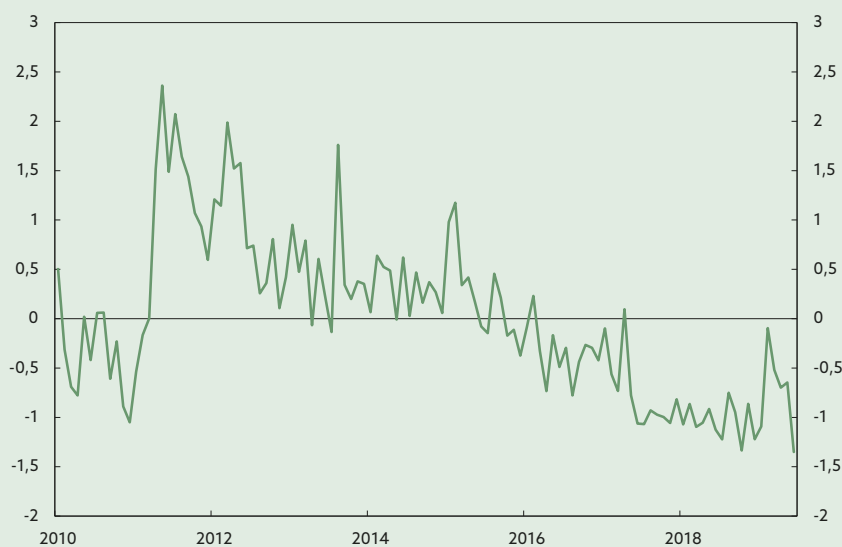
## RAMME: MÅLING AV LIKVIDITET I STATSOBLIGASJONSMARKEDET

Statsgjeldsforvaltningen har som mål å dekke statens lånebehov til lavest mulig kostnader. Samtidig skal forvaltningen søke å opprettholde en rentekurve ut til 10 år. Likviditeten i markedet har betydning for begge målene. Bedre likviditet bidrar til lavere lånekostnader for staten. Mindre likvide obligasjoner vil ha en likviditetspremie for å kompensere investorer for at obligasjonen er vanskeligere å omsette.

Det finnes ulike indikatorer for å måle likviditeten i et marked. Det er imidlertid ikke klart hvilke indikatorer som måler likviditeten best. Vi beregner derfor fire prisbaserte likviditetsindikatorer for det norske statspapirmarkedet. De fire indikatorene brukes deretter til å lage en samleindeks for likviditeten i markedet.<sup>1</sup> Fordelen med å bruke en indeks er at denne oppsummerer likviditeten i markedet i et enkelt tall.

Figuren viser hvordan indeksen har utviklet seg fra mai 2010 til oktober 2019. En lavere indeksverdi betyr at likviditeten er bedre. Likviditeten i statsobligasjonsmarkedet ble betydelig forverret under den europeiske statsgjeldskrisen i 2011 og 2012, men har i senere år gradvis blitt bedre. I 2018 og 2019 viser indeksen at likviditeten har vært god sammenlignet med i perioden 2010–2019.

**Figur: Likviditetsindeks for norske statsobligasjoner. Mai 2010 – oktober 2019**



Kilder: Oslo Børs og Norges Bank

<sup>1</sup> Se Norges Bank Staff Memo 8/2019 for en detaljert beskrivelse av likviditetsindikatorerne.

## KALENDERE FOR 2020

Publisering av informasjon for kommende kvartal

- 1. kvartal: Onsdag 18. desember kl. 8:30
- 2. kvartal: Mandag 30. mars kl. 8:30
- 3. kvartal: Mandag 29. juni kl. 8:30
- 4. kvartal: Tirsdag 29. september kl. 8:30

### Auksjonskalender statskasseveksler

Utleggelse av lån offentliggjøres kl. 12:00 to bankdager før auksjonen.

Auksjon av lån avholdes kl. 10:15–11:00 på auksjonsdagen.

Auksjonsdato	Veksel	Forfallsdato	Planlagt salgsvolum til markedet (mrd. kr.)
Mandag 13. januar	NTB 03/2020	18.03.2020	2
Mandag 3. februar	NTB 06/2020	17.06.2020	3
Mandag 17. februar	NTB 06/2020	17.06.2020	2
Mandag 2. mars	NTB 09/2020	16.09.2020	2
Mandag 16. mars <sup>1</sup>	NTB 03/2021	17.03.2021	6
Mandag 30. mars	NTB 06/2020	17.06.2020	3
Mandag 20. april	NTB 09/2020	16.09.2020	2
Mandag 4. mai	NTB 09/2020	16.09.2020	2
Mandag 25. mai	NTB 12/2020	16.12.2020	2
Mandag 15. juni <sup>1</sup>	NTB 06/2021	16.06.2021	6
Mandag 29. juni	NTB 09/2020	16.09.2020	3
Mandag 17. august	NTB 12/2020	16.12.2020	3
Mandag 31. august	NTB 03/2021	17.03.2021	2
Mandag 14. september <sup>1</sup>	NTB 09/2021	15.09.2021	6
Mandag 5. oktober	NTB 12/2020	16.12.2020	3
Mandag 19. oktober	NTB 03/2021	17.03.2021	2
Mandag 2. november	NTB 03/2021	17.03.2021	3
Mandag 16. november	NTB 03/2021	17.03.2021	2
Mandag 30. november	NTB 06/2021	16.06.2021	3
Mandag 14. desember <sup>1</sup>	NTB 12/2021	15.12.2021	6

<sup>1</sup> Ny 12-måneders veksel hvor det i tillegg skal emitteres 6 milliarder kroner til statens egenbeholdning.

De annonserte auksjonene kan avlyses eller suppleres med ad hoc-emisjoner.

## Auksjonskalender statsobligasjoner og tilbakekjøp av NGB 05/2021

Utleggelse av lån offentliggjøres kl. 12:00 to bankdager før auksjonen.

Auksjon av lån avholdes kl. 10:15–11:00 på auksjonsdagen.

Tilbakekjøpsauksjoner avholdes kl. 9:15–10:00 på auksjonsdagen.

Statsobligasjoner	Tilbakekjøp NGB 05/2021
Onsdag 15. januar	
Onsdag 29. januar	
Onsdag 26. februar	
Onsdag 11. mars	
Onsdag 25. mars	
Onsdag 22. april	
Onsdag 13. mai	
Onsdag 3. juni	
Onsdag 24. juni	Onsdag 24. juni
Onsdag 26. august	Onsdag 26. august
Onsdag 9. september	
Onsdag 14. oktober	Onsdag 14. oktober
Onsdag 28. oktober	
Onsdag 11. november	Onsdag 11. november
Onsdag 2. desember	

I tillegg til disse auksjonene planlegger vi syndikering av nytt obligasjonslån i februar.

De annonserte auksjonene kan avlyses eller suppleres med ad hoc-emisjoner.

## Mandat

Finansdepartementet har fastsatt et mandat for forvaltningen av statsgjelden. Etter mandatet skal Norges Bank utstede statsgjeld og inngå finansielle kontrakter innenfor statsgjeldsforvaltningen i Finansdepartementets navn. Målet for forvaltningen er å dekke statens lånebehov til lavest mulige kostnader. Det skal tas hensyn til statens renterisiko og til at det bør finnes en likvid rentekurve for statspapirer ut til ti års løpetid. Departementet skal årlig fastsette en øvre grense for brutto opplåning og minstekrav til rentebinding. Innenfor disse rammene skal Norges Bank fastsette et årlig program for opplåning fordelt på vekslar og obligasjoner med en kalender for utstedelser. Banken skal fastsette prinsipper for måling og styring av motparteksponering og operasjonell risiko. Norges Bank skal regelmessig fremlegge analyser av lønnsomhet og risiko ved forvaltningen, samt vurderinger av måloppnåelse for Finansdepartementet. Både analysene og evalueringen skal publiseres. Mandatet trådte i kraft 1. januar 2015.

## Rammer for 2020 fastsatt av Finansdepartementet

	Beskrivelse	Grense	Mandat
Langsiktige lån	Maksimalt opptak av nye langsiktige lån (statsobligasjoner).	75 mrd. kroner	§ 3-2
Kortsiktige markedslån	Maksimalt utestående i kortsiktige markedslån (statskasseveksler).	100 mrd. kroner	§ 3-2
Rentebinding	Minimumsnivået for rentebindingen på statsgjelden inklusive rentebytteavtaler.	> 2½ år	§ 3-2
Statens konto	Minimumsnivå på statens konto i Norges Bank.	35 mrd. kroner	§ 2-2 (3)

## Mandat for forvaltning av statsgjeld

	Beskrivelse	Grense	Mandat
Refinansieringsrisiko	Lånestrategien skal utformes med sikte på at mindre enn 25 pst. av utestående statsobligasjoner kan forfalle hvert år.	< 25 %	§ 3-4
Rentebytteavtaler	Utestående volum av rentebytteavtaler skal ikke overstige utestående volum av statsobligasjoner, inklusive statens egenbeholdning av statsobligasjoner.	< 100 %	§ 3-5



