

STATSGJELDEN

22. desember 2021

Strategi og låneprogram 2022



NORGES BANK

Strategi 2022 – kort fortalt

Vi vil låne mellom 60 og 65 milliarder kroner i obligasjoner i 2022. Minst halvparten av opplåningen skal dekkes i løpetidssegmentene over 7 år, og minst 20 prosent skal lånes i segmentene under 7 år.



En ny 10-årig statsobligasjon utstedes i februar, og en ny statsobligasjon med løpetid på 20 år utstedes i andre halvår dersom markedsforholdene tillater det. Lånene vil bli utstedt ved syndikering.

Vi vil tilby 4 tilbakekjøpsauksjoner i NGB 05/2023 når lånet har mindre enn ett år til forfall.



Vi vil utstede en ny 12-måneders statskasseveksel på alle IMM-datoer. Ved utgangen av 2022 tas det sikte på at utestående volum i markedet er 41 milliarder kroner. Det er 9 milliarder kroner mer enn ved inngangen til året.

Det legges ikke opp til å inngå nye rentebytteavtaler. Minstekravet til rentebinding er 2½ år.



1 Forvaltningen av statsgjelden

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.

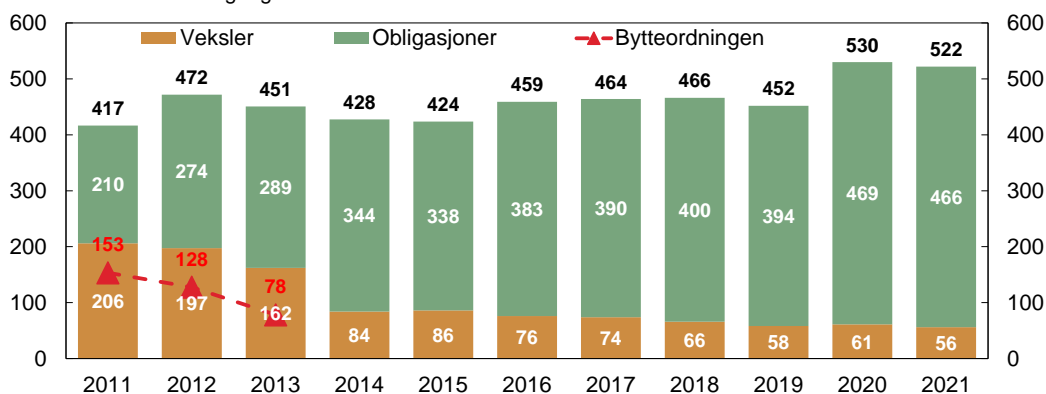
For de fleste land er hovedformålet med statlig opplåning å finansiere et budsjettunderskudd. I Norge dekkes imidlertid det oljekorrigerede budsjettunderskuddet av overføringer fra Statens pensjonsfond utland. Dette medfører at statsbudsjettet gjøres opp i balanse, og det oljekorrigerede budsjettunderskuddet utløser ikke noe lånebehov. Staten låner i markedet i første rekke for å dekke netto utlån fra og kapitalinnskudd til statlige låneinstitusjoner. Staten låner også for å dekke forfall av utestående gjeld.

Statens årlige lånebehov dekkes i hovedsak gjennom opptak av langsiktige lån (statsobligasjoner) med fast rente. Staten låner også kortsiktig gjennom salg av statskasseveksler, som er nullkupongpapirer med løpetid på ett år eller kortere. Et velfungerende vekslemarked er en beredskap for staten i situasjoner der lånebehovet øker kraftig i løpet av kort tid. Opptak av både langsiktig og kortsiktig gjeld gjør at det tilbys statspapirer med ulike løpetider i markedet. Statens lånebehov dekkes i sin helhet ved låneopptak i norske kroner. Noe av finansieringsbehovet kan dekkes gjennom trekk på statens kontantbeholdning. Låneporteføljen består av statskasseveksler, statsobligasjoner og inngåtte rentebytteavtaler.

Ved utgangen av 2021 var den markedsbaserte statsgjelden 522 milliarder kroner, fordelt på 466 milliarder kroner i statsobligasjoner og 56 milliarder kroner i statskasseveksler.

Figur 1 Utestående statsgjeld

Milliarder kroner. Ved utgangen av året



Kilde: Norges Bank

Departementet fastsetter årlig en øvre grense for brutto lånevolum og minstekrav til rentebindingstid på låneporteføljen. I 2022 er øvre grense for opptak av langsiktige lån satt til 100 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. Innstående på statens konto i Norges Bank skal til enhver tid være minst 35 milliarder kroner.

Målet for forvaltningen er å dekke statens lånebehov til lavest mulig kostnad innenfor gitte risikorammer. I tillegg skal statens opplåning bidra til et velfungerende 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. Mandatet gir anledning til å utstede lån med lengre løpetid.

Statsgjeldsforvaltningen arbeider aktivt mot målsettingene ved å ha en åpen og forutsigbar strategi for opplåningen, være synlig i markedet, og tilpasse rammeverket på en måte som skaper best mulig forutsetninger for god likviditet i norske statspapirer. I tillegg har vi utarbeidet konkrete mål for gjeldsforvaltningen. Disse er omtalt i kapittel 4. Den mest hensiktsmessige utstedelsesstrategien vurderes i lys av målene i mandatet, statens lånebehov, rammene som er fastsatt av Finansdepartementet og den løpende markedsutviklingen. 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. For å fremme salg av norsk statsgjeld i førstehåndsmarkedet og omsetningen i annenhåndsmarkedet, inngår Norges Bank 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 har samtidig mulighet til å låne statspapirer fra statens egenbeholdning, med en samtidig avtale om tilbakelevering. Primærhandlerne mottar en differensiert godtgjørelse basert på innsatsen i første- og annenhåndsmarkedene for vekslere og obligasjoner.

2 Statens lånebehov i 2022

Den norske stat låner for å finansiere statlige utlånsordninger, 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.

Planlagt opplåning baserer seg på anslått lånebehov for staten i statsbudsjettet for 2022. Sammensetningen av lånebehovet er vist i tabell 1.

Tabell 1. Anslått lånebehov fra statsbudsjettet. For 2021 og 2022

Milliarder kroner

	2021	2022
Nye utlån til statsbankene mv:		
Statens lånekasse for utdanning	32,4	35,0
Husbanken	18,1	21,1
Boliglånsordningen i Statens pensjonskasse	5,1	11,4
Innovasjon Norge	66,7	61,6
Eksporthandlingsordningen/Eksporthandling Norge	5,0	9,0
Andre	7,5	2,5
Brutto utlån til statsbankene mv.	134,9	140,7
Tilbakebetalinger statsbankene:		
Statens lånekasse for utdanning	18,3	20,1
Husbanken	12,7	12,8
Boliglånsordningen i Statens pensjonskasse	10,3	10,3
Innovasjon Norge	65,7	60,8
Eksporthandlingsordningen/Eksporthandling Norge	10,3	9,9
Andre	1,5	1,1
Sum tilbakebetalinger statsbankene mv.	118,8	115,1
Netto utlån til statsbankene mv.	16,0	25,6
Forfall av utestående obligasjonsgjeld¹	41,0	39,0
<i>Andre justeringer:</i>		
Opplåning for å sikre likviditetsnøytralitet som følge av budsjettert overføring fra Norges Bank til staten	18,6	10,1
Lånebehov etter forfall og andre justeringer	75,6	74,7

¹ For 2021 var dette andre del av refinansieringen av NGB 05/2021, der totalt utestående i markedet ved utgangen av 2019 var 82 milliarder kroner. For 2022 er dette første del av refinansieringen NGB 05/2023, der utestående i markedet ved utgangen av 2021 er 78 milliarder kroner.

Kilde: Finansdepartementet

Netto nye utlån fra statsbankene og statlige låneordninger er anslått til 25,6 milliarder kroner i 2022.

Staten låner også for å dekke forfall av utestående gjeld. I mai 2023 forfaller NGB 05/2023. Refinansieringen av denne obligasjonen fordeles over to år. I 2022 er det derfor behov for å låne om lag 39 milliarder kroner i markedet på grunn av dette. De resterende 39 milliarder kronene lånes i 2023.

For at statsbudsjettet ikke skal påvirke det langsiktige nivået på strukturell likviditet i banksystemet låner staten opp et beløp tilsvarende overføringene fra Norges Bank. I 2022 vil lånebehovet øke med 10,1 milliarder kroner som følge av anslått overføring av overskudd og renteinntekter fra Norges Bank.

Samlet gir dette et lånebehov på knapt 75 milliarder kroner. Staten forsøker å jevne ut låneopptaket fra år til år. Det medfører at opptaket av statsobligasjoner ikke nødvendigvis tilsvarer det faktiske lånebehovet. Statens obligasjonsfond (SOF) ble gjenopprettet våren 2020 med ramme på inntil 50 milliarder kroner. Fondet skulle finansieres ved låneopptak. I 2020 ble det lånt 16 milliarder kroner i obligasjoner for å finansiere SOF. Ved utgangen av tredje kvartal 2021 var om lag 8,5 milliarder kroner av rammen benyttet. Fordi markedet for kredittobligasjoner nå fungerer godt, er det ikke ventet vesentlige trekk fremover.¹ Det innebærer at SOF ved inngangen til 2022 er overfinansiert med om lag 7,5 milliarder kroner. Dette kan betraktes som en forhåndsfinansiering av lånebehovet i 2022. Låneopptakene vil derfor bli justert som følge av dette.

Tabell 2. Inndekning av statens anslåtte lånebehov

Milliarder kroner

	2021	2022
Lånebehov etter forfall og justeringer	75,6	74,7
Forhåndsfinansiert ved låneopptak til Statens obligasjonsfond		-7,5
Trekk på statens kontantbeholdning	-10,6	-2,2 - 7,2
Låneopptak i markedet	65,0	60,0 - 65,0

Det gjøres normalt ikke endringer i låneopptaket gjennom året selv om det faktiske lånebehovet utvikler seg annerledes enn anslått. Dersom det faktiske lånebehovet over tid er høyere (lavere) enn opplåningen i statsobligasjoner, vil dette føre til en nedbygging (oppbygging) av statens kontantbeholdning. For å unngå en slik utvikling vil obligasjonsopplåningen gradvis endres slik at hensynet til en jevn utvikling i obligasjonsopplåningen ivaretas samtidig som statens faktiske lånebehov dekkes over tid.

¹ Se [Folketrygdfondet – porteføljeutvikling 3. kvartal 2021](#)

3 Låneprogram i 2022

I 2022 vil låneopptakene i statsobligasjoner være 60-65 milliarder kroner. For første gang vil det bli utstedt et lån med løpetid på 20 år. I tillegg vil det som vanlig bli utstedt et 10-årslån. Det vil bli utstedt noe mer statskasseveksler enn i 2021.

3.1 Emisjoner av statsobligasjoner

Låneprogrammet for statsobligasjoner er utarbeidet med utgangspunkt i anslagene for statens lånebehov i statsbudsjettet for 2022 og rammene fastsatt av Finansdepartementet. Vi tar sikte på å låne 60-65 milliarder kroner i obligasjoner. Om lag halvparten av låneopptaket vil være i løpetidssegmentet 7-10 år. Det resterende låneopptaket vil dekkes ved emisjon av et langt lån med løpetid 20 år, samt utvidelser av eksisterende obligasjonslån.

Siden 2014 har vi lagt ut et nytt 10-årslån hvert år. Fra 2018 er utleggelsene skjedd ved syndikering. Det nye 10-årslånet i 2022 vil også bli lagt ut ved syndikering. Dersom markedsf forholdene tillater det, vil lånet bli introdusert i februar. Vi tar sikte på å utstede 15-20 milliarder kroner. I tillegg til volumet som utstedes til markedet, vil det samtidig emitteres 6 milliarder kroner til statens egenbeholdning. For å sikre god likviditet vil det nye lånet raskt bli utvidet gjennom auksjoner.

I 2022 vil det for første gang bli emittert et lån med løpetid på 20 år. Utstedelser av statsobligasjoner med løpetid lengre enn 10 år har vært vurdert tidligere, men ikke blitt gjennomført. Flere forhold taler nå for å utstede et lengre lån. Det har i 2021 vært flere utstedelser av lange lån i norske kroner. En lengre statsobligasjon kan bidra til mer velfungerende markeder ved å etablere et punkt på den norske statsrentekurven som er lengre enn 10 år. Vedvarende høyt refinansieringsbehov de neste årene gir rom for å legge ut et lengre lån uten å svekke likviditeten i statspapirer med løpetider opp til 10 år. I tillegg vil dette på sikt redusere refinansieringsrisikoen. Statsgjeldsforvaltningen har innført syndikering som salgsform ved introduksjon av nye lån. Dette gjør det lettere å legge ut et langt lån.

Introduksjonen av 20-årslånet vil skje ved syndikering i andre halvår dersom markedsf forholdene tillater det. Vi tar sikte på et emisjonsvolum på 10-15 milliarder kroner. Lånet vil i likhet med de øvrige obligasjonene bli utvidet gjennom auksjoner for å sikre god likviditet..

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 rentekurve uten kredittrisiko som kan tjene som et utgangspunkt for prising av andre lån med ulik rentebinding. Utleggelse av statspapirer bidrar på denne måten til å gjøre finansmarkedet i Norge mer effektivt.

Alle utvidelser av de nye lånene og eksisterende lån vil skje gjennom likprisauksjoner. I 2022 legger vi opp til 18 auksjoner i statsobligasjoner i tillegg til syndikeringer av nye lån. Det er planlagt å gjennomføre noe mer enn halvparten av låneopptaket i første halvår. Uforutsigbare og til tider urolige markedsf forhold 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.

Utstedelse av et langt statsobligasjonslån

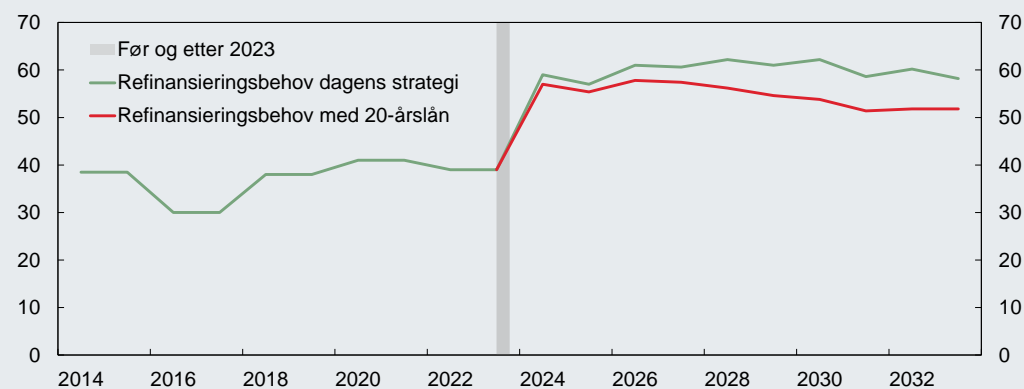
Refinansieringsbehovet vil øke betraktelig i årene etter 2022 da det vil forfalle lån med høye utestående volum i hvert av de påfølgende årene. Dette øker statens refinansieringsrisiko samtidig som det har stor innvirkning på strukturell likviditet og statens kontantbeholdning. En måte å redusere det årlige refinansieringsbehovet på er å omfordele opplåningen til lengre løpetider.

Etter 2023 vil det forfalle et statsobligasjonslån hvert år. Lånet som forfaller i 2024, har ved utgangen av 2021 et utestående volum på 62 milliarder kroner i markedet. Det innebærer at refinansieringsbehovet blir minst like stort som dette. Til sammenligning vil refinansieringsbehovet i 2022 for lånet som forfaller i 2023, være 39 milliarder kroner. For å glatte ut opplåningen tar vi sikte på at refinansieringen av obligasjonslånene skjer over to år, det vil si i året før forfall og forfallsåret. Det betyr at vi for eksempel i 2023 vil refinansiere den resterende delen av NGB 05/2023 og begynne på refinansieringen av NGB 03/2024.

Nåværende utestående volum kan gi en indikasjon på refinansieringsbehovet i hvert år fremover. Det tar imidlertid ikke hensyn til at lånene fortsatt kan utvides frem til forfall. Fordelingen av lånebehovet på ulike løpetider vil ha konsekvenser for det årlige refinansieringsbehovet. Vi har laget en modell som simulerer refinansieringsbehovet i kommende år, se figur 2. Figuren illustrerer dessuten effekten på refinansieringsbehovet av å utstede 20-årslån. Tallene i figuren gir ikke nødvendigvis et nøyaktig anslag på refinansieringsbehovet, og er kun ment å illustrere samspillet mellom forfall av statsobligasjoner, refinansiering og effekten av å endre løpetidsfordelingen på utstedelsene.

Figur 2 Refinansieringsbehovet

Faktisk til og med 2023 og deretter simulert. Milliarder kroner. 2014-2033



Kilde: Norges Bank

Simuleringen viser kun refinansieringsbehovet og tar ikke hensyn til øvrige faktorer som påvirker lånebehovet som nettoutlån fra statlige låneordninger og overføringer fra Norges Bank til staten. Modellen gi en indikasjon på refinansieringsbehovets størrelse i kommende år, som gitt forutsetningene er beregnet å ligge på 60 milliarder kroner i gjennomsnitt de neste 10 årene.

¹ Simuleringen antar en fast fordeling av lånebehovet på valgte løpetider. 50 prosent av lånebehovet dekkes ved utstedelser i obligasjoner med løpetid 9-10 år, 20 prosent i obligasjoner med løpetid 5 år og 30 prosent i obligasjoner med løpetid 2 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 til staten lån som nærmer seg forfall. 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 05/2023 har forfall 24. mai 2023. Ved utgangen av 2021 er utestående volum i markedet 78 milliarder kroner. I låneprogrammet er det lagt opp til at halvparten av dette forfallet finansieres i løpet 2022. Vi vil tilby 4 tilbakekjøpsauksjoner av NGB 05/2023 i løpet av 2022. 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 05/2023 avviker mye i forhold til prisingsmodellene.

I tillegg til de annonserte auksjonene kan det være aktuelt å gjennomføre tilbakekjøp ved ad hoc-auksjoner. Det gjøres ikke tilbakekjøp de siste 8 bankdagene før et kunngjort rentemøte i Norges Bank og frem til rentebeslutningen er offentliggjort.

3.3 Emisjoner av statskasseveksler

Statsgjeldsforvaltningen vil utstede ny 12-måneders veksel med oppgjør tredje onsdag i mars, juni, september og desember (IMM-datoene). Ved førstegangsemisjonene i mars og september er planlagt emisjonsvolum 8 milliarder kroner, mens i juni og desember er planlagt emisjonsvolum 6 milliarder kroner.

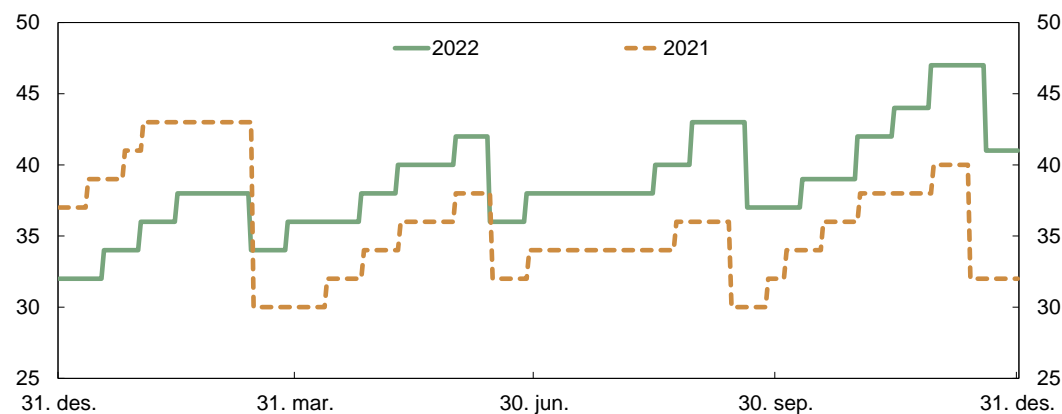
Auksjonskalenderen for statskasseveksler i 2022 inneholder informasjon om hvilken veksel som planlegges emittert og planlagt emisjonsvolum. Det planlegges 18 vekselauksjoner. Dersom det ses bort fra utstedelsene av nye 12-måneders veksel (4 auksjoner), vil det i de resterende auksjonene bli utstedt veksel som i gjennomsnitt har litt over 5 måneder til forfall. Planlagt emisjonsvolum ved utvidelser er enten 2 eller 3 milliarder kroner, men et høyere volum kan vurderes dersom det er svært høy etterspørsel i markedet. Det tas forbehold om at vi kan endre både kunngjort veksel og volum i auksjonene gjennom året.

I løpet av 2021 varierte utestående i markedet mellom 30 og 43 milliarder kroner. I 2022 tar vi sikte på å holde utestående i markedet mellom 32 og 47 milliarder kroner. Ved utgangen av 2022 tas det sikte på at utestående volum i markedet er 41 milliarder kroner. Det er 9 milliarder kroner mer enn ved inngangen til året.

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.

Figur 3 Utviklingen i utestående volum av statskasseveksler i markedet

Milliarder kroner. Faktisk 2021 og planlagt for 2022



Kilde: Norges Bank

3.4 Rentebinding og bruk av rentebytteavtaler

For 2022 er Finansdepartementets minstekrav til rentebindingstid på låneporteføljen satt til 2½ år. Minstekravet har vært uendret siden Norges Bank overtok ansvaret med forvaltningen av statsgjelden i 2015.

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

Norske statsobligasjoner har fast rente og ingen avdrag før forfall. Da blir rentebindingstiden tilnærmet lik løpetiden. Rentebindingstiden på statsgjelden bestemmes i hovedsak av rentebindingstiden på obligasjonene og forholdet mellom volumet av utestående veksler og obligasjoner. I tillegg kan staten inngå rentebytteavtaler for å endre rentebindingen fra det som følger direkte av opplåningen.

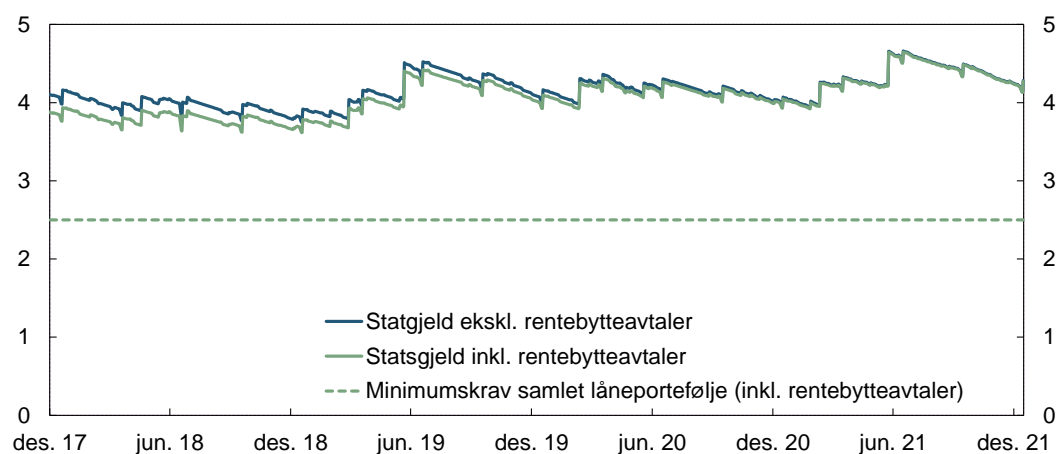
Historiske tall viser at langsiktige lån normalt har en høyere markedsrente enn kortsiktige lån. Over tid vil derfor staten trolig kunne oppnå lavere rentekostnader ved å redusere rentebindingen. På den annen side vil rentekostnadene da svinge mer. Mer kortsiktig opplåning vil dessuten øke refinansieringsrisikoen fordi gjelden må rulleres hyppigere.

Et uttrykk for merkostnadene ved å låne langsiktig fremfor kortsiktig er de såkalte terminpremiene, se boksen på side 11. Beregninger tyder på at terminpremiene både i Norge og andre markeder har vært lave og til tider negative de siste årene. Lave terminpremier bidrar igjen til at besparelsen ved å låne kort er liten. Dersom terminpremiene til tider er negative, vil det være forbundet kostnader med å redusere rentebindingstiden.

Det er derfor ikke inngått rentebytteavtaler siden november 2014. Etter hvert som eksisterende rentebytteavtaler forfaller, vil rentebindingstiden med og uten rentebytteavtaler gradvis nærme seg hverandre. Rentebindingstiden på statsgjelden med og uten rentebytteavtaler er om lag 4,3 år ved utgangen av desember 2021, se figur 4. Utestående volum av rentebytteavtaler ved utgangen av 2021 er om lag 7 milliarder kroner.

Figur 4 Rentebindingstid

År. 1. desember 2017 – 15. desember 2021



Kilde: Norges Bank

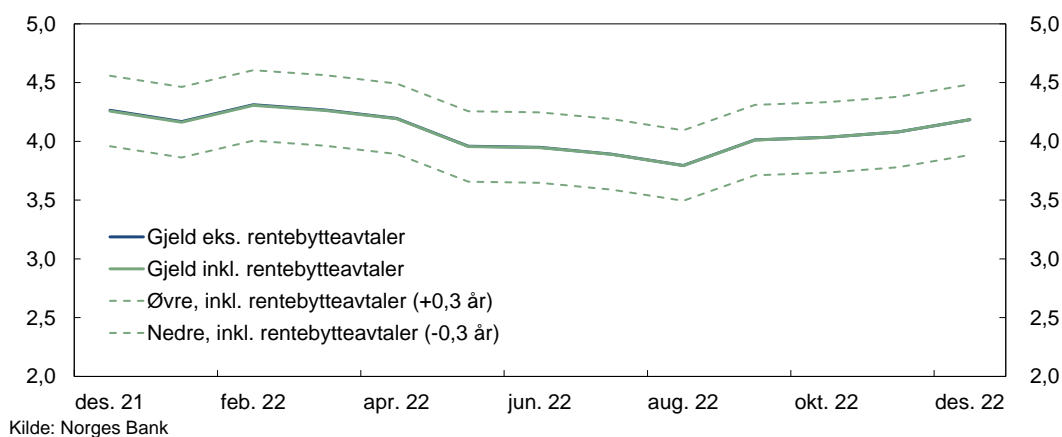
For å utvikle en likvid rentekurve for norske statspapirer ut til 10 år er det viktig at opplåningen gir en god fordeling i de ulike løpetidssegmentene. Dette innebærer samtidig visse føringer på rentebindingstiden.

I figur 5 har vi fremskrevet rentebindingstiden for statsgjelden i 2022. I eksempelet har vi lagt til grunn en obligasjonsopplåning midt i opplåningsintervallet på 60 til 65 milliarder kroner. Det er lagt til grunn at det utstedes en ny 10-års statsobligasjon i februar og et nytt obligasjonslån med 20 års løpetid i andre halvår. Om lag halvparten av opplåningen har løpetid mellom 7 og 10½ år. Det resterende har enten kortere løpetid eller en løpetid på 20 år. Videre er det lagt til grunn at det ikke inngås nye rentebytteavtaler. Det eksakte forløpet vil avhenge av hvilke løpetider som faktisk blir emittert.

Med denne strategien vil rentebindingstiden på statsgjelden falle 0,1 år til 4,2 år i løpet av 2022. Det er kun marginale forskjeller på rentebindingstiden på statsgjelden med og uten eksisterende rentebytteavtaler. En slik strategi gir etter vår vurdering et rimelig forløp for rentebindingstiden. Vi legger derfor ikke opp til å inngå rentebytteavtaler i 2022.

Figur 5 Anslag på utvikling i rentebindingstid

År. Desember 2021 – desember 2022



TERMINPREMIER

Forholdet mellom renter med ulik løpetid kalles gjerne rentenes terminstruktur. Den mest innflytelsesrike forklaringen om rentens terminstruktur er trolig forventningshypotesen. Den sier at renten på en plassering med lang løpetid vil være bestemt av forventet utvikling i kortsiktige renter over den samme perioden.

Forventningshypotesen er et godt utgangspunkt for å forstå utviklingen i langsiktige renter, men hypotesen ignorerer at aktørene i finansmarkedene forholder seg til ulike former for risiko. Normalt vil investorene kreve en positiv løpetidspremie for plasseringer med lang løpetid. Denne premien oppstår fordi kursen på en obligasjon med lang gjenstående løpetid er mer sensitiv for renteendringer enn kursen på en obligasjon med kort gjenstående løpetid. Løpetidspremien kan også være negativ dersom investorene har preferanser for bestemte segmenter på rentekurven. Investorene vil normalt også kreve en premie for andre typer risiko, som for eksempel å investere i lite likvide markeder. Kompensasjonen aktørene krever ut over den renten som følger av forventningshypotesen, kalles gjerne terminpremier.

Hverken forventninger om kortsiktige renter eller terminpremier kan observeres direkte. Det er derfor utviklet ulike metoder for å dekomponere langsiktige renter i en komponent for renteforventninger og komponent for terminpremier. Litteraturen på området har vist at ulike metoder kan gi svært ulike nivå på terminpremiene. Estimatenes bør derfor

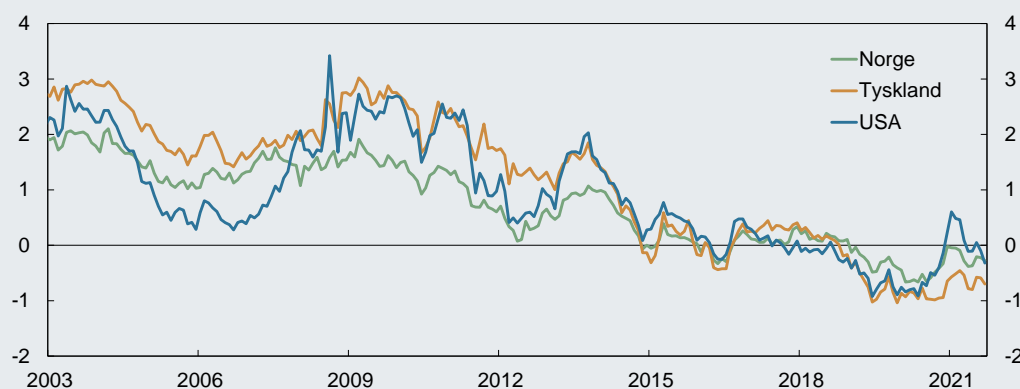
tolkes med varsomhet. De fleste metodene viser imidlertid at terminpremiene har hatt en fallende trend siden finanskrisen i 2008.

Statsgjeldsforvaltningen bruker en metode som er utviklet av Adrian, Crump og Moench (2013) (ACM).¹ Modellen estimerer rentenes terminstruktur med utgangspunkt i faktorer som representerer rentekurvens prinsipale komponenter, blant annet nivå, helning og kurvatur.

Figuren under viser terminpremiene i 10-års statsobligasjonsrenter for Norge, Tyskland og USA. Alle estimatene er basert på ACM-modellen. Beregningene indikerer at terminpremiene i Tyskland og USA har falt betydelig de siste årene. Ukonvensjonell pengepolitikk, spesielt innrettet mot renter med lang løpetid, har trolig bidratt til denne utviklingen. Selv om slik pengepolitikk ikke har vært ført i Norge, har smitteeffekter ført til fallende terminrenter også her.

Figur 6 Estimerte terminpremier i 10-års statsrenter

Prosentenheter. Januar 2003 – november 2021



Kilde: Norges Bank

¹Se Adrian, T., Richard K. Crump og Emanuel Moench, Pricing the term structure with linear regressions, Journal of Financial Economics 110 (2013), 110-138

4 Målindikatorer for forvaltningen

Det overordnede målet for statsgjeldsforvaltningen er å dekke statens lånebehov til lavest mulig kostnad innenfor gitte risikorammer. I tillegg skal statens opplåning bidra til et effektivt og velfungerende finansmarked i Norge. Opplåningen skal søke å vedlikeholde en rentekurve for statspapirer med løpetid opptil ti år som kan tjene som referanse for prising i obligasjonsmarkedet

Statsgjeldsforvaltningen arbeider aktivt mot målene ved å ha en åpen og forutsigbar strategi for opplåningen, være synlig i markedet, og tilpasse vårt rammeverk på en måte som skaper best mulig forutsetninger for god likviditet i norske statspapirer. Vi har utarbeidet seks konkrete indikatorer og mål for gjeldsforvaltningen. Målene presenteres i strategien for kommende år og vil bli evaluert i årsrapporten.

De ulike indikatorene og målene er listet opp i tabellen nedenfor. Listen er sortert etter betydning slik at den første indikatoren anses som viktigere enn den siste indikatoren. Denne sorteringen gjøres for å belyse prioriteringer og avveiiinger i forvaltningen.

Vi skal dekke statens lånebehov innenfor lånerammene gitt av Finansdepartementet.² Den første indikatoren er spesifisert som avviket mellom faktisk opplåning og planlagt opplåning slik denne fremgår av strategi og låneprogram. Det er en klar målsetting å låne opp det beløpet vi har kommunisert, og målet vil derfor være null avvik.

Vi skal til enhver tid overholde risikorammene slik de er spesifisert i mandatet og i årlige brev fra Finansdepartementet.³ Den andre indikatoren er definert som antall brudd på risikorammer i mandat og årlige brev fra Finansdepartementet. Målet er at det ikke skal være noen brudd.

Den tredje indikatoren er knyttet til at den norske stat skal være en pålitelig utsteder. Dette innebærer at vi har en forpliktelse overfor markedet til å gjennomføre auksjoner som er annonsert til rett tid, og at all informasjon om auksjoner og eventuelle andre annonserte hendelser publiseres til rett tid. Indikatoren er formulert som antall ganger der Norges Bank ikke gjennomfører auksjoner eller ikke publiserer informasjon i tråd med offentlige annonseringer. Andre annonserte hendelser i denne sammenheng kan være rettidig publisering av kvartalsinformasjon eller offentliggjøring av lån og volum i auksjoner. Målet er at vi alltid gjennomfører det som er annonsert til rett tid.

Et mål på kostnaden ved å utstede statsobligasjoner er forskjellen mellom utstedelsesrenten i hver auksjon og rentene i annenhåndsmarkedet på samme tidspunkt. Det er naturlig at vi må godta en rente som er noe høyere enn samtidig salgsrente i annenhåndsmarkedet når tilbudet av statspapirer øker. I et velfungerende marked bør ikke utstedelsesrenten i auksjoner være mye høyere enn salgsrenten i markedet. Midtrenten er den renten som ligger midt mellom kjøpsrenten og salgsrenten. Den fjerde indikatoren er definert som forskjellen mellom utstedelsesrenten og midtrenten i annenhåndsmarkedet på auksjonstidspunktet. En negativ indikatorverdi betyr at utstedelsesrenten er lavere enn midtrenten i annenhåndsmarkedet. Målet er at det årlige gjennomsnittet er negativt.

² Etter Stortingets budsjettbehandling mottar Norges Bank brev fra Finansdepartementet som angir de årlige rammene for brutto opplåning i statsobligasjoner og maksimalt utestående i statskasseveksler.

³ Finansdepartementet setter hvert år minstekrav til rentebindingstid på låneporteføljen (mandatet §3-2). I §3-4 om refinansieringsrisiko står det at lånestrategien skal utformes med sikte på at mindre enn 25 pst. av utestående statsobligasjoner kan forfalle hvert år. I §3-5 om rentebytteavtaler er det en ramme på at utestående volum av rentebytteavtaler ikke skal overstige utestående volum av statsobligasjoner

Et likvid marked er viktig for investorenes mulighet til å gjennomføre transaksjoner i markedet innenfor en kort periode uten at prisene endres markert. God likviditet kan igjen bidra til å gjøre det norske statspapirmarkedet mer attraktivt og tiltrekke flere investorer og dermed redusere statens lånekostnader. Vi bruker en samleindeks for å overvåke likviditeten i annenhåndsmarkedet.⁴ Indeksen er satt sammen av fire prisbaserte likviditetsindikatorer. En lavere indeksverdi indikerer bedre likviditet. Målsettingen er at likviditeten skal være minst på linje med foregående år.

For å vedlikeholde en rentekurve for norske statspapirer opptil ti år er det flere forhold som er viktige. Vi legger vekt på å bygge opp utestående volum i nye lån raskt for å sikre god likviditet og gjennomføre regelmessige utstedelser langs hele rentekurven. Utestående beløp i ny tiårobbligasjon bør derfor økes raskt. Valg av lån i den enkelte auksjon baseres både på hvor det er etterspørsel og hvilket lån det anses som gunstig for staten å utstede. For året som helhet er det viktig med en god fordeling på de ulike løpetidene. Indikatoren knyttet til vedlikehold av en rentekurve er definert som utstedelse i hvert løpetidssegment som andel av total opplåning. Det er definert følgende tre løpetidssegmenter: (i) kort (opptil 4 år), (ii) mellomlang (4-7 år) og (iii) lang (over 7 år). Vårt mål er å dekke minimum 10 prosent av opplåningen i de korte obligasjonene, minimum 10 prosent i de mellomlange obligasjonene og minimum 50 prosent i de lange obligasjonene. Dette målet sikrer en god avveining mellom å utstede langs hele rentekurven og å ha fleksibilitet til å utstede der etterspørselen til enhver tid er.

Indikator	Mål
1 Avvik mellom planlagt og faktisk opplåning slik det er spesifisert i låneprogram og senere oppdateringer	Null
2 Brudd på risikorammer	Ingen
3 Forsinkelser ved auksjoner/publiseringer	Ingen
4 Emisjonsrente i forhold til midtrenten i markedet	Lavere
5 Likviditetsindeksen	Minst som foregående år
6 Utstedelse i løpetidssegment	- Opptil 4 år: >10 % - 4-7 år: >10 % - Over 7 år: >50 %

⁴ Se Staff Memo 8/2019 for en nærmere beskrivelse av likviditetsindeksen.

Kalendere for 2022

Publisering av informasjon for kommende kvartal

- 1. kvartal: Onsdag 22. desember 2021 kl. 8:30
- 2. kvartal: Onsdag 30. mars 2022 kl. 8:30
- 3. kvartal: Onsdag 29. juni 2022 kl. 8:30
- 4. kvartal: Torsdag 29. september 2022 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.

Auksjonskalender statskasseveksler

Auksjonsdato	Veksel	Forfallsdato	Planlagt salgsvolum til markedet (mrd. kr.)
Mandag 17. januar	NTB 06/2022	15.06.2022	2
Mandag 31. januar	NTB 06/2022	15.06.2022	2
Mandag 14. februar	NTB 09/2022	21.09.2022	2
Mandag 14. mars ¹	NTB 03/2023	15.03.2023	8
Mandag 28. mars	NTB 09/2022	21.09.2022	2
Mandag 25. april	NTB 12/2022	21.12.2022	2
Mandag 9. mai	NTB 09/2022	21.09.2022	2
Mandag 30. mai	NTB 12/2022	21.12.2022	2
Mandag 13. juni ¹	NTB 06/2023	21.06.2023	6
Mandag 27. juni	NTB 09/2022	21.09.2022	2
Mandag 15. august	NTB 03/2023	15.03.2023	2
Mandag 29. august	NTB 03/2023	15.03.2023	3
Mandag 19. september ¹	NTB 09/2023	20.09.2023	8
Mandag 10. oktober	NTB 12/2022	21.12.2022	2
Mandag 31. oktober	NTB 03/2023	15.03.2023	3
Mandag 14. november	NTB 06/2023	21.06.2023	2
Mandag 28. november	NTB 03/2023	15.03.2023	3
Mandag 19. desember ¹	NTB 12/2023	20.12.2023	6

Kilde: Norges Bank

¹ 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

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.

Auksjonskalender statsobligasjoner

Auksjonsdatoer

Statsobligasjoner	Tilbakekjøp NGB 05/2023
Onsdag 12. januar	
Onsdag 26. januar	
Onsdag 2. mars	
Onsdag 16. mars	
Onsdag 6. april	
Onsdag 27. april	
Onsdag 11. mai	
Onsdag 25. mai	
Onsdag 8. juni	Onsdag 8. juni
Onsdag 6. juli	
Onsdag 24. august	Onsdag 24. august
Onsdag 7. september	
Onsdag 28. september	
Onsdag 12. oktober	Onsdag 12. oktober
Onsdag 26. oktober	
Onsdag 9. november	
Onsdag 23. november	Onsdag 23. november
Onsdag 7. desember	

Kilde: Norges Bank

I tillegg til disse auksjonene planlegger vi syndikering av nye obligasjonslån i både februar og andre halvår.

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 vekslers 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.

I forbindelse med ikrafttrekken av ny sentralbanklov fra 1. januar 2020 fastsatte Finansdepartementet 19. desember 2019 et nytt mandat for forvaltningen av statsgjelden. Det nye mandatet videreførte bestemmelsene i det opprinnelige mandatet av 2. oktober 2014.

Finansdepartementets rammer for statsgjeldsforvaltningen i 2022

	Beskrivelse	Grense	Mandat
Langsiktige lån	Maksimalt opptak av nye langsiktige lån (statsobligasjoner)	100 mrd. kroner ¹	§ 3-2
Kortsiktige lån	Maksimalt utestående i kortsiktige markedslån (statskasseveksler).	100 mrd. kroner	§ 3-2
Rentebinding	Minimumsnivået for rentebindingen på statsgjelden inklusive rentebytteavtaler	> 2,5 år	§ 3-2
Statens konto	Minimumsnivå på statens konto i Norges Bank	35 mrd. kroner	§ 2-2 (3)

¹ Faktisk opptak av nye langsiktige lån inkluderer 6 milliarder kroner til statens egenbeholdning.

Mandat for statsgjeldsforvaltningen

	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 rente-bytteavtaler skal ikke overstige utestående volum av statsobligasjoner, inklusive statens egenbeholdning.	< 100 %	§ 3-5

NORGES BANK

Oslo 2021

Adresse: Bankplassen 2
Post: Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo
Telefon: 22 31 60 00
E-post: central.bank@norges-bank.no
Internett: <http://www.norges-bank.no>

STATSGJELD

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