

STATSGJELDSFORVALTNINGEN

Strategi og låneprogram for 2021

22. DESEMBER 2020

STRATEGI OG LÅNEPROGRAM FOR
2021

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



NORGES BANK

Statsgjelden – Strategi og låneprogram for 2021

Norges Bank

Adresse: Bankplassen 2

Postadresse: Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo

Tel.: 22 31 71 40

E-post: debtmanagement@norges-bank.no

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

Strategien kort fortalt

Statsgjeldsforvaltningen skal

- Utstede 65 milliarder kroner i statsobligasjoner, en reduksjon på 6 milliarder kroner fra 2020.
- 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 2021.

Rapporten er basert på informasjon fram til og med 16. desember 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.

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

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.

Norges Bank utfører opplåningen etter et mandat fra Finansdepartementet

Departementet fastsetter årlig en øvre grense for brutto lånevolum og minstekrav til rentebindingstid på låneporteføljen. I 2021 er øvre grense for opptak av langsiktige lån satt til 125 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. Et velfungerende vekselmarked er også en beredskap for staten i situasjoner der lånebehovet øker kraftig i løpet av kort tid. Statens lånebehov dekkes i sin helhet ved låneopptak i norske kroner. Låneporteføljen består av statskasseveksler, statsobligasjoner og inngåtte rentebytteavtaler.

Lånebehovet dekkes i sin helhet i norske 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.

Statsgjeldsforvaltningen jobber aktivt mot målsettingene 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. I tillegg har vi utarbeidet noen konkrete mål for gjeldsforvaltningen. Disse er omtalt i

boks 1. 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 kjøpe statspapirer fra statens egenbeholdning, med en samtidig avtale om tilbakesalg, se boks 2. Primærhandlerne mottar en differensiert godtgjørelse basert på innsatsen i første- og annenhåndsmarkedene for veksler og obligasjoner.

2 Statens lånebehov i 2021

Planlagt opplåning baserer seg på anslått lånebehov i statsbudsjettet for 2021. Sammensetningen av lånebehovet er vist i tabell 1.

Tabell 1: Anslått lånebehov fra statsbudsjettet. For 2020 og 2021.

Milliarder kroner

	2020	2021
Nye utlån til statsbankene mv:		
Eksportkreditt Norge AS	5,0	5,0
Boliglånsordningen i Statens pensjonskasse	10,3	5,1
Husbanken	14,8	18,1
Statens lånekasse for utdanning	30,7	32,4
Innovasjon Norge	58,9	66,7
Andre	5,4	7,5
Brutto utlån til statsbankene mv.	125,1	134,9
Tilbakebetalinger statsbankene:		
Eksportkreditt Norge AS	11,8	10,3
Boliglånsordningen i Statens pensjonskasse	10,4	10,3
Husbanken	12,7	12,7
Statens lånekasse for utdanning	17,9	18,3
Innovasjon Norge	57,8	65,7
Andre	4,4	1,5
Sum tilbakebetalinger statsbankene mv.	115,0	118,8
Netto utlån til statsbankene mv.	10,1	16,0
Forfall av utestående obligasjonsgjeld ¹	41,0	41,0
Overføring fra Norges Bank til staten	14,8	18,6
Lånebehov etter forfall og andre justeringer	65,9	75,6

¹ I 2021 vil dette være andre del av refinansieringen av NGB 05/2021. Totalt utestående i markedet ved utgangen av 2019 var 82 milliarder kroner.

Netto nye utlån fra statsbankene og statlige låneordninger er anslått til 16 milliarder kroner i 2021.

Staten låner også for å dekke forfall av utestående gjeld. I mai 2021 forfaller NGB 05/2021. Refinansieringen av denne obligasjonen fordeles over to år. I 2021 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 2021 vil lånebehovet øke med 18,6 milliarder kroner som følge av anslått overføring av overskudd og renteinntekter fra Norges Bank til staten.

Samlet gir dette et lånebehov på om lag 75 milliarder kroner. Staten søker 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. Forslaget til inndekningen av statens lånebehov er oppsummert i tabell 2.

Tabell 2: Inndekning av statens anslåtte lånebehov, for 2020 ¹⁾ og 2021. Milliarder kroner

	2020	2021
Lånebehov etter forfall og justeringer	65,9	75,6
Endringer i statens kontantbeholdning	-10,9	-10,6
Låneopptak i markedet	55,0	65,0

¹ Tallene for 2020 er de som ble presentert i «Strategi og låneprogram for 2020». Store endringer i statens lånebehov gjennom året på grunn av koronapandemien førte til at faktisk låneopptak i markedet i 2020 ble 71 milliarder kroner.

Det legges opp til at 65 milliarder kroner dekkes gjennom opplåning i statsobligasjoner, mens 10,6 milliarder kroner dekkes ved trekk på kontantbeholdningen. Den planlagte opplåningen i markedet i 2021 er 10 milliarder kroner høyere enn det opprinnelige anslaget for 2020, men 6 milliarder kroner lavere enn faktisk låneopptak i 2020.

Låneopptaket i statsobligasjoner er 65 milliarder kroner

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.

I 2020 ble det gjort unntak fra prinsippet om at faktisk opplåning ikke endres gjennom året. Regjeringens økonomiske tiltak som følge av koronapandemien førte til en kraftig økning i statens anslåtte lånebehov for 2020. Statens Obligasjonsfond ble gjenopprettet med en ramme på inntil 50 milliarder kroner.¹ Fondet skal finansieres ved opptak av statslån. Som følge av dette har staten lånt 71 milliarder kroner i statsobligasjoner i 2020, 16 milliarder kroner høyere enn anslått i «Strategi og låneprogram for 2020».

¹ Statens Obligasjonsfond (SOF) ble først etablert i mars 2009 som et virkemiddel under finanskrisen og senere gjenopprettet i mars 2020. Fondet skal bidra til å legge de store selskapenes tilgang til likviditet gjennom å kjøpe obligasjoner utstedt av norske selskaper. SOF er et midlertidig tiltak. SOF forvaltes av Folketrygdfondet på vegne av Finansdepartementet.

3 Låneprogram i 2021

3.1 Emisjoner statsobligasjoner

Låneprogrammet for statsobligasjoner er utarbeidet med utgangspunkt i anslagene for statens lånebehov i statsbudsjettet for 2021 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. Siden 2014 har vi lagt ut et nytt 10-årslån hvert år.

Det nye 10-årslånet vil 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 6 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 2021 legger vi opp til 19 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 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 05/2021 har forfall 25. mai 2021. Ved utgangen av 2020 er utestående volum i markedet 68 milliarder kroner. Vi vil tilby tre tilbakekjøpsauksjoner av NGB 05/2021 i løpet av første kvartal av 2021. Tilbakekjøpsauksjonene gjennomføres som flerprisauksjoner. Statsgjeldsforvaltningen bruker interne prisingsmodeller for å vurdere alle innkomne bud. De kunnngjorte tilbakekjøpsauksjonene kan avlyses på kort varsel dersom de

Om lag 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

19 auksjoner på enten 2 eller 3 milliarder kroner

Tre tilbakekjøpsauksjoner av NGB 05/2021 i løpet av første kvartal

observerte markedskursene på NGB 05/2021 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 fram til rentebeslutningen er offentliggjort.

3.3 Emisjoner statskasseveksler

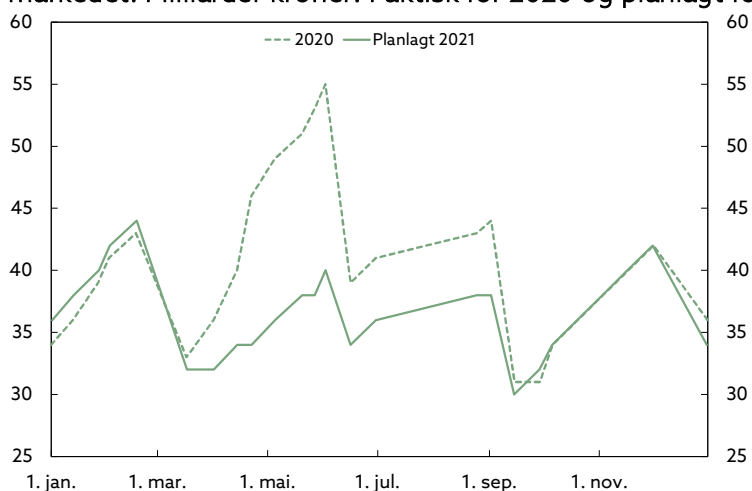
Statsgjeldsforvaltningen vil utstede ny 12-måneders veksel med oppgjør tredje onsdag i mars, juni, september og desember (IMM-datoene).

Ny 12-måneders veksel på alle IMM-datoer

Auksjonskalenderen for statskasseveksler i 2021 inneholder informasjon om hvilken veksel som planlegges emittert og planlagt emisjonsvolum. Det planlegges 20 vekselauksjoner. Dersom det ses bort fra utstedelsene av nye 12-måneders vekslar (4 auksjoner), vil det i de resterende auksjonene bli utstedt vekslar som i gjennomsnitt har litt under 5 måneder til forfall. Planlagt emisjonsvolum ved utvidelser er 2 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 2020 varierte utestående i markedet mellom 31 og 55 milliarder kroner. I 2021 tar vi sikte på å holde utestående i markedet mellom 30 og 44 milliarder kroner. Utestående volum i markedet i 2021 vil da være tilbake til de samme nivåene som i 2019. Det høye nivået i 2020 skyldtes økt lånebehov som følge av koronapandemien.

Figur 1: Utviklingen i utestående volum av statskasseveksler i markedet. Milliarder kroner. Faktisk for 2020 og planlagt for 2021



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 2021 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.

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.

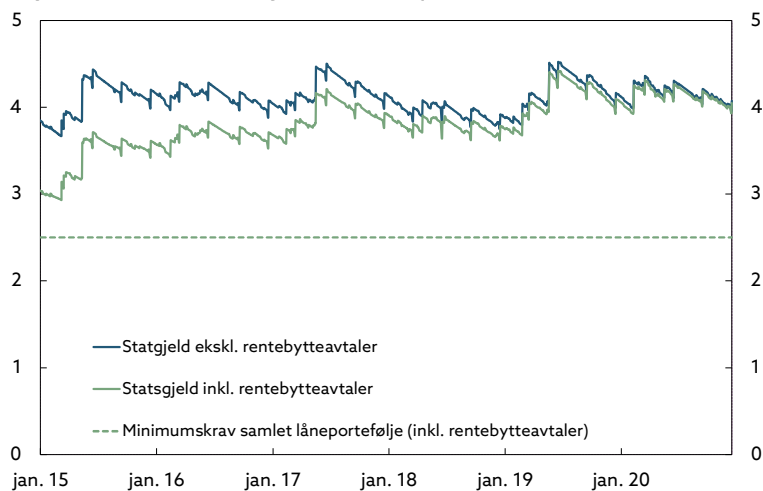
For norske statsobligasjoner, som har fast rente, men ikke avdrag, er rentebindingstiden tilnærmet lik løpetiden. Rentebindingstiden på statsgjelden bestemmes i hovedsak av rentebindingstiden på obligasjonene og forholdet mellom volumet av utestående veksler og obligasjoner. I tillegg kan staten inngå 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 boks 3. 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. Etterhvert som eksisterende rentebytteavtaler forfaller, vil rentebindingstiden med og uten rentebytteavtaler gradvis nærme seg hverandre. Rentebindingstiden på statsgjelden med og uten rentebytteavtaler var om lag 4,1 år i midten av desember 2020, se figur 2. Utestående volum av rentebytteavtaler ved utgangen av 2020 er om lag 21 milliarder kroner.

Figur 2: Rentebindingstid. År. 4. januar 2015 – 16. desember 2020



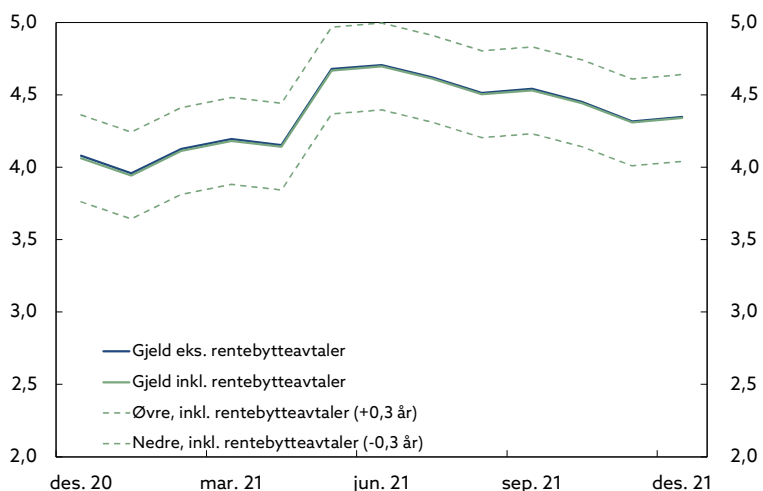
Kilde: Norges Bank

I figur 3 har vi fremskrevet rentebindingstiden for statsgjelden for 2021. Det er lagt til grunn en obligasjonsopplåning på 65 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 øke rundt 0,2 år til i overkant av 4,3 år i løpet av 2021. Det er kun marginale forskjeller på rentebindingstiden på statsgjelden med og uten eksisterende rentebytteavtaler. Økningen i rentebindingstiden i 2021 skyldes i hovedsak forfallet av statsobligasjon NGB 05/2021 i mai.

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 2021.

Det legges ikke opp til å inngå nye rentebytteavtaler i 2021

Figur 3: Anslag på utviklingen i rentebindingstid. År. Desember 2020 – desember 2021



Kilde: Norges Bank

Boks 1: Måлиндikatorer for statsgjeldsforvaltningen

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 jobber 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. For å øke transparensen ytterligere har vi utarbeidet seks konkrete indikatorer og mål for gjeldsforvaltningen. Målene presenteres i strategien for kommende år og vil evalueres i årsrapporten. Dette er første gang slike mål publiseres. Etter hvert som vi får mer erfaring med målene, kan det være nødvendig med noen justeringer.

De ulike indikatorene og målene er listet opp i tabellen under. 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 avveieringer i forvaltningen. Den første kolonnen beskriver indikatoren, mens kolonne to angir hva målet for hver av indikatorene er.

Vi skal til enhver tid overholde risikorammene slik de er spesifisert i mandatet og i årlige brev fra Finansdepartementet.¹ Den første indikatoren er definert som antall brudd på risikorammer i mandat og årlige brev fra Finansdepartementet og målet her vil være ingen brudd.

Indikator to omhandler inndekningen av statens lånebehov. 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.

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 derimot 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.

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.² Indeksen er satt sammen av fire prisbaserte likviditetsindikatorer og en lavere indeks indikerer bedre likviditet. Målsettingen er at likviditeten skal minst på linje med foregående år.

For å vedlikeholde en rentekurve for norske statspapirer opptil ti år er det flere forhold som er viktige. Blant annet er det viktig å bygge opp utestående volum i nye lån raskt for å sikre god likviditet og regelmessig utstedelse langs hele rentekurven. Volum i ny tiårobligasjon bør derfor bygges opp 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 totalt opplåning. Det er definert følgende tre løpetidssegmenter: (i) kort (opptil 3,9 år), (ii) mellomlang (4-6,9 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.

Tabell 1: Mål for statsgjeldsforvaltningen

Indikator	Mål
Antall brudd på risikorammer i mandat og årlige brev fra Finansdepartementet	Null
Avvik (volum) mellom faktisk opplåning og planlagt opplåning slik det er spesifisert i strategi og låneprogram og påfølgende oppdateringer	Null
Antall ganger der Norges Bank ikke har gjennomført auksjoner og publisert informasjon i tråd med offentlige annonseringer	Null
Renten på utstedelse av statsobligasjoner (utstedelsesrente) minus midtrenten i annenhåndsmarkedet på auksjonstidspunktet. Årlig gjennomsnitt.	Negativ
Gjennomsnittlig likviditet slik det måles i samleindeksen for likviditet	Minst på linje med foregående år
Utstedelse i hvert løpetidssegment som andel av totalt opplåning	Minimum utstedelse - Korte (opptil 3,9 år): 10% - Mellomlange (4-6,9 år): 10% - Lange (over 7 år): 50%

¹ I §3-4 i mandatet 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. I tillegg mottar Norges Bank hvert år et brev fra Finansdepartementet som angir de årlige rammene for brutto opplåning i statsobligasjoner, maksimalt utestående i statskasseveksler, minstekrav til rentebindingstid på låneporteføljen og minimumsnivå på statens kontantbeholdning.

² Se [Staff Memo 8/2019](#) for en nærmere beskrivelse av likviditetsindeksen.

Boks 2: Endringer i primærhandlerne gjenkjøpsordning i Norges Bank

Primærhandlerne har mulighet til å inngå gjenkjøpsavtaler med Norges Bank i samtlige utestående statspapirer. Disse avtalene innebærer at primærhandlerne midlertidig kan kjøpe statspapirer fra statens egenbeholdning, med en samtidig avtale om tilbakesalg. Gjenkjøpsavtalene skal bidra til at primærhandlerne kan stille bindende kurser og være aktive i annenhåndsmarkedet. Under dagens ordning har hver primærhandler anledning til å låne to milliarder kroner i hvert statspapir, mot å stille sikkerhet i form av innskudd på statens konto i Norges Bank. Renten på innskuddet er i dag fem basispunkter lavere enn styringsrenten. Gjenkjøpsavtalene kan inngås med en løpetid på inntil fem bankdager.

Fra 1. januar 2021 vil betingelsene for gjenkjøpsavtalene endres. Den nye ordningen er et trinnsystem der det første trinnet gir primærhandlerne anledning til å låne to milliarder kroner i hvert statspapir. Renten på primærhandlerne kontantsikkerhet i Norges Bank vil være ti basispunkter lavere enn styringsrenten. Trinn 1 ligner dermed på dagens gjenkjøpsadgang.

I det andre trinnet kan primærhandlerne låne ytterligere to milliarder kroner i hvert statspapir, men da vil renten på deres kontantsikkerhet være 100 basispunkter lavere enn styringsrenten. Trinn 2 vil gi primærhandlerne trygghet for at de til enhver tid kan stille salgspriser for større beløp til investorer. Samtidig skal det være relativt kostbart å benytte dette trinnet. Det er en oppfordring til primærhandlerne om heller å låne papirer i markedet fremfor fra statens egenbeholdning.

Formålet med endringen er å gi primærhandlerne bedre mulighet til å være aktive i annenhåndsmarkedet. Dette kan igjen bidra til et mer velfungerende marked for norske statspapirer.

Boks 3: 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.

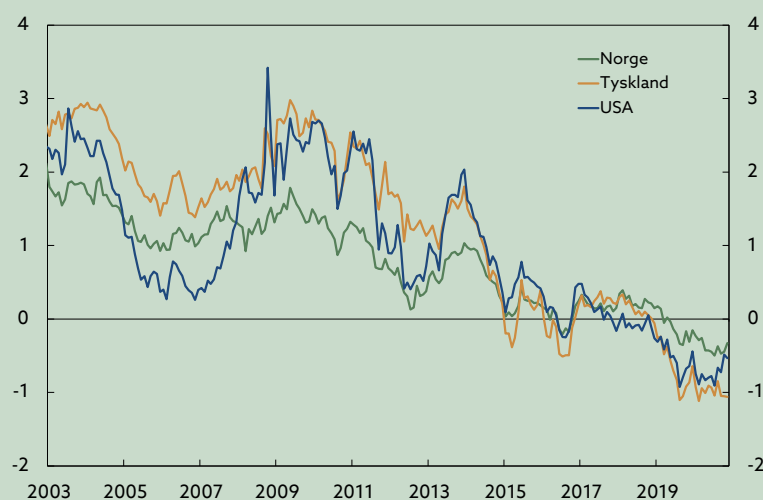
Hverken forventninger om kortsiktige renter eller terminpremier kan observeres direkte. Det er derfor utviklet ulike metoder for å dekomponere langsiktige renter i en komponent for

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: Estimerte terminpremier i 10-års statsrenter. Prosentenheter.
Januar 2003–november 2020



Kilder: Federal Reserve Bank of New York og Norges Bank.

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

Kalendere for 2021

Publisering av informasjon for kommende kvartal

- 1. kvartal: Tirsdag 22. desember 2020 kl. 8:30
- 2. kvartal: Tirsdag 30. mars kl. 8:30
- 3. kvartal: Tirsdag 29. juni kl. 8:30
- 4. kvartal: Onsdag 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 11. januar	NTB 06/2021	16.06.2021	2
Mandag 25. januar	NTB 06/2021	16.06.2021	2
Mandag 1. februar	NTB 06/2021	16.06.2021	2
Mandag 15. februar	NTB 09/2021	15.09.2021	2
Mandag 15. mars ¹	NTB 03/2022	16.03.2022	6
Mandag 12. april	NTB 09/2021	15.09.2021	2
Mandag 26. april	NTB 12/2021	15.12.2021	2
Mandag 10. mai	NTB 09/2021	15.09.2021	2
Mandag 31. mai	NTB 12/2021	15.12.2021	2
Mandag 14. juni ¹	NTB 06/2022	15.06.2022	6
Mandag 28. juni	NTB 09/2021	15.09.2021	2
Mandag 23. august	NTB 03/2022	16.03.2022	2
Mandag 13. september ¹	NTB 09/2022	21.09.2022	6
Mandag 27. september	NTB 12/2021	15.12.2021	2
Mandag 4. oktober	NTB 12/2021	15.12.2021	2
Mandag 18. oktober	NTB 03/2022	16.03.2022	2
Mandag 1. november	NTB 03/2022	16.03.2022	2
Mandag 15. november	NTB 03/2022	16.03.2022	2
Mandag 29. november	NTB 06/2022	15.06.2022	2
Mandag 13. desember ¹	NTB 12/2022	21.12.2022	6

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 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 13. januar	
Onsdag 27. januar	Onsdag 27. januar
	Mandag 15. februar
Onsdag 3. mars	
Onsdag 24. mars	Onsdag 24. mars
Onsdag 14. april	
Onsdag 28. april	
Onsdag 12. mai	
Torsdag 20. mai	
Onsdag 2. juni	
Onsdag 9. juni	
Onsdag 30. juni	
Onsdag 25. august	
Onsdag 8. september	
Onsdag 29. september	
Onsdag 13. oktober	
Onsdag 27. oktober	
Onsdag 10. november	
Onsdag 24. november	
Onsdag 8. 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.

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.

Rammer for 2021 fastsatt av Finansdepartementet

	Beskrivelse	Grense	Mandat
Langsiktige lån	Maksimalt opptak av nye langsiktige lån (statsobligasjoner).	125 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