

# STATSGJELDEN

16. DESEMBER 2022

## Strategi og låneprogram 2023



NORGES BANK

# Strategi 2023 – kort fortalt

Vi vil låne mellom 75 og 80 milliarder kroner i obligasjoner i 2023. Minst halvparten av opplåningen skal dekkes i løpetidssegmentene over 7 år.



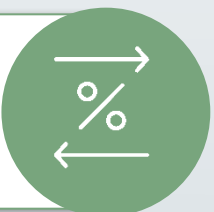
En ny 10-årig obligasjon utstedes i februar ved syndikering. I tillegg blir ett av de eksisterende obligasjonslånene utvidet i andre halvår ved syndikering. Det planlegges 23 auksjonsdager. På enkelte av disse kan det gjennomføres samtidig auksjon av to obligasjoner med ulik løpetid.

Vi vil tilby tre tilbakekjøpsauksjoner i NGB 05/2023 i første kvartal og fire tilbakekjøpsauksjoner i NGB 03/2024 når lånet har mindre enn ett år til forfall.



Vi vil utstede en ny 12-måneders veksel på alle IMM-datoer. Ved utgangen av 2023 tas det sikte på at utestående volum i markedet er 34 milliarder kroner. Det er 6 milliarder kroner mindre enn ved inngangen til året.

Vi vil vurdere å inngå rentebytteavtaler om terminpremiene er positive over tid og forholdene ellers tilsier det. Minstekravet til rentebinding er 2½ år.



# 1 Forvaltningen av statsgjelden

Finansdepartementet har ansvaret for forvaltningen av statens gjeld, men har delegert det operative ansvaret 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 forvaltningen.

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

Statens årlige lånebehov finansieres i hovedsak gjennom opptak av langsiktige lån (statsobligasjoner) med fast rente. Noe av finansieringsbehovet kan dekkes gjennom trekk på statens kontantbeholdning. Staten låner også kortsiktig gjennom salg av statskasseveksler, som er nullkupongpapirer med løpetid på ett år eller kortere. Et velfungerende vekselmarked er en beredskap for staten i situasjoner der lånebehovet øker kraftig i løpet av kort tid. Staten låner kun i norske kroner. Låneporteføljen består av statskasseveksler, statsobligasjoner og rentebytteavtaler.

Ved utgangen av 2022 var den markedsbaserte statsgjelden 596 milliarder kroner, fordelt på 532 milliarder kroner i obligasjoner og 64<sup>1</sup> milliarder kroner i veksler.

**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 2023 er rammen for opptak av langsiktige lån 125 milliarder kroner og maksimalt utestående i statskasseveksler (kortsiktige lån) er 100 milliarder kroner. Rentebindingen på låneporteføljen skal være minst 2½ år. Innestående på statens konto i Norges Bank skal til enhver tid være minst 35 milliarder kroner.

<sup>1</sup> Under forutsetning av at det emitteres 12 milliarder kroner i vekselausjon 19. desember.

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. Vi har utarbeidet konkrete mål for gjeldsforvaltningen. Disse er omtalt i kapittel 4. 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 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 2023

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 oljekorrigerede 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 2023. Sammensetningen av lånebehovet er vist i tabell 1.

**Tabell 1. Anslått lånebehov fra statsbudsjettet**

2022 og 2023. Milliarder kroner

	2022	2023
<b>Nye utlån til statsbankene mv.:</b>		
Statens lånekasse for utdanning	35,0	37,4
Husbanken	21,1	20,8
Boliglånsordningen i Statens pensjonskasse	11,4	14,4
Innovasjon Norge	61,6	65,2
Eksportfinansiering Norge	9,0	7,0
Andre	2,5	3,0
<b>Sum nye utlån til statsbankene mv.</b>	<b>140,7</b>	<b>147,8</b>
<b>Tilbakebetalinger fra statsbankene:</b>		
Statens lånekasse for utdanning	20,1	21,3
Husbanken	12,8	13,9
Boliglånsordningen i Statens pensjonskasse	10,3	8,1
Innovasjon Norge	60,8	63,3
Eksportfinansiering Norge	9,9	9,8
Andre	1,1	1,2
<b>Sum tilbakebetalinger fra statsbankene mv.</b>	<b>115,1</b>	<b>117,6</b>
<b>Netto nye utlån til statsbankene mv.</b>	<b>25,6</b>	<b>30,1</b>
<b>Forfall av utestående obligasjonsgjeld<sup>1</sup></b>	<b>39,0</b>	<b>51,0</b>
<b>Andre justeringer:</b>		
Opplåning for å sikre likviditetsnøytralitet som følge av budsjettert overføring fra Norges Bank til staten	10,1	14,5
<b>Lånebehov etter forfall og andre justeringer</b>	<b>74,7</b>	<b>95,6</b>

<sup>1</sup> For 2022 var dette første del av refinansieringen av NGB 05/2023, der totalt utestående i markedet ved utgangen av 2021 var 78 milliarder kroner. For 2023 er dette andre del av refinansieringen NGB 05/2023 og del av refinansiering av NGB 03/2024, der utestående i markedet ved utgangen av 2022 er 64 milliarder kroner.

Kilde: Finansdepartementet

Netto nye utlån fra statsbankene og statlige låneordninger er anslått til 30,1 milliarder kroner i 2023.

Staten låner også for å dekke forfall av utestående gjeld. I mai 2023 forfaller NGB 05/2023. Refinansieringen av denne obligasjonen er fordelt på 2022 og 2023. I 2023 gjenstår refinansiering på 39 milliarder kroner av dette lånet. NGB 03/2024 forfaller i mars 2024. Ved utgangen av 2022 er det 64 milliarder kroner utestående i markedet. Av dette vil 12 milliarder bli refinansiert i 2023 (se ramme).

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 2023 vil lånebehovet øke med 14,5 milliarder kroner som følge av anslått overføring av overskudd og renteinntekter fra Norges Bank.

Samlet gir dette et anslått lånebehov på knapt 96 milliarder kroner, som er en økning på om lag 20 milliarder kroner fra 2022. Av hensyn til markedet for statspapirer søkes det å jevne ut den langsiktige opplåningen over flere år. Noe av lånebehovet i 2023 vil derfor bli dekket ved trekk på kontantbeholdningen.

**Tabell 2. Inndekning av statens anslåtte lånebehov**

Milliarder kroner

	2022	2023
1 Lånebehov etter forfall og justeringer	74,7	95,6
2 Forhåndsfinansiert ved låneopptak til Statens obligasjonsfond	7,5	-
3 Trekk på statens kontantbeholdning	2,2-7,2	15,6-20,6
<b>4 Låneopptak i markedet (1-2-3)</b>	<b>60-65</b>	<b>75-80</b>

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 det bli en nedbygging (oppbygging) av statens kontantbeholdning. Derfor vil obligasjonsopplåningen gradvis endres slik at hensynet til en jevn utvikling i obligasjonsopplåningen ivaretas samtidig som statens faktiske lånebehov dekkes over tid.

## REFINANSIERING I 2023 OG 2024

Før 2014 ble nye statsobligasjonslån med 11 års løpetid utstedt annethvert år. Refinansiering av forfallene har vært fordelt over to år for å jevne ut lånebehovet fra år til år. Ved utgangen av 2021 var det 78 milliarder kroner utestående i markedet i obligasjonen som forfaller i 2023. Refinansieringsbehovet for 2022 ble derfor 39 milliarder kroner, og samme beløp ble gjenstående til refinansiering i 2023.

I 2014 gikk vi over til å utstede et nytt 10-årslån hvert år. Det innebærer at en statsobligasjon vil forfalle hvert år fra og med 2023. Statsobligasjonen som forfaller i 2024, har ved utgangen av 2022 64 milliarder kroner utestående i markedet. For å unngå stor variasjon i lånebehovet har vi valgt å flytte 12 milliarder kroner av refinansieringen av forfallet i 2024 til 2023. Det gir et samlet refinansieringsbehov i 2023 og 2024 på henholdsvis 51 og 52 milliarder kroner.

Etter 2024 vil forfall av statsobligasjoner som hovedregel refinansieres i løpet av forfallsåret. Ved store variasjoner i refinansieringsbehovet vil vi likevel vurdere om beløpet bør fordeles på to år.

# 3 Låneprogram i 2023

I 2023 vil låneopptaket i statsobligasjoner være 75-80 milliarder kroner. Det vil som vanlig bli utstedt et nytt 10-årslån ved syndikering. I tillegg blir ett av de eksisterende obligasjonslånene utvidet i andre halvår ved syndikering. Nytt i 2023 vil være at det kan bli solgt to ulike obligasjonslån på samme auksjonsdag. Det vil bli utstedt noe mindre volum av statskasseveksler enn i 2022.

## 3.1 Emisjoner av statsobligasjoner

Låneprogrammet for obligasjoner er utarbeidet med utgangspunkt i anslagene for statens lånebehov i statsbudsjettet for 2023 og rammene fastsatt av Finansdepartementet. Vi tar sikte på å låne 75-80 milliarder kroner i obligasjoner. Minst halvparten av låneopptaket vil være i løpetidssegmentet over 7 år.

Siden 2014 har vi lagt ut et nytt 10-årslån hvert år. Fra 2018 er utleggelsene gjennomført ved syndikering. Det nye 10-årslånet i 2023 vil også bli lagt ut ved syndikering. Dersom markedsforholdene tillater det, vil lånet bli introdusert i februar. Vi tar sikte på å utstede 20-25 milliarder kroner i markedet. I tillegg vil det emitteres 4 milliarder kroner til statens egenbeholdning. For å sikre god likviditet vil det nye lånet raskt bli utvidet gjennom auksjoner.

I 2023 vil det ikke legges ut nye lån utover 10-årslånet. Det vil bli gjennomført en utvidelse ved syndikering i andre halvår av ett av de eksisterende obligasjonslånene dersom markedsforholdene tillater det. Vi tar sikte på et emisjonsvolum på rundt 10 milliarder kroner i denne syndikeringen.

Alle andre utvidelser av obligasjonslån vil skje gjennom likprisauksjoner. Det planlegges 23 auksjonsdager i obligasjoner. Noe mer enn halvparten av låneopptaket vil bli gjennomført i første halvår. Uforutsigbare og til tider urolige markedsforhold 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.

På grunn av det økte lånebehovet i 2023, vil vi på enkelte auksjonsdager tilby markedet to obligasjoner med ulike løpetider (se ramme). På disse auksjonsdagene vil vi særlig forsøke å utvide det lengste obligasjonslånet som forfaller i 2042.

### **GJENNOMFØRING AV SAMTIDIG AUKSJON I TO OBLIGASJONER**

I 2023 vil vi for første gang gjennomføre utstedelsesauksjoner i to obligasjoner samtidig på enkelte auksjonsdager.

Samtidige auksjoner vil legges til datoer som er gitt i auksjonskalenderen, og vil som vanlig bli offentliggjort to virkedager før auksjonen. Offentliggjøringen vil inneholde informasjon om hvilke to lån som auksjoneres og samlet volum som skal emitteres i de to auksjonene. Start- og sluttid for budgivningen vil være den samme som tidligere, men auksjonsresultatet vil offentliggjøres først ti minutter etter at budgivningen avsluttes, normalt klokken 11:10.

Fordelingen av emisjonsvolumet mellom de to lånene som tilbys vil ikke annonseres på forhånd. Fordelingen vil avhenge av budgivningen i auksjonene og våre preferanser for fordeling på løpetid.



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. Utleggelse av statspapirer bidrar på denne måten til å gjøre finansmarkedet i Norge mer effektivt.

## STATENS EGENBEHOLDNING REDUSERES

Ved inngangen til 2021 ble primærhandlerens gjenkjøpsadgang i statspapirer endret. Før kunne hver primærhandler låne to milliarder kroner i alle statspapirene fra statens egenbeholdning ved å inngå gjenkjøpsavtaler med Norges Bank. Den nye ordningen er utformet som et tottrinnsystem der primærhandlerne i hvert trinn kan låne inntil to milliarder kroner, det vil si til sammen fire milliarder kroner. I forbindelse med omleggingen ble statens egenbeholdning økt fra fire til seks milliarder kroner i hvert statspapir for å kunne møte en mulig økning i volumet av utestående gjenkjøpsavtaler.

Den faktiske utnyttelsen av gjenkjøpsadgangen etter innføringen av trinnsystemet indikerer at det ikke er nødvendig å ha en egenbeholdning på seks milliarder kroner. Statsgjeldsforvaltningen har derfor besluttet å redusere egenbeholdningen til fire milliarder kroner i alle vekslere og obligasjoner. Endringen medfører ingen innstramninger i den enkelte primærhandlers rett til å låne fire milliarder kroner i hvert papir. For obligasjoner vil egenbeholdningen i alle lån bli nedskrevet tidlig i 2023. For eksisterende vekslere vil egenbeholdningen være uendret på seks milliarder kroner fram til forfall, men ved nyutstedelser av vekslere vil det, i tillegg til emisjonsvolum til markedet, bli utstedt fire milliarder kroner til egenbeholdningen. Vi kan på svært kort varsel øke egenbeholdningen i enkeltpapirer dersom det skulle være behov for det.

## 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.

I 2023 vil vi tilby tilbakekjøp i to obligasjonslån, NGB 05/2023 og NGB 03/2024. NGB 05/2023 har forfall 24. mai 2023. Ved utgangen av 2022 er utestående volum i markedet 68,5 milliarder kroner. Vi vil tilby tre tilbakekjøpsauksjoner i dette lånet i løpet av første kvartal.

NGB 03/2024 har forfall 14. mars 2024. Ved utgangen av 2022 er utestående volum i markedet i dette lånet 64 milliarder kroner. Vi vil tilby fire tilbakekjøpsauksjoner av NGB 03/2024 i løpet av 2023 med første planlagte auksjon 7. juni.

Tilbakekjøpsauksjonene gjennomføres som flerprisauksjoner. Vi bruker interne prisingsmodeller for å vurdere alle innkomne bud. De kunngjorte tilbakekjøpsauksjonene kan avlyses på kort varsel dersom de observerte markedskursene på lånene som skal kjøpes tilbake, 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 veksler med oppgjør tredje onsdag i mars, juni, september og desember (IMM-datoene). Ved alle førstegangsemisjonene er planlagt emisjonsvolum til markedet 6 milliarder kroner.

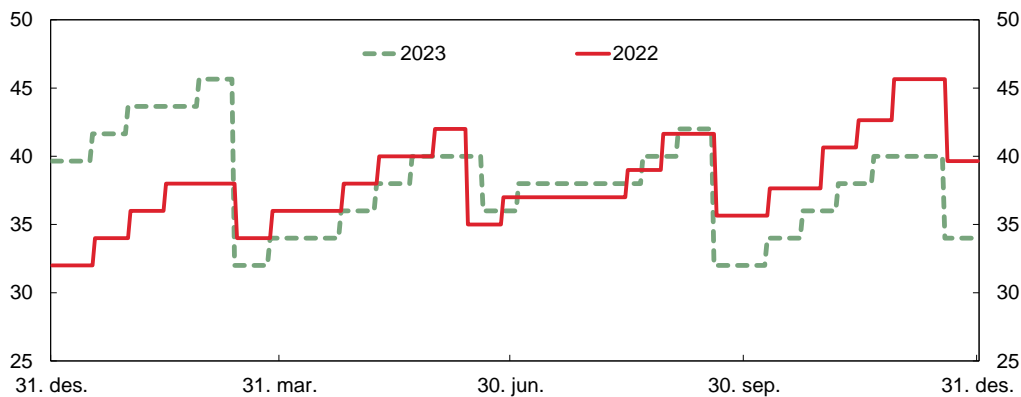
Auksjonskalenderen for veksler i 2023 inneholder informasjon om hvilket lån som emitteres og volum. Det planlegges 18 auksjoner. Dersom det ses bort fra utstedelsene av nye 12-måneders veksler (4 auksjoner), vil det i de resterende auksjonene bli utstedt veksler som i gjennomsnitt har om lag 5 måneder til forfall. Emisjonsvolum til markedet 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 veksler og volum i auksjonene gjennom året.

I løpet av 2022 varierte utestående vekselsbeholdning i markedet mellom 32 og 46 milliarder kroner, se figur 2. I 2023 tar vi sikte på å holde utestående i markedet innenfor det samme intervallet som i 2022. Det legges opp til at utestående volum i markedet er 34 milliarder kroner ved utgangen av 2023. Det er om lag 6 milliarder kroner mindre enn ved inngangen til året.

I forbindelse med utstedelse av nye 12-måneders veksler vil det bli emittert 4 milliarder kroner til statens egenbeholdning.

**Figur 2 Utviklingen i utestående volum av statskasseveksler i markedet**

Milliarder kroner. Faktisk 2022\* og planlagt for 2023



\* Under forutsetning av at det emitteres 6 milliarder kroner til markedet i vekselauksjon 19. desember.

Kilde: Norges Bank

### 3.4 Rentebinding og bruk av rentebytteavtaler

Finansdepartementets har fastsatt et minstekrav til rentebindingstid på låneporteføljen til 2½ år for 2023. Minstekravet har vært uendret siden Norges Bank overtok ansvaret med forvaltningen av statsgjelden i 2015.

Rentebindingstiden gir uttrykk for statsgjeldens renteeksponering og 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 hatt høyere rentekostnader 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.

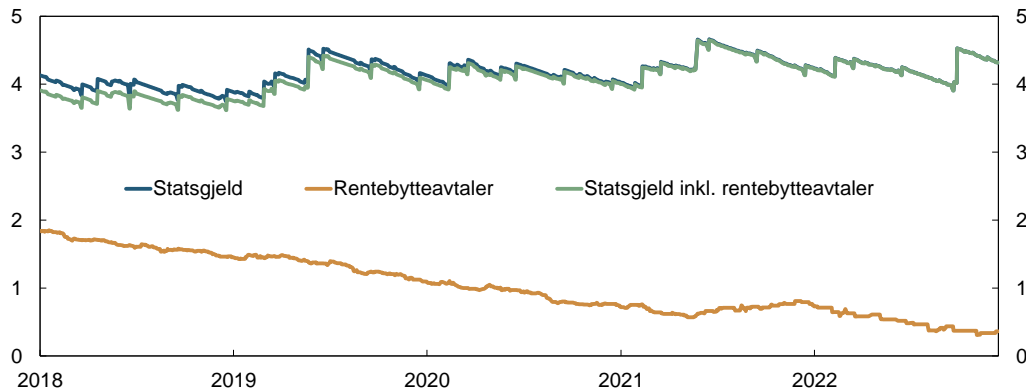
Et uttrykk for merkostnadene ved å låne langsiktig fremfor kortsiktig er de såkalte terminpremiene (se ramme). Metoden vi bruker for å beregne terminpremiene, indikerer at terminpremiene både i Norge og andre markeder var lave og til tider negative fra om lag 2015, men at de har steget igjen gjennom 2022. Hvis terminpremiene er positive over tid, vil det kunne være besparelser ved å redusere rentebindingstiden med rentebytteavtaler.

Terminpremiene er nå estimert til å være positive på løpetider på tre, fem og ti år. Vi vil vurdere å inngå rentebytteavtaler om terminpremiene holder seg positive over tid og forholdene ellers tilsier det. Informasjon om inngåelse av rentebytteavtaler vil bli publisert i kvartalsinformasjon dersom det er aktuelt.

Som følge av utviklingen i terminpremiene har vi ikke inngått rentebytteavtaler siden november 2014. Utestående volum av rentebytteavtaler ved utgangen av 2022 er 3,1 milliarder kroner. Etter hvert som eksisterende rentebytteavtaler har forfalt, har rentebindingstiden med og uten rentebytteavtaler gradvis nærmet seg hverandre.

Rentebindingstiden på statsgjelden med og uten rentebytteavtaler er om lag 4,3 år i midten av desember 2022, se figur 3.

**Figur 3 Rentebindingstid**  
År. 1. januar 2018 – 13. desember 2022



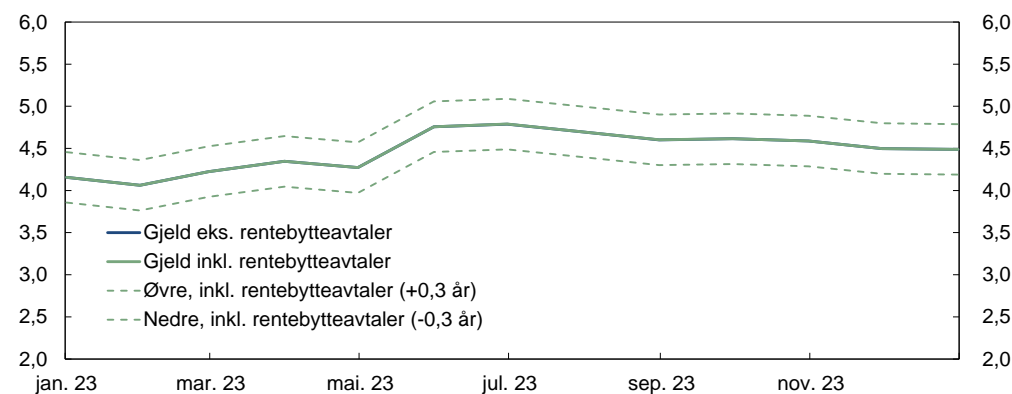
Kilde: Norges Bank

I figur 4 har vi fremskrevet rentebindingstiden for statsgjelden i 2023 med utgangspunkt i beregningstekniske forutsetninger for fordeling av opplåningen på ulike løpetider. Vi har lagt til grunn at rundt 60 prosent av volumet vil bli emittert i obligasjoner med løpetid over 7 år. For løpetider opptil 4 år og løpetider mellom 4 og 7 år er andelen henholdsvis 15 og 25 prosent.

Det faktiske forløpet vil avhenge av hvilke løpetider som blir emittert og volumet av tilbakekjøp. Rentebindingen vil stige når NGB 05/2023 forfaller, for så å falle noe frem mot årsskiftet. Med denne strategien vil rentebindingstiden på statsgjelden stige fra 4,2 år til 4,5 år i løpet av 2023. Rentebindingstiden vil bli lavere om det blir inngått rentebytteavtaler i løpet av året.

**Figur 4 Anslag på utvikling i rentebindingstid**

År. Januar 2023 – desember 2023



Kilde: Norges Bank

## TERMINPREMIER

Forholdet mellom renter med ulik løpetid kalles gjerne rentens 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 terminpremien.

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

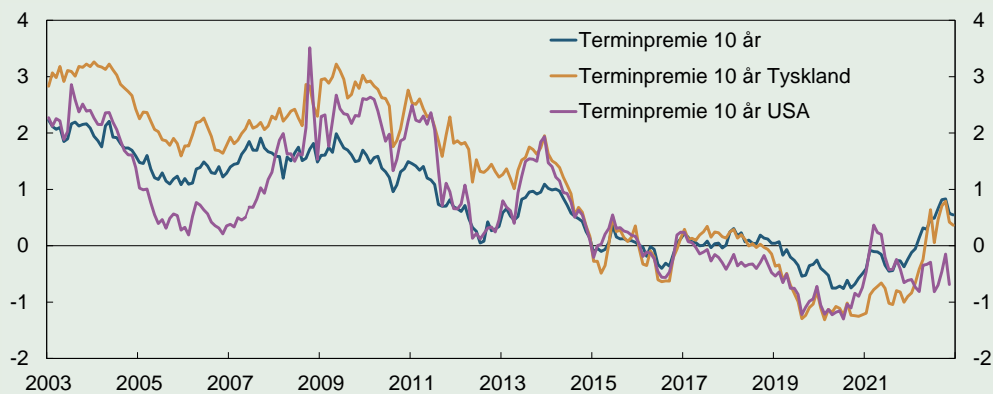
Statsgjeldsforvaltningen bruker en metode som er utviklet av Adrian, Crump og Moench (2013) (ACM). Modellen estimerer rentenes terminstruktur med utgangspunkt i faktorer som representerer rentekurvens prinsipale komponenter, blant annet nivå, helning og kurvatur.

Figur A 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 falt betydelig etter finanskrisen i 2008-2009. 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.

Beregningene våre indikerer også at terminpremiene har steget gjennom 2022. Ulike forhold kan ligge bak denne utviklingen, deriblant utfasing av den nevnte ukonvensjonelle pengepolitikken i Europa og USA.

**Figur A Estimerte terminpremier i norske, tyske og amerikanske 10-års statsrenter**

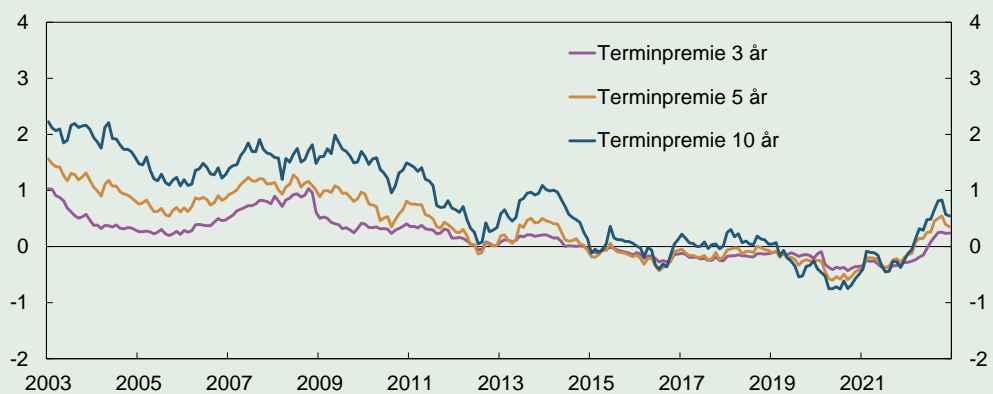
Prosentenheter. Januar 2003 – desember 2022



Kilder: Bundesbank, Federal Reserve Bank of New York og Norges Bank

**Figur B Estimerte terminpremier i norske statsrenter**

Prosentenheter. Januar 2003 – desember 2022



Kilde: Norges Bank

<sup>1</sup> Se 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 mot målene i mandatet ved å ha en åpen og forutsigbar strategi for opplåningen, være synlig i markedet, og tilpasse vårt rammeverk så det gir best mulig forutsetninger for god likviditet i norske statspapirer.

For å belyse avveiiinger og prioriteringer i forvaltningen, har vi utarbeidet seks konkrete indikatorer med tilhørende mål. Disse er listet opp nedenfor etter betydning, slik at den første indikatoren anses som viktigere enn den siste indikatoren. Måloppnåelsen vil bli evaluert i årsrapporten. Evalueringen vil si noe om hvordan vi har gjennomført den operasjonelle forvaltningen, men også om det er forhold ved statspapirmarkedet vi bør arbeide videre med å forbedre.

Vi skal dekke statens lånebehov innenfor rammene gitt av Finansdepartementet.<sup>2</sup> Statens lånebehov finansieres først og fremst av opptak av langsiktige lån. Den første indikatoren er derfor spesifisert som avviket mellom faktisk og planlagt opplåning i obligasjoner slik det fremgår av strategi og låneprogram og senere oppdateringer. Målet er at vi skal låne opp det beløpet vi har kommunisert til markedet.

Den andre indikatoren er definert som antall brudd på risikorammer gitt i mandat og årlige brev fra Finansdepartementet.<sup>3</sup> Målet er at vi til enhver tid overholder risikorammene slik de er spesifisert fra departementet.

Staten skal være en pålitelig og forutsigbar utsteder. Den tredje indikatoren er derfor formulert som antall ganger Norges Bank ikke avholder auksjoner som tidligere annonsert og/eller ikke publiserer informasjon som forventet. Målet er at vi alltid gjennomfører det vi har planlagt å gjøre tidsriktig og korrekt, og dette vil bli evaluert mot auksjonskalenderne som publiseres i kvartalsinformasjonen.

Et mål på kostnaden ved å utstede statsobligasjoner er forskjellen mellom utstedelsesrenten i hver auksjon og rentene i annenhåndsmarkedet på samme tidspunkt. I et velfungerende marked bør ikke utstedelsesrenten i auksjoner være mye høyere enn markedsrentene. Den fjerde indikatoren er definert som forskjellen mellom utstedelsesrenten og midtrenten<sup>4</sup> på auksjonstidspunktet. Målet er at utstedelsesrenten skal ligge lavere enn midtrenten.

Ved å innrette forvaltningen slik at vi bidrar til mest mulig likviditet i det norske statspapirmarkedet, gjør vi statspapirene attraktive og tiltrekker flere investorer. I et likvid marked kan investorer gjennomføre transaksjoner innenfor en kort periode uten at prisene endres markert. En større investorbase kan bidra til økt deltagelse i

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

<sup>3</sup> 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.

<sup>4</sup> Midtrenten i annenhåndsmarkedet er den renten som ligger midt mellom kjøpsrenten og salgsrenten.

førstehåndsmarkedet og større omsetning i annenhåndsmarkedet. Det vil igjen bidra til bedre likviditet. Den femte indikatoren er en samleindeks som måler utviklingen i likviditeten i annenhåndsmarkedet for statsobligasjoner.<sup>5</sup> Målsettingen er at likviditeten skal være minst på linje med foregående år.

Statsgjeldsforvaltningen skal vedlikeholde en rentekurve for norske statspapirer opptil ti år. Valg av lån i den enkelte auksjon kan baseres på hvor det er etterspørsel og hva som er gunstig for staten å utstede. Vi bør bygge opp utestående volum i nye lån raskt for å sikre god likviditet. Samtidig er det viktig med en god fordeling av opplåningen på de ulike løpetidene for året som helhet. Den sjettede og siste indikatoren skal reflektere disse avveiningene. Den er definert som hvor stor andel av utstedelsen som gjøres i ulike løpetidssegmenter. Målet er å dekke minimum 10 prosent av opplåningen i de korte obligasjonene (opp til 4 år), minimum 10 prosent i de mellomlange obligasjonene (4-7 år) og minimum 50 prosent i de lange obligasjonene (over 7 år).

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%

<sup>5</sup> Indeksen er satt sammen av fire prisbaserte likviditetsindikatorer. Se Staff Memo 8/2019 for en nærmere beskrivelse av likviditetsindeksen.

# Kalendere for 2023

## Publisering av informasjon for kommende kvartal

- 1. kvartal: Fredag 16. desember 2022 kl. 8:30
- 2. kvartal: Torsdag 30. mars 2023 kl. 8:30
- 3. kvartal: Torsdag 29. juni 2023 kl. 8:30
- 4. kvartal: Torsdag 28. september 2023 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 16. januar	NTB 03/2023	15.03.2023	2
Mandag 30. januar	NTB 06/2023	21.06.2023	2
Mandag 27. februar	NTB 09/2023	20.09.2023	2
Mandag 13. mars <sup>1</sup>	NTB 03/2024	20.03.2024	6
Mandag 27. mars	NTB 09/2023	20.09.2023	2
Mandag 24. april	NTB 12/2023	20.12.2023	2
Mandag 8. mai	NTB 09/2023	20.09.2023	2
Mandag 22. mai	NTB 12/2023	20.12.2023	2
Mandag 19. juni <sup>1</sup>	NTB 06/2024	19.06.2024	6
Mandag 3. juli	NTB 09/2023	20.09.2023	2
Mandag 21. august	NTB 03/2024	20.03.2024	2
Mandag 4. september	NTB 03/2024	20.03.2024	2
Mandag 18. september <sup>1</sup>	NTB 09/2024	18.09.2024	6
Mandag 9. oktober	NTB 12/2023	20.12.2023	2
Mandag 23. oktober	NTB 03/2024	20.03.2024	2
Mandag 6. november	NTB 06/2024	19.06.2024	2
Mandag 20. november	NTB 03/2024	20.03.2024	2
Mandag 18. desember <sup>1</sup>	NTB 12/2024	18.12.2024	6

<sup>1</sup> Ny 12-måneders veksel hvor det i tillegg skal emitteres 4 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

Statsobligasjoner	Tilbakekjøp NGB 05/2023	Tilbakekjøp NGB 03/2024
Onsdag 11. januar		
Onsdag 25. januar	Onsdag 25. januar	
Onsdag 1. februar		
Onsdag 1. mars	Onsdag 1. mars	
Onsdag 15. mars		
Onsdag 29. mars	Onsdag 29. mars	
Onsdag 19. april		
Onsdag 10. mai		
Onsdag 24. mai		
Onsdag 7. juni		Onsdag 7. juni
Onsdag 14. juni		
Onsdag 28. juni		
Onsdag 9. august		
Onsdag 23. august		
Onsdag 6. september		Onsdag 6. september
Onsdag 13. september		
Onsdag 27. september		
Onsdag 11. oktober		Onsdag 11. oktober
Onsdag 18. oktober		
Onsdag 25. oktober		
Onsdag 8. november		Onsdag 8. november
Onsdag 22. november		
Onsdag 6. desember		

I tillegg planlegger vi syndikering av en ny 10-årig obligasjon i februar. Ved syndikering i andre halvår vil en av de annonserte obligasjonsauksjonene i andre halvår bli avlyst.

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.

## Finansdepartementets rammer for statsgjeldsforvaltningen i 2023

	Beskrivelse	Grense
Langsiktige lån	Maksimalt opptak av nye langsiktige lån (statsobligasjoner)	125 mrd. kroner <sup>1</sup>
Kortsiktige lån	Maksimalt utestående i kortsiktige markedslån (statskasseveksler).	100 mrd. kroner
Rentebinding	Minimumsnivået for rentebindingen på statsgjelden inklusive rentebytteavtaler	> 2,5 år
Statens konto	Minimumsnivå på statens konto i Norges Bank	35 mrd. kroner

<sup>1</sup> I opptak av nye langsiktige lån inngår opplåning til statens egenbeholdning.

## Mandat for statsgjeldsforvaltningen

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

## **NORGES BANK**

Oslo 2022

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

## **STATSGJELD**

[Debtmanagement@Norges-Bank.no](mailto:Debtmanagement@Norges-Bank.no)  
[www.statsgjeld.no](http://www.statsgjeld.no)