

STATSGJELDEN

15. DESEMBER 2023

Strategi og låneprogram 2024



NORGES BANK

Strategi 2024 – kort fortalt

Vi vil låne mellom 100 og 110 milliarder kroner i obligasjoner i 2024. Minst halvparten av opplåningen skal dekkes i løpetider over 7 år.



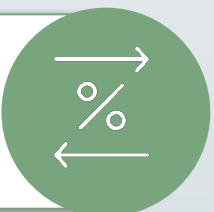
En ny 10-årig obligasjon utstedes i februar ved syndikering. Det vil også bli lagt ut en ny 15-årig obligasjon ved syndikering i mai eller juni. I tillegg blir ett av de eksisterende obligasjonslånene utvidet i andre halvår ved syndikering.

Det planlegges 26 auksjonsdager i 2024. På flere av disse vil det bli gjennomført samtidig auksjon av to obligasjoner med ulik løpetid.



Vi vil utstede en ny 12-måneders veksel på alle IMM-datoer. Ved utgangen av 2024 tas det sikte på at utestående volum i markedet er 34 milliarder kroner, det samme som ved inngangen til året.

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



1 Forvaltningen av statsgjelden

Finansdepartementet er ansvarlig for norsk statsgjeldsforvaltning, men har delegert alle operative oppgaver til Norges Bank. Banken skal med grunnlag i et mandat fastsatt av departementet dekke statens lånebehov og forvalte utestående statsgjeld. Det overordnede målet er å dekke statens lånebehov til så lav kostnad som mulig innenfor gitte risikorammer. Samtidig skal statens opplåning bidra til velfungerende og effektive finansmarkeder. For å belyse avveininger og prioriteringer i forvaltningen setter vi opp konkrete indikatorer og mål for året som kommer.

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 for å finansiere netto utlån fra og kapitalinnskudd til statlige låneinstitusjoner. Staten låner også for å dekke forfall av utestående gjeld og for å sikre at statsbudsjettet er likviditetsnøytralt, se omtale av beregning av lånebehovet i kapittel 2.

I henhold til mandatet fastsatt av Finansdepartementet skal Norges Bank utstede statsgjeld i departementets navn. Mandatet gir Norges Bank fullmakt til å inngå finansielle kontrakter for departementets regning og risiko i forbindelse med forvaltningen. 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 opptil 10 år, som kan tjene som referanse for prising i obligasjonsmarkedet. Mandatet gir anledning til å utstede lån med lengre løpetid.

Vi arbeider mot målene i mandatet ved å ha en åpen og forutsigbar strategi for opplåningen og tilpasse vårt rammeverk så det gir best mulig forutsetninger for god likviditet i norske statspapirer. 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.

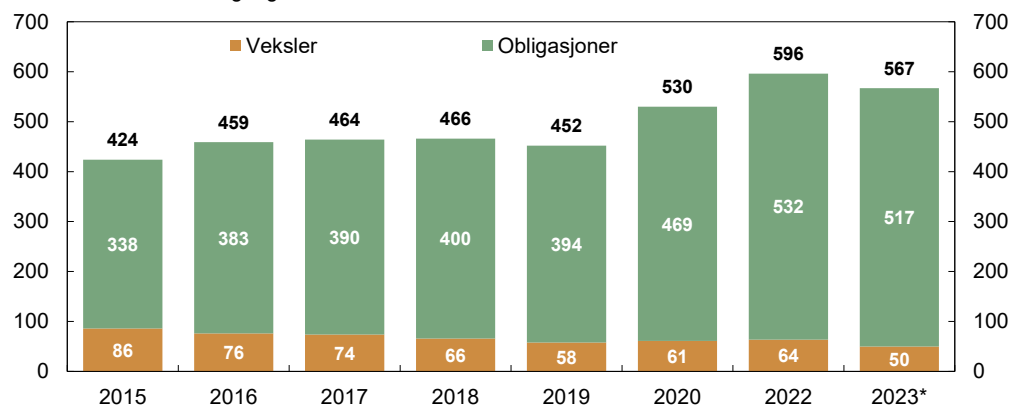
De senere årene har vi evaluert gjennomføringen av forvaltningen og statspapirmarkedet ved bruk av konkrete indikatorer med tilhørende mål. Vi setter mål for gjennomføringen av den operasjonelle forvaltningen. For forholdene i statspapirmarkedet bruker vi indikatorer for å vurdere og forstå utviklingen over tid, uten å sette konkrete mål. Se omtale av målindikatorerne i egen ramme under.

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 nullkuponpapirer 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. Opptak av både langsiktig og kortsiktig gjeld gjør at det tilbys statspapirer med ulike løpetider i markedet. Staten låner kun i norske kroner. Låneporteføljen består av statskasseveksler, statsobligasjoner og inngåtte rentebytteavtaler.

Ved utgangen av 2023 vil den markedsbaserte statsgjelden være 567 milliarder kroner, fordelt på 517 milliarder kroner i obligasjoner og 50 milliarder kroner i veksler.

Figur 1.1 Utestående statsgjeld

Milliarder kroner. Ved utgangen av året*



* Under forutsetning av at det emitteres 10 milliarder kroner i vekselausjon 18. desember 2023.

Kilde: Norges Bank

Departementet fastsetter årlig en øvre grense for brutto lånevolum og minstekrav til rentebindingstid på låneporteføljen. I 2024 er rammen for opptak av langsiktige lån 150 milliarder kroner og maksimalt utestående i statskasseveksler er 100 milliarder kroner. Rentebindingen på låneporteføljen skal være mer enn 2½ år. Innestående på statens konto i Norges Bank skal til enhver tid være minst 35 milliarder kroner.

For å fremme etterspørsel etter norsk statsgjeld i førstehåndsmarkedet og omsetning 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 kontinuerlig stille bindende kjøps- og salgskurser i interbankmarkedet¹ for et bestemt 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 bidrag i første- og annenhåndsmarkedene for veksler og obligasjoner.

¹ Interbankmarkedet refererer her til markedet for handel i norske statspapirer mellom primærhandlerne. De stiller priser og handler med hverandre på en elektronisk markedsplass, som nå er Bloomberg E-Bond System.

Indikatorer og mål for statsgjeldsforvaltningen i 2024

Indikatorer for gjennomføringen av forvaltningen

Vi skal dekke statens lånebehov innenfor rammene gitt av Finansdepartementet.¹ Statens lånebehov finansieres først og fremst med 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 årlig brev fra Finansdepartementet.² 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 korrekt gjennomfører det vi har planlagt. Vi vil evaluere gjennomføringen av auksjoner mot auksjonskalenderne som publiseres i kvartalsinformasjonen.

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

Indikatorer for markedet for norske statspapirer

Vi har trukket frem to indikatorer som sier noe om forholdene i markedene for norske statspapirer. Disse indikatorene vurderer vi mot utviklingen over tid. Evalueringen kan brukes for å forbedre innretningen av statsgjeldsforvaltningen fremover.

Den første indikatoren måler kostnaden ved å utstede statsobligasjoner. Dette er forskjellen mellom utstedelsesrenten i hver auksjon og rentene i interbankmarkedet på samme tidspunkt. I et velfungerende marked bør ikke utstedelsesrenten i auksjoner være mye høyere enn markedsrentene. Vi ser derfor på forskjellen mellom utstedelsesrenten og midtrenten³ på auksjonstidspunktet.

Vi innretter forvaltningen med sikte på å oppnå best mulig likviditet i det norske statspapirmarkedet. Det gjør 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 førstehåndsmarkedet og større omsetning i annenhåndsmarkedet. Det vil igjen bidra til bedre likviditet. Vi følger derfor utviklingen i vår samleindeks som måler likviditeten i annenhåndsmarkedet for statsobligasjoner⁴ og evaluerer den løpende utviklingen som den andre indikatoren.

Indikatorer for gjennomføringen av forvaltningen		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	Utstedelse i løpetidssegment	- Opptil 4 år: >10 % - 4-7 år: >10 % - Over 7 år: >50 %
Indikatorer for markedet for norske statspapirer		
Auksjonsrente i forhold til midtrenten i interbankmarkedet		
Likviditetsindeksen		

¹ Etter Stortingets budsjettbehandling mottar Norges Bank brev fra Finansdepartementet som angir de årlige rammene for brutto opplåning i statsobligasjoner og maksimalt utestående i statskasseveksler.

² Finansdepartementet setter hvert år minstekrav til rentebindingstid på låneporteføljen (mandatet §3-1). I §3-3 om refinansieringsrisiko står det at lånestrategien skal utformes med sikte på at mindre enn 25 pst. av utestående statsobligasjoner kan forfalle hvert år. I §3-4 om rentebytteavtaler er det en ramme på at utestående volum av rentebytteavtaler ikke skal overstige utestående volum av statsobligasjoner.

³ Midtrenten i interbankmarkedet er den renten som ligger midt mellom kjøpsrenten og salgsrenten.

⁴ Indeksen er satt sammen av fire prisbaserte likviditetsindikatorer. Se Opheim. V.Ø., Likviditetsindikatorer for det norske statsobligasjonsmarkedet, Staff Memo 8/2019, Norges Bank for en nærmere beskrivelse av likviditetsindeksen.

2 Statens lånebehov i 2024

Staten 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 2024. Sammensetningen av lånebehovet er vist i tabell 2.1.

Tabell 2.1. Anslått lånebehov fra statsbudsjettet
2023 og 2024. Milliarder kroner

	2023	2024
Netto nye utlån statsbankene mv:		
Statens lånekasse for utdanning	16,1	16,6
Husbanken	6,9	8,3
Boliglånsordningen i Statens pensjonskasse	6,3	10,0
Innovasjon Norge	1,9	1,4
Eksportkredittordninger	-2,8	-1,7
Andre	1,8	1,2
1 Sum netto nye utlån statsbankene mv.	30,1	35,7
2 Forfall av utestående obligasjonsgjeld*	51,0	52,0
<i>Andre justeringer:</i>		
3 Opplåning for å sikre likviditetsnøytralitet som følge av budsjettert overføring fra Norges Bank til staten	14,5	33,6
4 Lånebehov etter forfall og andre justeringer (1+2+3)	95,6	121,4

* For 2023 var dette andre del av refinansieringen NGB 05/2023 og deler av refinansieringen av NGB 03/2024. For 2024 er dette resterende refinansiering av NGB 03/2024.

Kilde: Finansdepartementet

Netto nye utlån fra statsbankene og statlige låneordninger er anslått til 35,7 milliarder kroner i 2024.

Staten låner også for å dekke forfall av utestående gjeld. I mars 2024 forfaller NGB 03/2024. Refinansieringen av denne obligasjonen er fordelt på 2023 og 2024. I 2024 gjenstår refinansiering på 52 milliarder kroner av dette lånet.

Det er et mål at statsbudsjettet ikke skal påvirke det langsiktige nivået på strukturell likviditet i banksystemet.² Staten låner derfor opp et beløp tilsvarende overføring av overskudd og renteinntekter fra Norges Bank. I 2024 vil lånebehovet øke med 33,6 milliarder kroner som følge av anslåtte overføringer. Se omtale i egen ramme.

Samlet gir dette et anslått lånebehov på 121,4 milliarder kroner, en økning i lånebehovet på nesten 26 milliarder kroner fra 2023. Av hensyn til markedet for statspapirer søkes

² Se kap 7.3. i [statsbudsjettet for 2024](#)

det å jevne ut den langsiktige opplåningen over flere år. Noe av lånebehovet i 2024 vil derfor bli dekket ved trekk på kontantbeholdningen.

Tabell 2.2. Inndekning av statens anslåtte lånebehov

Milliarder kroner

	2023	2024
1 Lånebehov etter forfall og justeringer	95,6	121,4
2 Trekk på statens kontantbeholdning	15,6-20,6	11,4-21,4
3 Låneopptak i markedet (1-2)	75-80	100-110

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 innebære et trekk (en økning) på 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.

Overføringer fra Norges Bank og effekten på likviditet i banksystemet

De samlede årlige overføringene fra Norges Bank til staten består av renteinntekter på statens innskudd i sentralbanken og overføringer fra Norges Banks overskudd.¹

Staten har sin kontantbeholdning i Norges Bank og får renter på denne. Rentevilkårene er fastsatt i en særskilt avtale mellom Norges Bank og Finansdepartementet. Renten beregnes basert på utenlandske kortsiktige statspapirrenter, vektet etter valutareservenes investeringer. Statens renteinntekter på kontantbeholdningen for 2024 er i statsbudsjettet anslått til 9,0 milliarder kroner.

Norges Banks overskudd overføres til staten etter regler fastsatt av regjeringen. Norges Banks egenkapital består av et kursreguleringsfond og et overføringsfond. Kursreguleringsfondet utgjør bankens bundne egenkapital og overføringsfondet utgjør grunnlaget for overføring til statskassen. Totalresultatet overføres til kursreguleringsfondet inntil dette utgjør 40 prosent av netto valutareserver. Resten av beløpet avsettes til overføringsfondet. Hvert år blir en tredjedel av overføringsfondet overført til statskassen. For 2023 er dette anslått til 24,6 milliarder kroner. Overskuddet overføres til statens konto i Norges Bank tidlig i 2024.

Staten har et mål om at statlige transaksjoner *over tid* ikke skal påvirke likviditeten i banksystemet. De samlede overføringene fra Norges Bank inngår som en inntekt på statsbudsjettet. Selve overføringene mellom Norges Bank og statens konto vil ikke påvirke likviditeten i banksystemet, men bruken av midlene vil tilføre likviditet. Inndragning av likviditet er derfor nødvendig for at statens transaksjoner samlet sett ikke skal påvirke likviditeten i banksystemet. Det gjør staten ved å låne opp et beløp tilsvarende overføringene gjennom å utstede statsobligasjoner.

¹ Se også «Statens finansieringsbehov og opplåning i statsobligasjoner». *Statsgjeld Memo*, Norges Bank (2023)

3 Låneprogram i 2024

I 2024 vil låneopptaket i statsobligasjoner være 100-110 milliarder kroner. Det vil som vanlig bli utstedt et nytt 10-årslån ved syndikering. Det vil også bli utstedt et nytt 15-årslån ved syndikering i mai eller juni. I tillegg blir ett av de eksisterende obligasjonslånene utvidet ved syndikering i andre halvår. Vi vil øke bruken av samtidige auksjoner. Utleggelse av statskasseveksler vil følge samme opplegg som i 2023.

3.1 Emisjoner av statsobligasjoner

Låneprogrammet for obligasjoner er utarbeidet med utgangspunkt i anslagene for statens lånebehov i statsbudsjettet for 2024 og rammene fastsatt av Finansdepartementet. Vi tar sikte på å låne 100-110 milliarder kroner. Minst halvparten av låneopptaket vil være i løpetidssegmentet over 7 år. Det planlegges at mer enn halvparten av låneopptaket vil bli gjennomført i første halvår.

Dersom markedsforholdene tillater det, vil et nytt 10-årslån bli introdusert i februar ved syndikering. Vi tar sikte på å utstede inntil 20 milliarder kroner i markedet. I tillegg emitteres 4 milliarder kroner til statens egenbeholdning. Det nye lånet vil bli utvidet gjennom auksjoner.

Vi planlegger å introdusere et nytt 15-årslån i 2024. Dersom markedsforholdene tillater det, vil lånet bli lagt ut i mai eller juni ved syndikering. Vi tar sikte på å utstede mellom 10 og 15 milliarder kroner i markedet. I tillegg emitteres 4 milliarder kroner til statens egenbeholdning. Det nye 15-årslånet vil kunne bli utvidet gjennom auksjoner etter introduksjonen.

Vi utsteder et nytt 15-årslån for å etablere en mer helhetlig norsk statsrentekurve også utover 10 år. Et 15-årslån vil kunne være attraktivt for flere ulike investorgrupper med langsiktig investeringshorisont og bidra til utviklingen av markedet. Dette støtter opp under målene for statsgjeldsforvaltningen. Med et vedvarende høyt refinansieringsbehov de kommende årene er det ønskelig å ha flere lange lån for å redusere refinansieringsrisikoen, uten at det svekker likviditeten i statspapirer med løpetider opp til 10 år. Se ramme under.

Ett av de eksisterende obligasjonslånene vil bli utvidet ved syndikering i andre halvår dersom markedsforholdene tillater det. Vi tar sikte på et emisjonsvolum på rundt 10 milliarder kroner i denne syndikeringen.

Andre utvidelser vil skje gjennom likprisauksjoner. Det planlegges 26 auksjonsdager i 2024. Det er en økning fra 24 auksjoner i 2023. I forbindelse med syndikeringen av 15-årslånet vil en av de kunngjorte auksjonene bli avlyst. Det samme gjelder for utvidelsen ved syndikering av ett av de eksisterende obligasjonslånene i andre halvår.

Uforutsigbare og til tider urolige markedsforhold gjør det mer hensiktsmessig med hyppige auksjoner med mindre volum enn færre auksjoner med større volum. Det økte lånebehovet medfører at volumet per auksjonsdag vil være mellom 2 og 4 milliarder kroner i 2024.

I 2023 ble det for første gang gjennomført samtidige auksjoner av to obligasjoner på samme tidspunkt. Denne salgsmetoden blir videreført i 2024 og brukt jevnlig når forholdene ligger til rette for det.

Gjennom denne strategien søker vi å dekke statens lånebehov til så lav kostnad som mulig og bidra til å etablere en rentekurve 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.

Utstedelse av lange statsobligasjonslån og refinansieringsbehovet

Opplåningsstrategien har siden 2014 vært å legge ut et nytt 10-årslån hvert år. Det innebærer at vi nå har ett obligasjonslån som forfaller hvert år fram til 2033. I tillegg ble det i 2022 utstedt et obligasjonslån med forfall i 2042. Fordeling av opplåningen på flere og lengre løpetider vil bidra til å redusere det årlige refinansieringsbehovet. Dette er én av grunnene til at vi i 2024 introduserer et nytt 15-årslån.

I 2024 forfaller et obligasjonslån som har et utestående volum i markedet på litt under 59 milliarder kroner. Obligasjonslånet som har forfall i 2025, har et utestående volum i markedet på nesten 58 milliarder kroner. Lånene med forfall fra 2026 og til og med 2033 har i gjennomsnitt et utestående volum i markedet på rundt 42,5 milliarder kroner. Utestående volum i markedet i dag gir kun en indikasjon på refinansieringsbehovet i hvert år fremover fordi samtlige av disse lånene mest sannsynlig vil bli utvidet ytterligere frem til forfallsår.

Dersom hvert av lånene blir større, vil dette medføre at det årlige lånebehovet øker som følge av økt refinansieringsbehov. Det vil innebære en økt refinansieringsrisiko for staten. Store forfall gir dessuten volatilitet i strukturell likviditet og statens kontantbeholdning.

For å illustrere effekten på det årlige refinansieringsbehovet av å ha to lån med lengre løpetid enn 10 år har vi laget en simulering av refinansieringsbehovet i årene fremover. Analysen bruker forenklete forutsetninger som ikke nødvendigvis representerer hvordan låneprogrammet vil legges opp fremover.

I simuleringen uten nye 15- og 20-årslån i perioden 2025-2038 blir halvparten av det årlige refinansieringsbehovet dekket inn ved utleggelse av et nytt 10-årslån, mens resten av refinansieringsbehovet fordeles likt på de allerede utestående obligasjonslånene i markedet.

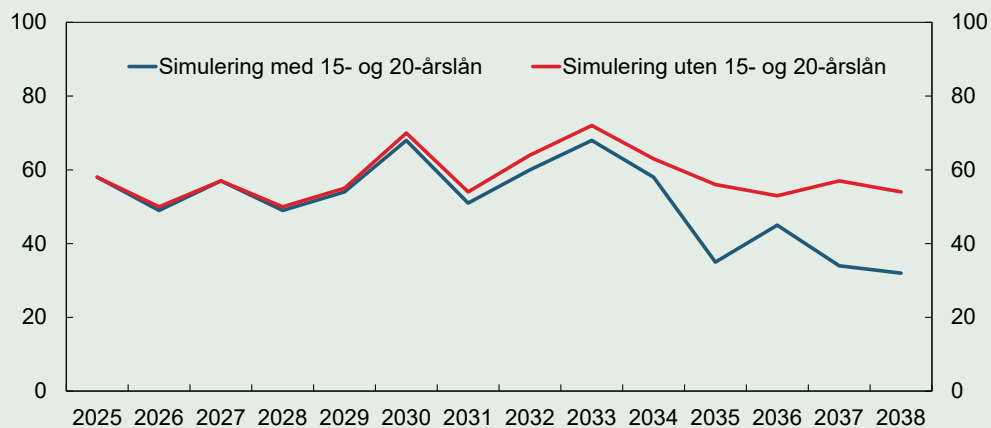
I simuleringen med nye lange lån blir det lagt ut nye 15- og 20-årslån hvert tredje år, men ikke i samme år. Det legges ut nytt 10-årslån hvert år. I denne modellen dekker nye lån alltid halvparten av det årlige lånebehovet. Resten av refinansieringsbehovet fordeles likt på de allerede utestående obligasjonslånene.

Figur 3.A viser effekten på refinansieringsbehovet av å legge ut flere lange lån. I gjennomsnitt over perioden 2025-2038 bidrar det å ha både 15- og 20-årslån til å redusere refinansieringsbehovet med litt mer enn 7 milliarder kroner per år.

Simuleringen er kun ment å illustrere samspillet mellom forfall av statsobligasjoner, refinansiering og effekten av å endre løpetidsfordelingen på utstedelsene og gir ikke et nøyaktig anslag på refinansieringsbehovet fremover. Simuleringen tar heller ikke hensyn til øvrige faktorer som påvirker lånebehovet, som nettoutlån fra statlige låneordninger og overføringer fra Norges Bank til staten.

Figur 3.A Årlig refinansieringsbehov

Simulert. Milliarder kroner. 2025-2038



Kilde: Norges Bank

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 lån som nærmer seg forfall tilbake til staten. Det åpner for at investorene kan gjøre en mer gradvis tilpasning av sine porteføljer. I tillegg kan det bidra til økt etterspørsel etter andre statspapirer som utstedes.

I 2024 vil vi tilby tilbakekjøp i to obligasjonslån, NGB 03/2024 og NGB 03/2025. I auksjonskalenderen har vi redusert noe på antall forhåndsannonserte tilbakekjøpsauksjoner i forhold til tidligere år. I tillegg vil vi vurdere å tilby tilbakekjøp gjennom ad hoc-auksjoner på forespørsel fra primærhandlerne hvis markedsforholdene tillater det.

Tilbakekjøpsauksjonene gjennomføres som flerprisauksjoner. Vi bruker interne prisingsmodeller for å vurdere alle innkomne bud. De kunngjorte tilbakekjøpsauksjonene kan avlyses dersom de observerte markedskursene på lånet som skal kjøpes tilbake, avviker mye fra prisingsmodellene.

NGB 03/2024 har forfall 14. mars 2024. Ved utgangen av 2023 er utestående volum i markedet 58,8 milliarder kroner. Vi vil tilby to tilbakekjøpsauksjoner i dette lånet i løpet av første kvartal.

NGB 03/2025 har forfall 13. mars 2025. Ved utgangen av 2023 er utestående volum i markedet i dette lånet 57,8 milliarder kroner. Vi vil tilby tre tilbakekjøpsauksjoner av NGB 03/2025 i løpet av 2024. Første planlagte auksjon er 21. august, når lånet har om lag syv måneder igjen til forfall.

Primærhandlerne kan melde interesse for ad hoc-auksjoner når obligasjonen har under 12 måneder til forfall. I slike tilfeller vil vi kunne annonsere og gjennomføre tilbakekjøpsauksjon på kort varsel, også samme dag. De samme prisingsmodellene og vurderingene gjelder ved ad hoc-auksjoner som ved annonserte auksjoner.

Det gjøres ikke tilbakekjøp de siste åtte bankdagene før et kunngjort rentemøte i Norges Bank og frem til rentebeslutningen er offentliggjort.

3.3 Emisjoner av statskasseveksler

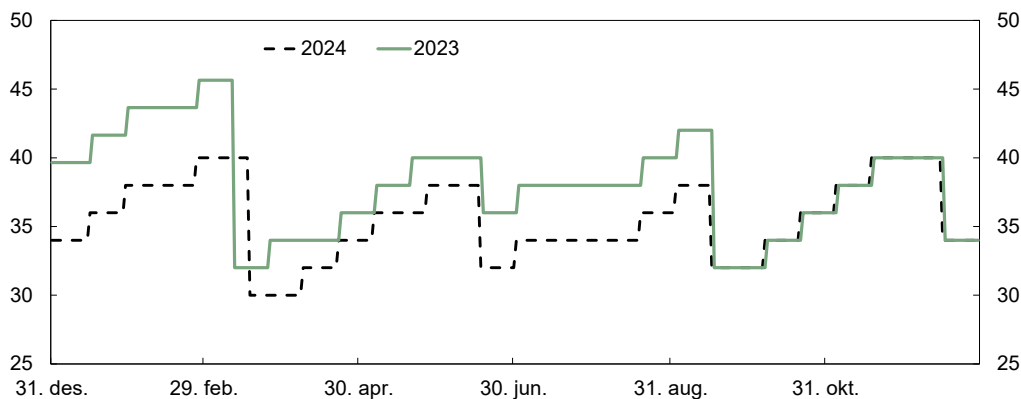
Statsgjeldsforvaltningen vil utstede ny 12-måneders veksler med oppgjør tredje onsdag i mars, juni, september og desember (IMM-datoene). Ved alle førstegangsemisjoner er planlagt emisjonsvolum til markedet 6 milliarder kroner. Det vil bli emittert 4 milliarder kroner til statens egenbeholdning.

Auksjonskalenderen for statskasseveksler i 2024 inneholder informasjon om hvilken veksler 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 2023 varierte utestående vekslerbeholdning i markedet mellom 32 og 46 milliarder kroner, se figur 3.1. I 2024 tar vi sikte på å holde utestående i markedet mellom 30 og 40 milliarder kroner. Ved utgangen av 2024 tas det sikte på at utestående volum i markedet er 34 milliarder kroner, det samme som ved inngangen til året.

Figur 3.1 Utviklingen i utestående volum av statskasseveksler i markedet

Milliarder kroner. Faktisk 2023* og planlagt for 2024



* Under forutsetning av at det emitteres 6 milliarder kroner til markedet i vekselausjon 18. desember 2023.

Kilde: Norges Bank

3.4 Rentebinding og bruk av rentebytteavtaler

For 2024 er Finansdepartementets minstekrav til rentebindingstid på låneporteføljen satt til 2½ år. Minstekravet har vært uendret siden Norges Bank overtok det operative ansvaret med forvaltningen av statsgjelden i 2015.

Rentebindingstiden gir uttrykk for statsgjeldens renteeksponering. 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 gjennomsnittlig løpetid. 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.

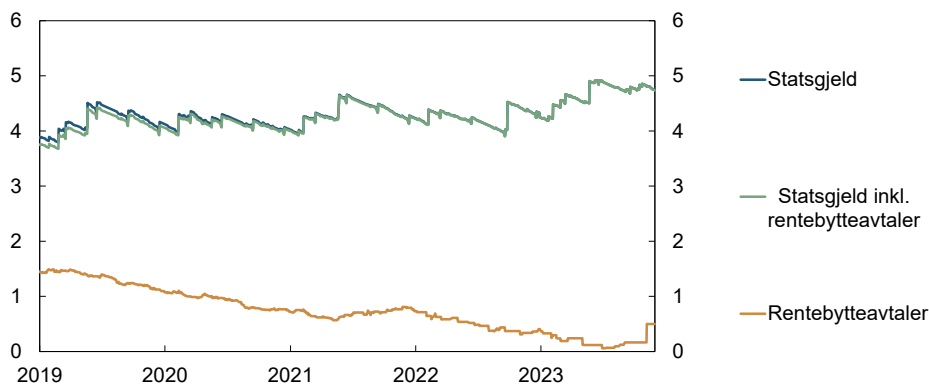
Historiske tall viser at langsiktige lån normalt har hatt høyere rentekostnader enn kortsiktige lån. Over tid vil derfor staten trolig kunne oppnå lavere rentekostnader ved å redusere rentebindingen. På den annen side vil rentekostnadene da svinge mer. Hvis rentebindingen reduseres gjennom mer kortsiktig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

Et uttrykk for merkostnadene ved å låne langsiktig fremfor kortsiktig er de såkalte terminpremiene (se ramme). Hvis terminpremiene er positive over tid, kan det være besparelser ved å redusere rentebindingstiden. Fordi estimeringer tilsa at terminpremiene både i Norge og andre markeder var lave og til tider negative, har vi ikke inngått rentebytteavtaler siden november 2014. Ved utgangen av 2023 er det utestående kun én rentebytteavtale på 250 millioner 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 var om lag 4,8 år ved utgangen av november 2023, se figur 3.2.

Figur 3.2 Rentebindingstid

Ar. 2. januar 2019 – 30. november 2023



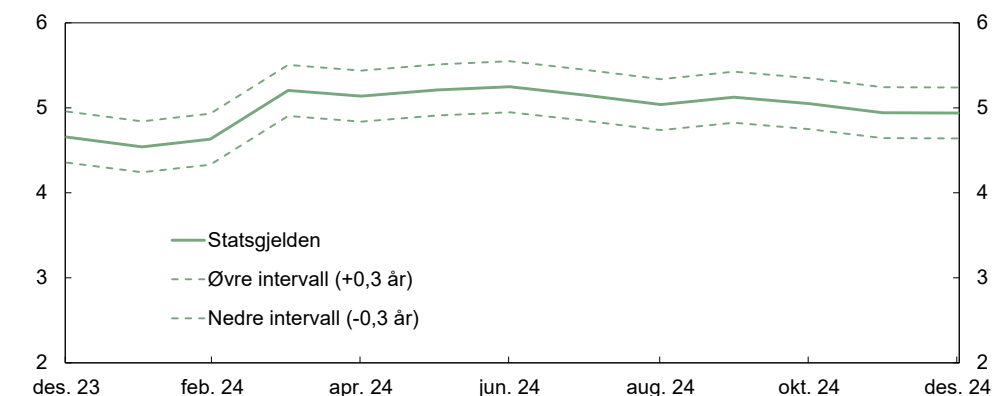
Kilde: Norges Bank

I figur 3.3 har vi fremskrevet rentebindingstiden for statsgjelden i 2024 med utgangspunkt i 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, inkludert opplåning i obligasjoner med løpetider over 10 år. For løpetider opptil 4 år og 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 03/2024 forfaller, for så å falle noe frem mot årsskiftet. Med denne strategien vil rentebindingstiden på statsgjelden stige fra 4,7 år til 4,9 år i løpet av 2024. Rentebindingstiden vil bli lavere om det blir inngått rentebytteavtaler i løpet av året.

Figur 3.3 Anslag på utvikling i rentebindingstid

År. Desember 2023 – desember 2024



Kilde: Norges Bank

Våre estimeringer tilsier at terminpremiene har steget gjennom 2022 og 2023, se ramme under. Vi vil vurdere å inngå rentebytteavtaler hvis terminpremiene er positive over tid og forholdene ellers tilsier det. Informasjon om inngåelse av rentebytteavtaler vil bli publisert i kvartalsinformasjon dersom det er aktuelt.

Terminpremiene i norske statsrenter

Forholdet mellom renter med ulik løpetid kalles rentens terminstruktur. Forventningshypotesen sier at renten på en plassering med lang løpetid vil være bestemt av forventet utvikling i kortsiktige renter over den samme perioden.

Normalt vil investorene imidlertid kreve en positiv premie for plasseringer med lang løpetid, slik at det er avvik fra forventningshypotesen. Denne premien oppstår fordi kursen på en obligasjon med lang gjenstående løpetid er mer følsom for rentendringer enn kursen på en obligasjon med kort gjenstående løpetid. Kompensasjonen aktørene krever ut over den renten som følger av forventningshypotesen, kalles gjerne terminpremien.

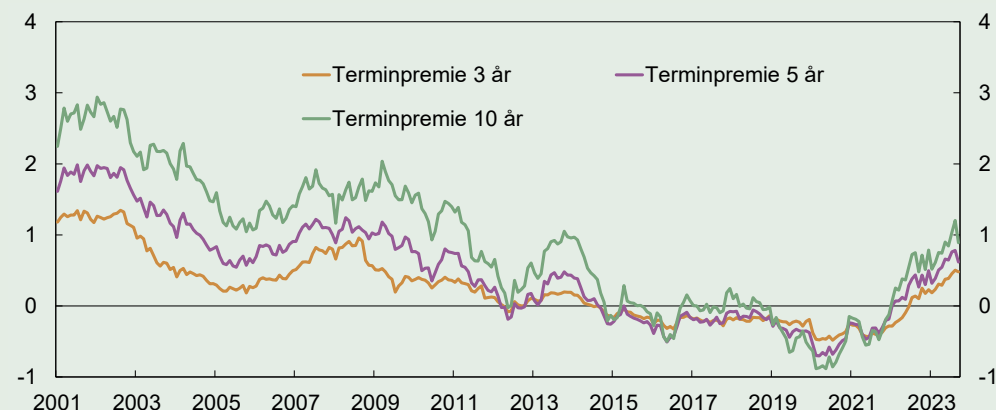
Hverken forventninger om kortsiktige renter eller terminpremier kan observeres direkte. Det er derfor utviklet ulike metoder for å dekomponere langsiktige renter i én komponent for renteforventninger og én komponent for terminpremier. Nivået på terminpremiene som følger av disse modellene, bør tolkes med varsomhet, men modellene kan gi gode indikasjoner på utviklingen i terminpremiene.

Statsgjeldsforvaltningen bruker en metode som er utviklet av Adrian, Crump og Moench (2013)¹, omtalt som ACM-modellen. Den estimerer rentenes terminstruktur med utgangspunkt i faktorer som representerer rentekurvets prinsipalkomponenter. Se Benum, Opheim og Wasberg (2023) for en nærmere beskrivelse av modellen som statsgjeldsforvaltningen benytter og robusthetsanalyser av denne.²

De estimerte terminpremiene i norske statsrenter beregnet med denne modellen har steget gjennom det siste året, som vist i figur 3.B. Terminpremien i tiårig norsk statsrente er ved utgangen av november 2023 estimert til å være på om lag 0,9 prosent. Det er noe høyere enn estimatene på terminpremiene for treårig og femårige statsrenter.

Figur 3.B Estimerte terminpremier i norske statsrenter

Prosentenheter. Januar 2001 – november 2023

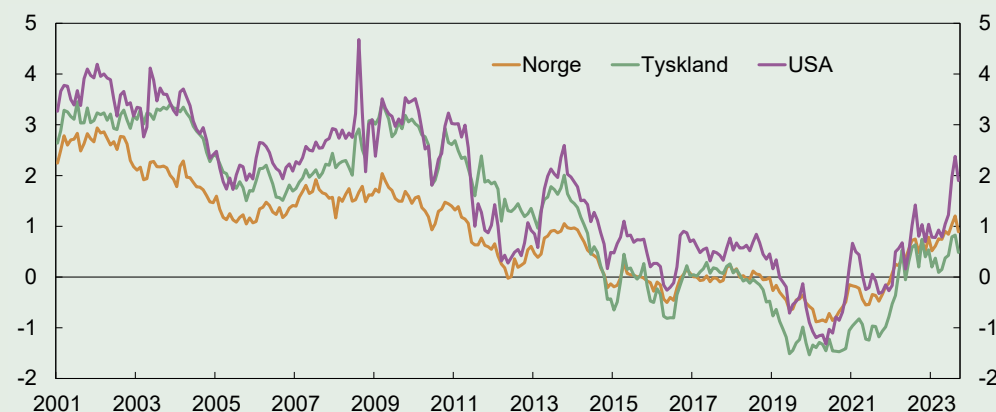


Kilde: Norges Bank

En økende terminpremie er ikke et særnorsk fenomen. Estimeringer kjørt på flere land viser at terminpremie i statsrentene har steget og er positive. Figur 3.C viser terminpremiene i 10-års statsobligasjonsrenter for Norge, Tyskland og USA estimert med ACM-modellen.

Figur 3.C Estimerte terminpremier i tyske, amerikanske og norske 10-års statsrenter

Prosentenheter. Januar 2001 – november 2023



Kilde: Norges Bank

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

² Benum, A., Opheim, V.Ø., Wasberg, E.S., Estimeringer av terminpremie i norske statsobligasjoner. *Statsgjeld Memo*. Norges Bank (2023).

Kalendere for 2024

Publisering av informasjon for kommende kvartal

- 1. kvartal: Fredag 15. desember 2023 kl. 8:30
- 2. kvartal: Fredag 22. mars 2024 kl. 8:30
- 3. kvartal: Torsdag 27. juni 2024 kl. 8:30
- 4. kvartal: Fredag 27. september 2024 kl. 8:30

Auksjonskalender statskasseveksler

Utløggelse 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 volum til markedet (mrd. kr.)
Mandag 15. januar	NTB 03/2024	20.03.2024	2
Mandag 29. januar	NTB 06/2024	19.06.2024	2
Mandag 26. februar	NTB 09/2024	18.09.2024	2
Mandag 18. mars ¹	NTB 03/2025	19.03.2025	6
Mandag 8. april	NTB 06/2024	19.06.2024	2
Mandag 22. april	NTB 12/2024	18.12.2024	2
Mandag 6. mai	NTB 09/2024	18.09.2024	2
Mandag 27. mai	NTB 12/2024	18.12.2024	2
Mandag 17. juni ¹	NTB 06/2025	18.06.2025	6
Mandag 1. juli	NTB 09/2024	18.09.2024	2
Mandag 19. august	NTB 03/2025	19.03.2025	2
Mandag 2. september	NTB 03/2025	19.03.2025	2
Mandag 16. september ¹	NTB 09/2025	17.09.2025	6
Mandag 7. oktober	NTB 12/2024	18.12.2024	2
Mandag 21. oktober	NTB 03/2025	19.03.2025	2
Mandag 4. november	NTB 06/2025	18.06.2025	2
Mandag 18. november	NTB 03/2025	19.03.2025	2
Mandag 16. desember ¹	NTB 12/2025	17.12.2025	6

¹ 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

Auksjonsdatoer

Statsobligasjoner	Tilbakekjøp NGB 03/2024	Tilbakekjøp NGB 03/2025
Onsdag 10. januar	Onsdag 10. januar	
Onsdag 17. januar		
Onsdag 31. januar	Onsdag 31. januar	
Onsdag 28. februar		
Onsdag 6. mars		
Onsdag 13. mars		
Onsdag 10. april		
Onsdag 17. april		
Onsdag 24. april		
Onsdag 15. mai		
Onsdag 29. mai		
Onsdag 5. juni		
Onsdag 12. juni		
Onsdag 26. juni		
Onsdag 3. juli		
Onsdag 7. august		
Onsdag 21. august		Onsdag 21. august
Onsdag 4. september		
Onsdag 11. september		
Onsdag 25. september		Onsdag 25. september
Onsdag 9. oktober		
Onsdag 16. oktober		
Onsdag 30. oktober		
Onsdag 13. november		
Onsdag 27. november		Onsdag 27. november
Onsdag 4. desember		

I tillegg planlegger vi syndikering av nytt 10-års obligasjonslån i februar. Ved syndikering av nytt 15-års obligasjonslån i mai eller juni vil en av de annonserte obligasjonsauksjonene bli avlyst. I andre halvår er det planlagt å utvide ett av de eksisterende obligasjonslånene ved syndikering. Det vil medføre at en av de annonserte obligasjonsauksjonene i andre halvår vil 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 2024

	Beskrivelse	Grense	Mandat
Langsiktige lån	Maksimalt opptak av nye langsiktige lån (statsobligasjoner)	150 mrd. kroner ¹	§ 3-1
Kortsiktige lån	Maksimalt utestående volum i kortsiktige markedslån (statskasseveksler)	100 mrd. kroner	§ 3-1
Rentebinding	Minimumsnivået for rentebindingen på statsgjelden inklusive rentebytteavtaler	> 2,5 år	§ 3-1
Statens konto	Minimumsnivå på statens konto i Norges Bank	35 mrd. kroner	§ 2-2 (3)

¹ I opptak av nye langsiktige lån inngår opplåning 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 %	§ 3-3
Rentebytteavtaler	Utestående volum av rentebytteavtaler skal ikke overstige utestående volum av statsobligasjoner, inklusive statens egenbeholdning.	< 100%	§ 3-4 (3)

NORGES BANK

Oslo 2023

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

STATSGJELD

Debtmanagement@Norges-Bank.no
www.statsgjeld.no