

Strategi og låneprogram 2025

Statsgjeld

13. desember 2024

Strategi 2025 – kort fortalt

Vi vil låne mellom 95 og 105 milliarder kroner i obligasjoner i 2025. Minst halvparten av opplåningen skal dekkes i løpetider over 7 år.



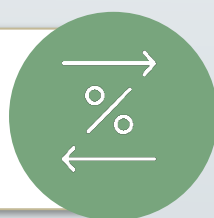
En ny 10-årig obligasjon utstedes i februar ved syndikering. I tillegg blir ett av de eksisterende obligasjonslånene utvidet i mai eller juni ved syndikering.

Det planlegges 25 auksjonsdager. På de fleste 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 2025 tas det sikte på at utestående volum i markedet er 34 milliarder kroner, én milliard kroner mer enn ved inngangen til 2025.

Vi legger ikke opp til å inngå rentebytteavtaler i 2025. Det kan gjøres nye vurderinger i løpet av året om forholdene skulle tilsi det. Minstekravet til rentebinding 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 og dekke forfall av utestående gjeld. Opplåningen skal også sikre at staten har en tilstrekkelig kontantbeholdning til å dekke løpende forpliktelser. Frem til og med 2024 har staten i tillegg lånt opp et beløp tilsvarende overføringen av overskudd og renteinntekter fra Norges Bank, for å motvirke effekten overføringene har hatt på strukturell likviditet i banksystemet. Dette er tatt ut av lånebehovet fra 2025, se 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 opplånsvolum det kommende kvartalet.

Vi setter konkrete mål for hvordan vi skal gjennomføre den operasjonelle forvaltningen. For å vurdere og forstå utviklingen i de norske statspapirmarkedet bruker vi kvantitative indikatorer. Se nærmere omtale av disse målene og indikatorene i ramme under.

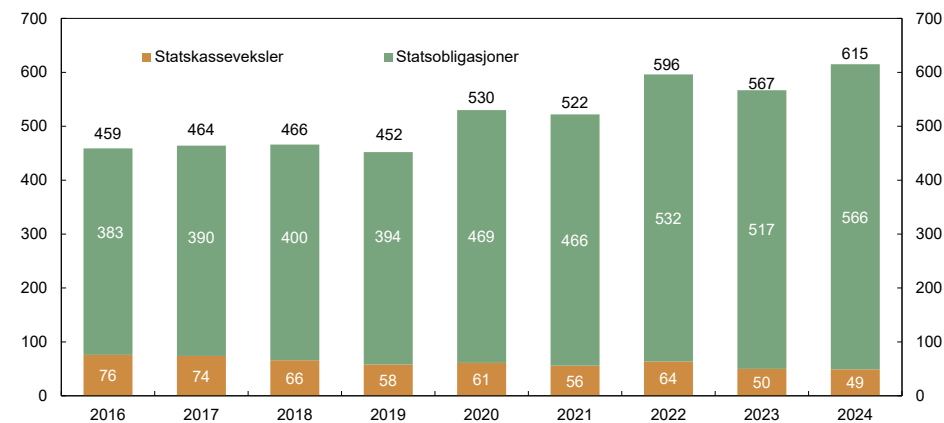
Statens årlige lånebehov finansieres i hovedsak gjennom opptak av langsiktige lån (statsobligasjoner) med fast rente. Staten låner også kortsiktig gjennom salg av statskasseveksler, som er nullkupongpapirer med løpetid på ett år eller kortere. Et velfungerende vekselmarked er en beredskap for staten 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 eventuelt inngåtte rentebytteavtaler.

Ved utgangen av 2024 vil den markedsbaserte statsgjelden, inkludert statens egenbeholdning, være 615 milliarder kroner, fordelt på 566 milliarder kroner i obligasjoner og 49 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 16. desember 2024

Kilde: Norges Bank

Departementet fastsetter årlig en øvre grense for brutto lånevolum og minstekrav til rentebindingstid på låneporteføljen. I 2025 er rammen for opptak av langsiktige lån 150 milliarder kroner og maksimalt utestående volum i statskasseveksler er 75 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 en gjenkjøpsordning med Norges Bank der de har mulighet til å låne statspapirer fra statens egenbeholdning, med en samtidig avtale om tilbakelevering. Denne ordningen blir noe endret fra og med 2025, se boks på side 4. 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 markeds plass, som nå er Bloomberg E-Bond System.

Endringer i primærhandlerne gjenkjøpsordning i Norges Bank

Primærhandlerne kan låne en begrenset mengde statspapirer fra statens egenbeholdning mot kontantsikkerhet og med en samtidig avtale om tilbakelevering. Denne gjenkjøpsordningen skal bidra til at primærhandlerne kan stille bindende kurser og være aktive i annenhåndsmarkedet.

Dagens ordning er en totrinnsordning, der det første trinnet gir primærhandlerne anledning til å låne to milliarder kroner i hvert statspapir til en rente på kontantsikkerheten som er 10 basispunkter lavere enn styringsrenten. I det andre trinnet kan primærhandlerne låne ytterligere to milliarder kroner i hvert statspapir til en rente på kontantsikkerheten som er 100 basispunkter lavere enn styringsrenten.

Betingelsene vil endres fra og med 2025. Primærhandlerne skal fortsatt ha anledning til å låne maksimalt fire milliarder kroner i hvert statspapir fordelt på to trinn, men volumgrensene per trinn endres til henholdsvis tre milliarder kroner for trinn 1 og én milliard kroner for trinn 2. Rentene på kontantsikkerheten på hvert av trinnene vil være uforandret.

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

Indikatorer og mål for statsgjeldsforvaltningen i 2025

Indikatorer for gjennomføringen av forvaltningen

Vi skal dekke statens lånebehov innenfor rammene gitt av Finansdepartementet¹. 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 Finansdepartementet². 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 avveingene. 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 (løpetid på 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 markedet for norske statspapirer. Disse indikatorene vurderer vi mot utviklingen over tid. Evalueringen kan brukes for å tilpasse innretningen av statsgjeldsforvaltningen fremover.

Den første indikatoren er et mål på 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 i auksjonen og midtrenten³ i interbankmarkedet 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. Den andre indikatoren er derfor utviklingen i vår samleindeks som måler likviditeten i annenhåndsmarkedet for statsobligasjoner⁴.

Indikatorer for gjennomføringen av forvaltningen

| | 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 og låneopptak i 2025

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. Det oljekorrigerede budsjettunderskuddet finansieres av overføringer fra Statens pensjonsfond utland og utløser dermed ikke et lånebehov.

Statsgjeldsforvaltningen fastsetter det årlige låneopptaket ved å ta utgangspunkt i lånebehovet slik det er anslått i statsbudsjettet. Låneopptaket kan avvike fra lånebehovet fordi vi søker å jevne ut obligasjonsopplåningen. Store svingninger i låneopptaket kan medføre unødvendige kostnader for staten.

Ved større endringer i lånebehovet fra ett år til et annet kan vi tilpasse låneopptaket ved å trekke på eller tilføre midler til statens kontantbeholdning, under forutsetning av likviditetsnøytralitet over tid. Det gjøres normalt ikke endringer i låneopptaket gjennom året selv om det faktiske lånebehovet utvikler seg annerledes enn anslått i statsbudsjettet. Dersom det skulle vise seg at det faktiske lånebehovet ble høyere (lavere) enn låneopptaket, vil det innebære et trekk på (tilførsel til) statens kontantbeholdning. Vi vil fastsette låneopptaket slik at det over tid tar hensyn til tidligere avvik mellom låneopptaket og faktisk lånebehov slik det fremkommer av statsregnskapet.

Anslått lånebehov i henhold til statsbudsjettet for 2025 er på 92 milliarder kroner². Av dette utgjør netto nye utlån fra statsbankene og statlige låneordninger 34,2 milliarder kroner, mens forfallet av statsobligasjonslånet som forfaller i mars 2025 (NGB 03/2025) beløper seg til 57,8 milliarder kroner.

Planlagt låneopptak for 2025 er satt til 95 til 105 milliarder kroner. For 2025 legger vi opp til å låne mellom 3 og 13 milliarder kroner mer enn lånebehovet tilsier og dermed tilføre midler til statens kontantbeholdning. Dette gjør vi både for å jevne ut låneopptaket og for å korrigere for at vi i flere år har trukket på statens kontantbeholdning for å dekke lånebehovet.

Sammensetningen av lånebehov og justeringer for 2025 er vist i tabell 2.1.

² Anslått lånebehov er basert på Statsbudsjettet, «Gul bok - Prop. 1 S (2024 - 2025)».

Tabell 2.1 Statens lånebehov og låneopptak i markedet

2024 og 2025. Milliarder kroner

| | | 2024 | 2025 |
|----------|--|--------------------|-----------------|
| | Netto nye utlån statsbankene mv: | | |
| | Statens lånekasse for utdanning | 16,6 | 19,8 |
| | Husbanken | 8,3 | 12,3 |
| | Boliglånsordningen i Statens pensjonskasse | 10,0 | (7,9) |
| | Innovasjon Norge | 1,4 | 1,2 |
| | Eksportkredittordninger | (1,7) | 8,6 |
| | Andre | 1,2 | 0,2 |
| 1 | Sum netto nye utlån statsbankene mv. | 35,7 | 34,2 |
| 2 | Forfall av utestående obligasjonsgjeld¹ | 52,0 | 57,8 |
| 3 | Opplåning for å nøytralisere likviditetseffekten av overføringer fra Norges Bank til staten² | 33,6 | - |
| 4 | Lånebehov i henhold til Statsbudsjettet (1+2+3)³ | 121,4 | 92,0 |
| | | | |
| 5 | Justeringer⁴ | (11,4-21,4) | 3,0-13,0 |
| | | | |
| 6 | Låneopptak i markedet (4+5) | 100-110 | 95-105 |

¹ For 2024 var dette andre del av refinansieringen NGB 03/2024. For 2025 er det refinansiering av NGB 03/2025.

² Ordningen er avviklet fra og med budsjettåret 2025. Se også boks på side 9.

³ Anslag er basert på Statsbudsjettet, «Gul bok - Prop. 1 S (2024 - 2025)». Det faktiske lånebehovet kan bli noe høyere som følge av etableringen av Statens fond i Tromsø. Fondets investeringer skal finansieres med låneopptak, se omtale i Revidert nasjonalbudsjett 2024.

⁴ Planlagt endring i statens kontantbeholdning for å redusere svingninger i låneopptaket ved endringer i lånebehovet fra år til år, og for å korrigere for avvik mellom låneopptaket og faktisk lånebehov i tidligere år.

Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

Endring i sammensetningen av lånebehovet fra 2025

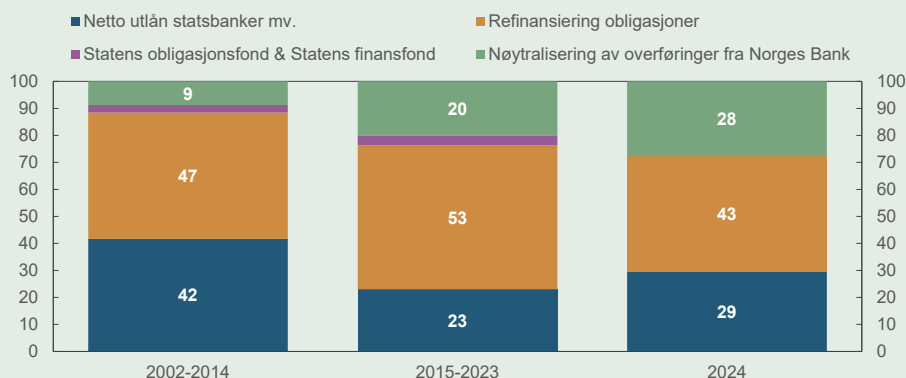
I april 2024 publiserte *Arbeidsgruppen for statens transaksjoner og pengemarkedet*¹ sin rapport, der en av anbefalingene var å slutte å nøytralisere likviditetseffekten av overføringene fra Norges Bank til staten med opptak av statsgjeld². I rapporten påpekte arbeidsgruppen at praksisen ikke er bærekraftig over tid. Arbeidsgruppen skrev blant annet at økt statsgjeld og økt lånebehov kan føre til høyere lånekostnader for staten.

På bakgrunn av anbefalingen fra arbeidsgruppen besluttet Finansdepartementet å avvikle den ekstra opplåningen som følger av likviditetsnøytraliseringen fra og med budsjettåret 2025. Endringen medfører isolert sett en reduksjon i det beregnede lånebehovet.

Opplåning som følge av likviditetsnøytralisering utgjorde 20 prosent av lånebehovet mellom 2015 og 2023, og 28 prosent av det samlede lånebehovet til staten i 2024 slik det fremkommer av statsbudsjettet, se figur A.1.

Figur A.1 Sammensetningen av det beregnede lånebehovet. Tall fra statsbudsjettet

Gjennomsnitt for perioden for 2002-2014 og 2015-2023. Prosent av samlet lånebehov



Kilde: Norges Bank

¹ Se [Arbeidsgrupperapport Statens transaksjoner og pengemarkedet \(regjeringen.no\)](#) og [Brev til Norges Bank - Likviditetsvirkningen av statsbudsjettet \(regjeringen.no\)](#)

² Se [Strategi og låneprogram 2024, kapittel 2, «Overføringer fra Norges Bank og effekten på likviditet i banksystemet»](#)

3 Låneprogram i 2025

I 2025 vil låneopptaket i statsobligasjoner være 95-105 milliarder kroner. Det vil som vanlig bli utstedt et nytt 10-årslån ved syndikering. Ett av de eksisterende obligasjonslånene vil bli utvidet ved syndikering i mai eller juni. Utleggelse av statskasseveksler vil følge samme opplegg som i 2024.

3.1 Emisjoner av statsobligasjoner

Låneprogrammet for obligasjoner er utarbeidet med utgangspunkt i anslagene for statens lånebehov i statsbudsjettet for 2025 og rammene fastsatt av Finansdepartementet. Vi tar sikte på å låne 95-105 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 mellom 20 og 25 milliarder kroner i markedet. I tillegg emitteres 4 milliarder kroner til statens egenbeholdning. Det nye lånet vil bli utvidet gjennom auksjoner.

Ett av de eksisterende obligasjonslånene vil bli utvidet ved syndikering i mai eller juni dersom markedsforholdene tillater det. Vi tar sikte på et emisjonsvolum på mellom 10 og 15 milliarder kroner i denne syndikeringen.

Andre utvidelser av eksisterende obligasjonslån vil skje gjennom likprisauksjoner. Det planlegges 25 auksjonsdager i 2025. I forbindelse med utvidelsen ved syndikering av ett av de eksisterende obligasjonslånene i mai eller juni, vil en av de kunngjorte auksjonene bli avlyst.

Lånebehovet tilsier at volumet per auksjonsdag vil være mellom 2 og 4 milliarder kroner i 2025.

I 2023 ble det for første gang gjennomført samtidige auksjoner av to obligasjoner på samme tidspunkt. Denne salgsmetoden ble videreført i 2024 og brukt på 21 av 25 auksjonsdager. I 2025 legger vi opp til at de fleste auksjonsdagene vil ha tilbud om to obligasjoner.

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.

3.2 Tilbakekjøp av statsobligasjonslån

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 2025 vil vi tilby tilbakekjøp i to obligasjonslån, NGB 03/2025 og NGB 02/2026. 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 03/2025 har forfall 13. mars 2025. Ved utgangen av 2024 er utestående volum i markedet 55,8 milliarder kroner³. Vi vil tilby to tilbakekjøpsauksjoner i dette lånet i løpet av januar.

NGB 02/2026 har forfall 19. februar 2026. Ved utgangen av 2024 er utestående volum i markedet i dette lånet 55,1 milliarder kroner. Vi vil tilby tre tilbakekjøpsauksjoner av NGB 02/2026 i løpet av 2025. Første planlagte auksjon er 25. juni, når lånet har om lag åtte måneder igjen til forfall.

Primærhandlerne kan også melde interesse for ad hoc-auksjoner når obligasjonen har under 12 måneder til forfall. Vi vil vurdere å tilby tilbakekjøp gjennom ad hoc-auksjoner hvis markedsforholdene tillater det. 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 veksel 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 2025 inneholder informasjon om hvilken veksel som emitteres og volum. Det planlegges 18 auksjoner. Dersom det ses bort fra utstedelsene av nye 12-måneders vekslere (4 auksjoner), vil det i de resterende auksjonene bli utstedt vekslere 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

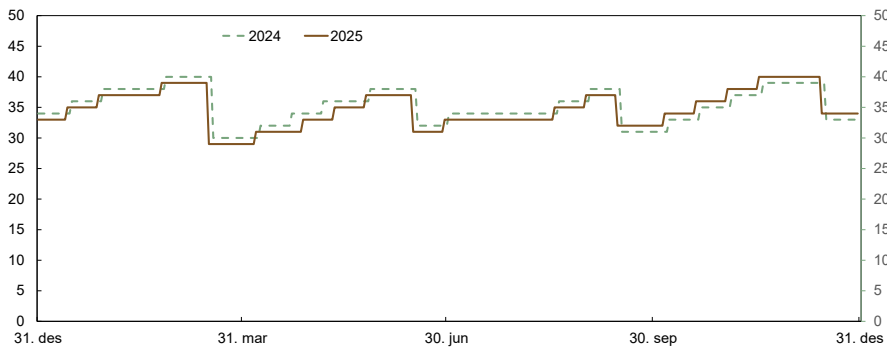
³ Under forutsetning av at det ikke gjennomføres flere tilbakekjøp i løpet av desember 2024

etterspørsel i markedet. Det tas forbehold om at vi kan endre både kunngjort veksel og volum i auksjonene gjennom året.

I løpet av 2024 varierte utestående vekselbeholdning i markedet mellom 29 og 40 milliarder kroner, se figur 3.1. I 2025 tar vi sikte på å holde utestående i markedet mellom 30 og 40 milliarder kroner. Ved utgangen av 2025 tas det sikte på at utestående volum i markedet er 34 milliarder kroner, én milliard kroner høyere ved inngangen til året.

Figur 3.1 Utestående volum av statskasseveksler i markedet

Milliarder kroner. Faktisk 2024* og planlagt for 2025



*Under forutsetning av at det emitteres 6 milliarder kroner til markedet i vekselauksjon 16. desember 2024.

Kilde: Norges Bank

3.4 Rentebinding og bruk av rentebytteavtaler

Finansdepartementets minstekrav til rentebindingstid på låneporteføljen er 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 rentebindingstiden.

Norske statsobligasjoner har fast kupong 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 vekslers og obligasjoner. I tillegg kan staten inngå rentebytteavtaler for å endre rentebindingstiden fra det som følger direkte av opplåningen.

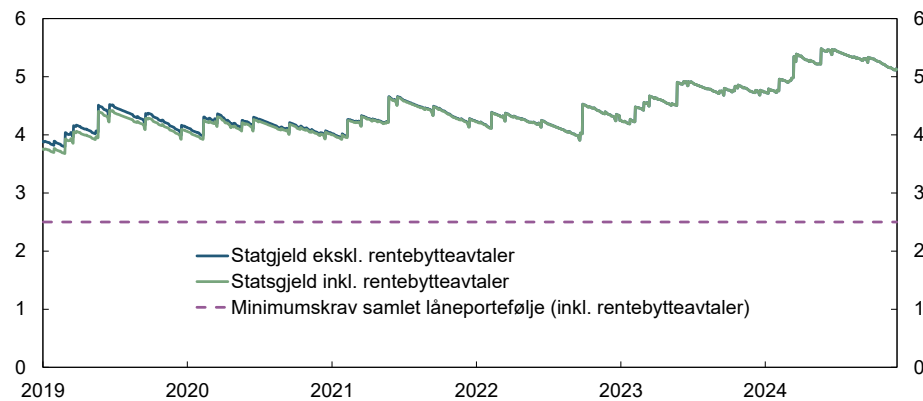
Forventet kostnad ved å låne langsiktig fremfor kortsiktig uttrykkes ved terminpremiene (se ramme på side 14). Hvis terminpremiene er positiv er det en forventet besparelse ved å redusere rentebindingstiden. Ulike risikopreferanser hos låntakere og långivere kan bidra til positive terminpremier, men terminpremiene vil variere over tid og kan ikke observeres.

Fordi våre analyser tilsa at terminpremiene var lave og til tider negative, har vi ikke inngått rentebytteavtaler siden november 2014. Etter hvert som alle rentebytteavtalene har forfalt, har rentebindingstiden medregnet rentebytteavtaler gradvis steget, og den er nå identisk med rentebindingstiden på statsgjelden.

Rentebindingstiden på statsgjelden var om lag 5,12 år ved utgangen av november 2024, se figur 3.2.

Figur 3.2 Rentebindingstid

År. 2.januar 2019 – 30.november 2024



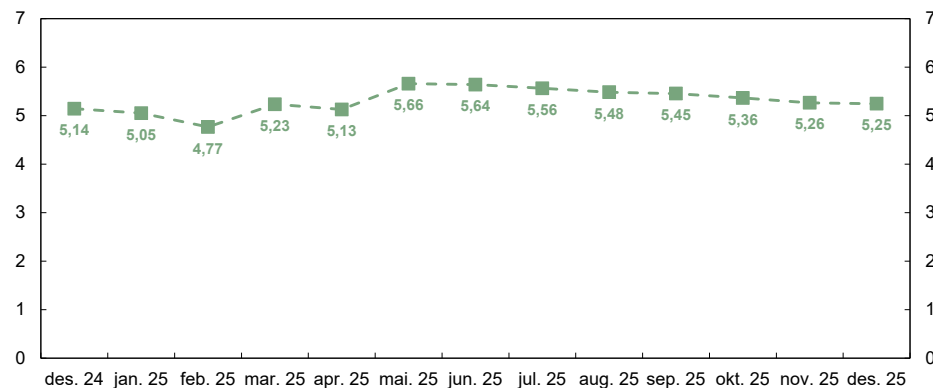
Kilde: Norges Bank

I figur 3.3 har vi fremskrevet rentebindingstiden for statsgjelden i 2025 med utgangspunkt i forutsetninger for fordeling av opplåningen på ulike løpetider.

Det faktiske forløpet vil avhenge av hvilke løpetider som blir emittert og volumet av tilbakekjøp. Rentebindingstiden vil stige når NGB 03/2025 forfaller. Med forutsetningene som her er lagt til grunn vil rentebindingstiden på statsgjelden, som består av både statsobligasjoner og statskasseveksler, stige fra 5,14 år til 5,25 år i løpet av 2025.

Figur 3.3 Anslag på utvikling i rentebindingstiden på statsgjeldsporteføljen

År. Desember 2024 – desember 2025



Kilde: Norges Bank

Våre analyser tilsier at terminpremiene de siste årene har steget og trolig er positive. Det er imidlertid usikkerhet i estimatene, som utdypet i rammen under. I vurderingen av bruk av rentebytteavtaler gjør vi en avveining mellom forventet avkastning og risiko som bruk vil medføre.

Slik vi nå vurderer de rådende markedsforholdene, legger vi ikke opp til å inngå rentebytteavtaler i 2025. Det kan gjøres nye vurderinger om forholdene skulle tilsi det.

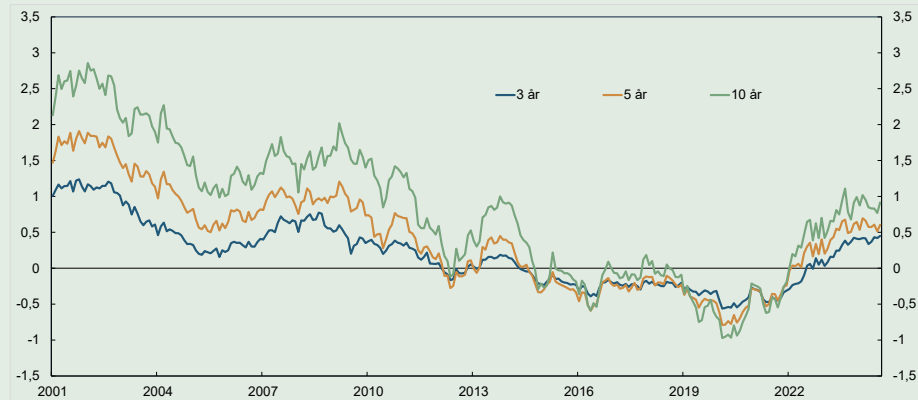
Usikkerhet i estimeringen av terminpremier

Terminpremien er den meravkastningen en investor kan forvente å få ved å investere i obligasjoner med lang løpetid, sammenlignet med gjentakende investering og reinvestering i obligasjoner med kort løpetid. Ved å investere i en obligasjon med lang løpetid vil investorens løpende avkastning i større grad kunne påvirkes av endringer i rentenivået, og terminpremien kan sees på som en kompensasjon for denne risikoen. For låntaker er terminpremien en merkostnad for å binde renten til et fast nivå over lang tid.

I utgangspunktet vil en positiv terminpremie tilsa at en gjeldsportefølje med kort rentebindingstid over tid har en lavere forventet kostnad enn en gjeldsportefølje med lang rentebindingstid.

Statsgjeld Memo 3/2023 «Estimering av terminpremien på norske statsobligasjoner»¹ beskriver metoden statsgjeldsforvaltningen bruker for å estimere nivået på terminpremien. Modellen indikerer at terminpremien for norske statsobligasjoner har økt de siste årene og at den nå er positiv, se figur B.1. Det samme gjelder tyske og amerikanske statsobligasjoner, se figur B.2.

Figur B.1: Terminpremiene i norske statsobligasjoner med ulike løpetider
Prosent. Mars 2001- oktober 2024

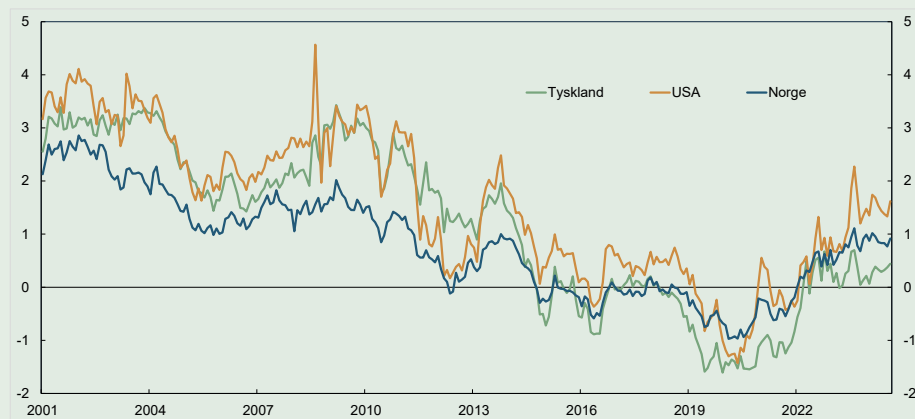


Kilde: Norges Bank

¹ Se Benum, A., Opheim, V.Ø. og Wasberg, E.S. (2023) *Estimering av terminpremien på norske statsobligasjoner*. Statsgjeld Memo 3/2023. Norges Bank.

Figur B.2: Terminpremiene i tiårige tyske, amerikanske og norske statsobligasjoner

Prosent. Mars 2001- oktober 2024



Kilde: Norges Bank

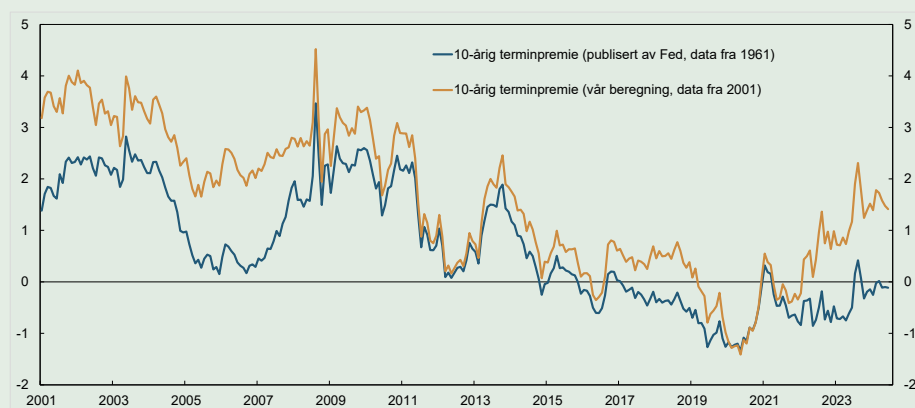
Det er imidlertid betydelig usikkerhet knyttet til anslaget, blant annet fordi resultatene påvirkes av valg av estimeringsperiode.

Figur B.3 illustrerer dette ved å vise en beregning av terminpremien for 10-årige amerikanske statsrenter der vi bruker samme modell², men forskjellige estimeringsperioder. Den amerikanske sentralbanken Federal Reserve (Fed) publiserer terminpremieestimer³ som er beregnet på data som starter i 1961, mens vi har beregnet terminpremien for amerikanske renter med 2001 som starttidspunkt.

De to estimerte terminpremiene beveger seg i samme retning, men i perioder er det betydelige forskjeller på nivået. Hva som er den mest korrekte estimeringsperioden, er ikke gitt og vil avhenge av flere forhold.

Figur B.3: Tiårig amerikansk terminpremie estimert med to ulike estimeringsperioder

Prosent. Mars 2001 – oktober 2024



Kilder: Federal Reserve og Norges Bank

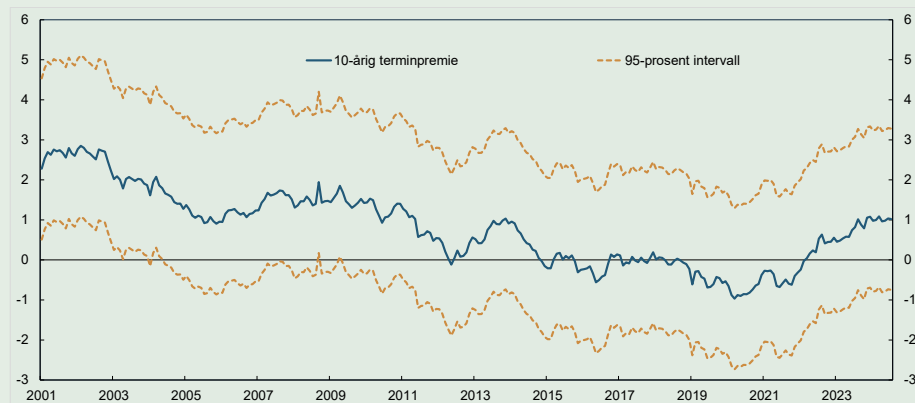
² Modellen som benyttes er «ACM-modellen», se Adrian, Crump og Moench (2013) *Pricing the Term Structure with Linear Regressions*. Journal of Financial Economics. 110, no.1. Dette er samme modell som benyttes i Benum, Opheim og Wasberg (2023).

³ Se Federal Reserve sine nettsider: https://www.newyorkfed.org/research/data_indicators/term-premia-tabs#/overview

Terminpremien er et mål på forventet forskjell mellom langsiktig og kortsiktig rente i samme periode. Den langsiktige renten er kjent, så hva denne forskjellen faktisk blir avhenger av realisert kortsiktig rente. Figur B.4 viser et modellert utfallsrom for den realiserede forskjellen sammen med anslaget på terminpremien. Modellen anslår at den realiserede forskjellen med 95 prosent sannsynlighet vil ligge i et intervall på om lag fire prosentpoeng rundt terminpremien. Figuren illustrerer usikkerheten i faktisk utfall, gitt at modellens estimat på terminpremien er riktig.

Figur B.4: Modellens anslag på terminpremie og utfallsrom for realisert forskjell mellom langsiktig og kortsiktig rente

Prosent. Mars 2001 – oktober 2024



Kilde: Norges Bank

4 Kalendere for 2025

Publisering av informasjon for kommende kvartal

- 1. kvartal: Fredag 13. desember 2024 kl. 08:30
- 2. kvartal: Fredag 28. mars 2025 kl. 08:30
- 3. kvartal: Fredag 27. juni 2025 kl. 08:30
- 4. kvartal: Mandag 29. september 2025 kl. 08:30

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 volum til markedet (mrd. kr.) |
|-----------------------------------|-------------|--------------|--|
| Mandag 13. januar | NTB 03/2025 | 19.03.2025 | 2 |
| Mandag 27. januar | NTB 06/2025 | 18.06.2025 | 2 |
| Mandag 24. februar | NTB 09/2025 | 17.09.2025 | 2 |
| Mandag 17. mars ¹ | NTB 03/2026 | 18.03.2026 | 6 |
| Mandag 7. april | NTB 06/2025 | 18.06.2025 | 2 |
| Mandag 28. april | NTB 12/2025 | 17.12.2025 | 2 |
| Mandag 12. mai | NTB 09/2025 | 17.09.2025 | 2 |
| Mandag 26. mai | NTB 12/2025 | 17.12.2025 | 2 |
| Mandag 16. juni ¹ | NTB 06/2026 | 17.06.2026 | 6 |
| Mandag 30. juni | NTB 09/2025 | 17.09.2025 | 2 |
| Mandag 18. august | NTB 03/2026 | 18.03.2026 | 2 |
| Mandag 1. september | NTB 03/2026 | 18.03.2026 | 2 |
| Mandag 15. september ¹ | NTB 09/2026 | 16.09.2026 | 6 |
| Mandag 6. oktober | NTB 12/2025 | 17.12.2025 | 2 |
| Mandag 20. oktober | NTB 03/2026 | 18.03.2026 | 2 |
| Mandag 3. november | NTB 06/2026 | 17.06.2026 | 2 |
| Mandag 17. november | NTB 03/2026 | 18.03.2026 | 2 |
| Mandag 15. desember ¹ | NTB 12/2026 | 16.12.2026 | 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

| Statsobligasjoner | Tilbakekjøp NGB 03/2025 | Tilbakekjøp NGB 02/2026 |
|----------------------|-------------------------|-------------------------|
| Onsdag 8. januar | Onsdag 8. januar | |
| Onsdag 15. januar | | |
| Onsdag 29. januar | Onsdag 29. januar | |
| Onsdag 26. februar | | |
| Onsdag 5. mars | | |
| Onsdag 19. mars | | |
| Onsdag 9. april | | |
| Onsdag 30. april | | |
| Onsdag 14. mai | | |
| Onsdag 21. mai | | |
| Onsdag 28. mai | | |
| Onsdag 11. juni | | |
| Onsdag 25. juni | | Onsdag 25. juni |
| Onsdag 2. juli | | |
| Onsdag 6. august | | |
| Onsdag 20. august | | |
| Onsdag 3. september | | |
| Onsdag 10. september | | |
| Onsdag 24. september | | Onsdag 24. september |
| Onsdag 8. oktober | | |
| Onsdag 15. oktober | | |
| Onsdag 29. oktober | | |
| Onsdag 12. november | | |
| Onsdag 26. november | | Onsdag 26. november |
| Onsdag 3. desember | | |

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

De annonserte auksjonene og syndikeringene 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 2025

| | Beskrivelse | Grense | Mandat |
|-----------------|---|-----------------|-----------|
| Langsiktige lån | Maksimalt opptak av nye langsiktige lån (statsobligasjoner) ¹ | 150 mrd. kroner | § 3-1 |
| Kortsiktige lån | Maksimalt utestående i kortsiktige markedslån (statskasseveksler) | 75 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 2024

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