



DET KONGELEGE
FINANSDEPARTEMENT

Prop. 33 S

(2011–2012)

Proposisjon til Stortinget (forslag til stortingsvedtak)

Fullmakt til å ta opp statslån o.a.

*Tilråding frå Finansdepartementet 18. november 2011,
godkjend i statsråd same dagen.
(Regjeringa Stoltenberg II)*

1 Innleiing og samandrag

1.1 Generelt

Finansdepartementet legg med dette fram ein proposisjon med framlegg til ny fullmakt for statleg opplåning i 2012. Proposisjonen er utarbeidd på grunnlag av føresetnadene i Statsbudsjettet 2012.

1.2 Særskilt om statslån

Statens alminnelege lånebehov følgjer av forslaget til statsbudsjett for 2012. Regjeringa legg i dag fram forslag om å etablere ei statleg ordning for eksportfinansiering, jf. Prop. 34 S (2011-2012) *Eksportfinansiering*. Dette forslaget vil føre til at statens lånebehov aukar med 30 mrd. kroner i høve til framlegget i statsbudsjettet for 2012. Ein har lagt dette til grunn i denne proposisjonen.

Det blir lagt opp til at finansieringsbehovet i 2012 i hovudsak blir dekt ved opptak av nye langsiktige lån innanlands. Av omsyn til marknaden for statspapir legg ein normalt opp til å glatte ut den langsiktige opplåninga over fleire år. Ein ber derfor om fullmakt til å ta opp langsiktige innanlandske lån som kan avvike frå finansieringsbehovet i det enkelte året. For 2012 fremjar ein forslag om fullmakt på 70 mrd. kroner for opptak av nye langsiktige lån.

Den kortsiktige opplåninga skal sikre at staten har tilstrekkeleg likviditetsreserve slik at ein kan

dekkje daglege betalningar. Uteståande i statskassevekslar varierer normalt gjennom året. Som følge av byteordninga har uteståande i statskassevekslar auka kraftig, jf. kap. 1.3. Ein ber difor om romslege fullmakter for uteståande kortsiktige lån i 2012 og fremjar forslag om ei ramme på 250 mrd. kroner.

For andre kortsiktige lån ber ein om ei fullmakt der det ikkje blir sett ei særskild beløpsgrense. Ein ber i tillegg om at den generelle fullmakta til å inngå rentebyteavtalar og tilsvarande derivatavtalar blir vidareført. For nærare omtale viser ein til kapittel 2.3. Forslaga er samanfatta i tabell 2.2.

1.3 Byte av statspapir mot obligasjonar med fortrinnsrett (OMF)

Stortinget gav hausten 2008 Finansdepartementet fullmakt til å sette i verk ordninga med byte av statspapir mot obligasjonar med fortrinnsrett, jf. St.prp. nr. 5 (2008-2009). Føremålet med ordninga var å betre likviditeten og tilgangen på finansiering for bankane, slik at bankane kunne oppretthalde normal utlånsverksemd til hushaldningar og føretak. Bankar som har høve til å ta opp F-lån i Noregs Bank, og kredittføretak med løyve til å utstede OMF og som er eigde av slike bankar, fekk høve til å inngå byteavtalar med staten.

Ordninga inneber at staten låner ut statskassevekslar til deltakarane i byteordninga i ein periode på inntil fem år. Som trygd for utlånet mottek sta-

ten obligasjonar med fortrinnsrett. Størsteparten av OMF har vore bustadlånobligasjonar. Verdien av trygda har til ei kvar tid vore høgare enn verdien av dei utlånte statspapira. Verdien av OMF blir fastsett etter dei same prinsippa som ein nyttar for papir som er pantsette til fordel for Noregs Bank, og blir avkorta i hovudsak etter dei same reglane som gjeld for bankar sine lån i Noregs Bank. Tilleggstrygda er blant anna avhengig av kva kredittvurdering ein OMF har. Dersom kredittvurderinga blir endra i løpet av avtaleperioden, kan avkortingsmassen endrast.

Deltakarane kan enten behalde statskassevekselen og motta utbetaling frå staten når vekselen forfell, eller selje den i marknaden. Statskassevekslane har ei løpetid på seks månader. Når vekselen forfell i løpet av avtaleperioden, må deltakarane kjøpe nye vekslar av staten til ein pris som er bestemt av marknadskursen for statskassevekslane. Ved utløpet av byteavtalen er deltakarane forplikta til å kjøpe OMF tilbake frå staten til same pris som staten kjøpte dei til.

Bankane må dei næraste åra refinansiere store forfall av OMF som er nytta i byteordninga. Store og samtidige forfall av lån gjer bankane sårbare for utviklinga i marknaden rundt forfallstidspunktet.

For å kunne gje høve til ei meir gradvis avvikling av byteordninga, tilbyr Finansdepartementet deltakarane i byteordninga førtidig innfriing av avtalane mot eit særskilt vederlag. Det første tilbodet blei sett fram i samband med rulleringa i mars 2011, deretter i juni og september 2011. I desse transaksjonane blei det særskilte vederlaget fast-

sett som noverdien av statens forventna netto kontantstraum for den gjenstående delen av avtalen (tilsvarande 0,4 prosent per år av pålydande beløp). Bankane og kredittføretaka må kjøpe tilbake OMF til same pris som staten betalte. I dei tre transaksjonane som er gjennomførde hittil i 2011 er det samla blitt innløyst obligasjonar for 37,6 mrd. kroner. Attverande volum i byteordninga per oktober 2011 er om lag 170 mrd. kroner.

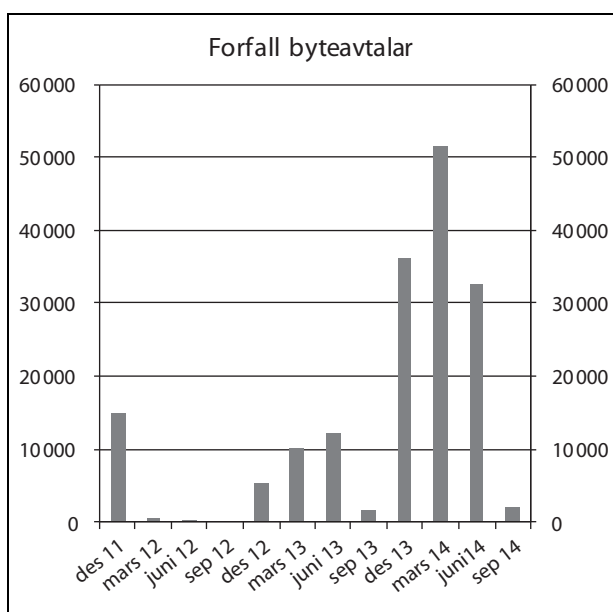
Det høge utestående volumet av statskassevekslar har auka faren for at det ikkje er dekning for bruttobeløpet på statens foliokonto i Noregs Bank når oppgjeret vert gjennomført, jf. omtale i Prop. 1 S Tillegg 4 (2010-2011). Ei løysing på dette er at Noregs Bank forskotterer det naudsynte beløpet ved å la staten overtrekke foliokontoen sin i Noregs Bank i den tida det tar å gjennomføre oppgjeret. For å klargjere at ei slik ordning ikkje er i strid med forbodet etter § 18 i sentralbanklova mot at Noregs Bank yter kreditt direkte til staten har Stortinget vedtatt ei endring av § 18 i sentralbanklova som opnar for at Noregs Bank kan yte slik kreditt, jf. Prop. 6 L (2010-2011) og Innst. 120 L (2010-2011).

2 Statens lånebehov og behovet for lånefullmakter

2.1 Statens lånebehov

I tråd med vanleg praksis blir det oljekorrigerte underskotet på statsbudsjettet foreslått dekt ved ei overføring frå Statens pensjonsfond utland. Avdrag på statsgjelda, netto utlån og kapitalinnskott til statsbankane o.a. vert dekte ved nye låneopptak og/eller ved trekk på statens kontantbeholdning. Dette inneber at staten låner samstundes som den sparer i Statens pensjonsfond utland. Dette gjer ein for å fremje ei stabil utvikling i norsk økonomi. Ei gradvis innfasing av statens oljeinntekter i økonomien i tråd med handlingsregelen for budsjettpolitikken legg til rette for stabile forventningar i valutamarknaden. Å nytte kapitalen som er plassert i utlandet til å dekkje det innanlandske finansieringsbehovet, vil svekke denne stabiliteten. Ei slik finansiering av staten kan føre til at krona styrkjer seg og til at konkurransevna til industrien svekkar seg.

Staten har ut frå forslaget i Prop. 1 S (2011-2012) eit brutto finansieringsoverskot på 57,9 mrd. kroner mrd. kroner i 2012, jf. tabell 2.1. I denne berekninga er det lagt til grunn at fondet for forskning og nyskaping ikkje blir vidareført i 2012. Kapitalen i fondet på 80 mrd. kroner blir



Figur 1.1 Forfall byteavtalar. mill. kroner

Kjelde: Noregs Bank og Finansdepartementet

Tabell 2.1 Statens finansieringsbehov i 2011 og 2012¹. Mrd. Kroner

	2011	2012
A Oljekorrigert overskot på statsbudsjettet	-106,1	-120,2
B Overført frå Statens pensjonsfond utland	106,1	120,2
C Overskot før lånetransaksjonar (A+B)	0,0	0,0
D Utlån til statsbankane, aksjeteikning o.l., netto	17,4	-27,9
E Statens netto finansieringsbehov (D-C)	17,4	-27,9
F Gjeldsavdrag ²	46,2	0,0
G Statens brutto finansieringsbehov (E+F)	63,5	-27,9

¹ Prop. 1 S (2011-2012) og Prop. 34 S (2011-2012).

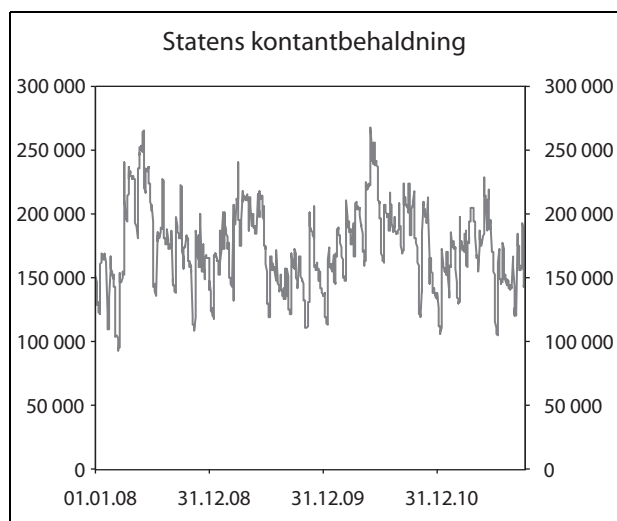
² Dette gjeld avdrag på langsiktige statslån.

Kjelde: Finansdepartementet.

difor teknisk førd som tilbakebetaling til statskassa. Fondet er eit kontolån til staten i Noregs Bank, og tilbakebetalinga vil ikkje frigjere midlar til andre føremål. Korrigert for tilbakeføringa av fondskapitalen og medrekna følgjene av forslaget om etablering av stateleg ordning for eksportfinansiering, utgjer finansieringsbehovet 52,1 mrd. kroner; som må dekkjast ved låneopptak i marknaden.

2.2 Statens kontantbeholdning

Staten må ha ein viss likviditetsreserve slik at ein alltid kan dekkje daglege betalningar. Den kortsiktige opplåninga i marknaden er tilpassa slik at staten til ei kvar tid skal ha tilstrekkelige midlar til å møte betalingskyldnadene sine. Det har dei siste



Figur 2.1 Statens kontantbeholdning 2007-2011. mill. kroner

Kjelde: Finansdepartementet

åra vore store svingingar i statens inn- og utbetalingar, og det er difor ønskjeleg med noko større kontantbeholdning enn ein tidlegare har lagt til grunn. Ein tar no sikte på at kontantbeholdninga ikkje skal falle under 50 mrd. kroner. Så langt i år har kontantbeholdninga halde seg mellom 105 og 229 mrd. kroner, jf figur 2.1. Som i tidlegare år ventar ein også i 2011 at kontantbeholdninga vil vere minst i november, og då liggje på på rundt 50 mrd. kroner.

2.3 Behovet for lånefullmakter

Når ein vurderer statens lånebehov i marknaden, tek ein normalt utgangspunkt i statens finansieringsbehov, jf. tabell 2.1. Vidare tek ein omsyn til verknaden av statens transaksjonar på likviditeten i pengemarknaden. Pengemarknaden blir tilført likviditet når staten betaler avdrag på gjelda eller aukar netto utlån til statsbankane. Ved opptak av statslån inndrar ein likviditet frå marknaden. Utgangspunktet er at desse transaksjonane til staten skal verke nøytralt på likviditeten i pengemarknaden.

Samla overskot på statsbudsjettet og Statens pensjonsfond utland vil isolert sett redusere likviditeten i pengemarknaden. Likviditeten vert i sin tur tilført marknaden gjennom kjøp av valuta (og sal av kroner) for Statens pensjonsfond utland. Til saman er verknaden på likviditeten i marknaden såleis lik null.

Nokre postar på statsbudsjettet påverkar ikkje likviditeten i pengemarknaden direkte, sjølv om dei påverkar balansen på statsbudsjettet og storleiken på statens kontantbeholdning. Dette gjeld mellom anna renter og overføringar frå Noregs Bank. I eit likviditetsnøytralt låneopplegg må ein

Tabell 2.2 Fullmakt til opptak av statslån i 2012. mill. kroner

	Fullmakt for 2011	Utnytta pr. 30.09.11	Forslag til ny fullmakt for 2012
Nye langsiktige lån	50 000	14 000	70 000
Kortsiktige marknadslån	300 000	222 680	250 000
Andre kortsiktige lån	uavgrensa	182 322	uavgrensa

korrigere for slike postar. Ein må også korrigere for enkelte lånetransaksjonar som inngår i finansieringsbehovet, men som ikkje har likviditetseffekt, mellom anna tilbakeføringa av kapitalen i fondet for forskning og nyskaping. For 2011 er det samla sett berekna at desse postane vil auke behovet for likviditetsinndraging med om lag 80 mrd. kroner netto.

Tabell 2.2 gjev ei samla oversikt over gjeldande lånefullmakter for 2011, saman med forslag til nye fullmakter for 2012. I tillegg ber departementet om at fullmakta til å inngå rentebyteavtalar og tilsvarande derivatavtalar vert vidareford.

2.3.1 Fullmakt til å ta opp langsiktige lån i 2012

Statens lånebehov blir dekt ved opptak av nye langsiktige lån innanlands. Ein legg normalt opp til å jamne ut opptaka av langsiktige lån slik at store svingingar i finansieringsbehovet frå eitt år til eit anna ikkje fullt ut påverkar opplåningstakta. For 2012 er det aktuelt å ta opp meir langsiktige lån enn det som direkte følgjer av finansieringsbehovet.

Forslaget om å etablere ei statleg ordning for eksportfinansiering, jf. Prop. 34 S (2011-2012) *Eksportfinansiering*, inneber at staten skal gje tilsagn om CIR-kvalifiserte lån frå statskassen i 2011 og 2012. Dette vil auke statens lånebehov i 2012. Kor mykje som vil bli nytta fram til utgangen av 2012 er usikkert, men i utarbeidinga av fullmakta har ein lagt til grunn at eksportfinansieringsordninga vil bli nytta fullt ut.

På denne bakgrunn ber ein om at fullmakta for 2012 til å ta opp nye langsiktige lån innanlands blir sett til 70 mrd. kroner.

2.3.2 Fullmakt til å ta opp kortsiktige marknadslån i 2012

Fullmakta under kortsiktige marknadslån er utforma som ei ramme for maksimalt utestående beløp. Som følgje av ordninga med byte av stats-

papir mot OMF har det vore ei kraftig auke i utestående statskassevekslar. Ved inngangen av 2012 vil utestående volum i byteordninga vere om lag 153 mrd. kroner. Statskassevekslane som blir nytta i byteordninga, er omfatta av fullmakta for korte marknadslån. Ein ber derfor om at fullmakta til å ha utestående kortsiktige marknadslån blir sett til 250 mrd. kroner i 2012.

2.3.3 Fullmakt til å ta opp andre kortsiktige lån i 2012

Fullmakta for andre kortsiktige lån omfattar alminnelege kontolån frå statsinstitusjonar og statlege fond, og eventuelle kontolån frå institusjonar som ved særskilte høve kan bli pålagde å plassere overskotslikviditet som kontolån til staten. Fullmakta omfattar og eventuelle plasseringar gjevne som trygd frå motpartar i rentebyteavtalar. Størstedelen av andre kortsiktige lån er innskot frå operatørbanken for skattebetalingsordninga.

Låna under denne fullmakta er skyldnader av ein slik karakter at ein ikkje bør fastsetje ei særskilt beløpsgrense. Ein foreslår at Finansdepartementet for 2012 får fullmakt til å ta imot slike plasseringar som kontolån utan at det vert sett ei særskild beløpsgrense. Ein unngår då at staten må avvise innskot under tilvising til at fullmakta ikkje er stor nok.

3 Sentrale utviklingstrekk i marknaden

Dei finansielle marknadenene er framleis prega av uro. Risikopåslaga for mange europeiske statar, bankar og føretak har auka mykje det siste året. Målt ved ulike indeksar er dei gjennomsnittlege risikopåslaga for statar og bankar i eurosona no høgare enn i 2009. Påslaga for norske låntakarar har også auka monaleg sidan sommaren i 2011, samstundes som etterspurnaden etter norske statspapir har auka. Dei norske statsrentene er

særs låge, og ligg stort sett under sentralbankrenta. Dette kan tyde på at kjøparane av norske statspapir ofte ser på dei som ei trygg hamn, og er difor mindre opptekne av renta enn dei vanlegvis er. Det er og mogleg at kjøparane nyttar papira til valutaspekulasjon, og ventar høg avkastning fordi dei trur norske kroner skal auke i verdi mot andre valutaer. Styringsrentene i Storbritannia og USA har vore uendra sidan våren 2009 og vinteren 2008, høvesvis, mens styringsrentene i eurosona er endra tre gonger det siste året. Etter å ha blitt heva to gonger, blei styringsrenta i euroområdet redusert i byrjinga av november 2011. I Noreg har Noregs Bank sett opp renta ein gong, og då til 2,25 pst.

4 Statens gjeldsforvaltning

4.1 Målsetjing for statens gjeldsforvaltning

Målsetjinga for statens gjeldsforvaltning er først og fremst å dekkje staten sitt lånebehov til så låge kostnader som mogleg. Samstundes tek ein omsyn til den risikoen staten tek på seg i samband med låneopptaka. I utforminga av låneprogrammet legg ein også noko vekt på å bidra til at Noreg har ein velfungerande finansmarknad. Statspapira tener til vanleg rolla som referanselån i marknaden og kan mellom anna nyttast ved prising av andre finansielle instrument, til dømes finansielle derivat og private obligasjonar. Statens tilbod av statspapir medverkar på denne måten til å gjere kapitalmarknaden i Noreg meir effektiv.

4.2 Hovudtrekk ved opplåningsstrategien

Finansdepartementet har ansvaret for forvaltninga av statens gjeld og kontantbeholdning. Det er inngått avtalar med Noregs Bank om forvaltning av statens gjeld og likviditet, og om konsernkontoordninga. I samsvar med desse avtalane skal Noregs Bank mellom anna gje råd om opplåninga til staten, ta seg av den operative forvaltninga av innanlandske låneopptak og pleie andrehandsmarknaden for statspapir.

Statens alminnelege lånebehov er relativt lite, og det blir difor lagt vekt på å konsentrere opplåninga om eit fåtal lån som blir spreidde over fleire løpetidssegment opp til rundt 10 år. Med denne strategien prøver staten å medverke til ein likvid og velfungerande andrehandsmarknad. God likviditet reduserer risikoen til investorane og dermed også avkastningskravet deira. Ei viss spreing av

opplåninga på fleire løpetider gjev truleg gunstige lånevilkår for staten samla sett, samstundes som det gjev ei samanhengande kredittrisikofri rentekurve som kan tene som eit utgangspunkt for prising av lån med ulik rentebinding.

Ein slik opplåningsstrategi treng likevel ikkje alltid gje dei lågaste lånekostnadane i kvar enkelt auksjon. I visse periodar, der ein til dømes har vedvarande høg etterspørsel etter eitt av låna eller eitt bestemt løpetidssegment, kan det vere formålstenelig å avvike noko frå strategien.

Saman med Noregs Bank vurderer Finansdepartementet regelmessig instrumentbruken i forvaltninga av statsgjelda. Dersom ein skal vurdere ei endring i fordelinga mellom ulike instrument eller introduksjon av nye instrument, må ein ta omsyn til lånekostnader, risiko, gjennomføringa av den likviditetspolitiske styringa og omsynet til behovet for referanselån i den norske marknaden.

Som ledd i forvaltninga av eksisterande lån kan det frå tid til anna vere aktuelt å kjøpe tilbake obligasjonar. Det kan til dømes vere eit obligasjonslån som har så kort gjenståande løpetid at det ikkje lenger tener som referanselån i marknaden, eller det kan vere eit obligasjonslån som marknaden er lite interessert i. Eventuelle tilbakekjøp blir rekna som ekstraordinære avdrag som vert nedskrivne mot det aktuelle lånet.

Departementet legg vekt på å gje aktørane i marknaden god informasjon om staten sitt låneprogram. Kalender for auksjonar i statsobligasjonar og statskassevekslar blir normalt publisert for eitt år om gongen i desember året før. Kalenderen er ikkje bindande, dvs. at auksjonar kan avlysast eller supplerast. Informasjon om utviklinga i statsgjelda blir publisert kvartalsvis på Finansdepartementet si internettside.

4.3 Rentebyteavtalar

Finansdepartementet nyttar rentebyteavtalar i gjeldsforvaltninga for å redusere rentebindinga på gjelda i høve til det som følgjer direkte av den strategien der ein spreier opplåninga over rentekurva frå 0 til 10 år. Bruk av rentebyteavtalar gjev staten fleksibilitet til å endre gjennomsnittleg rentebinding på gjeldsporteføljen utan at opplåningsstrategien blir endra.

Historiske tal viser at marknadsrentene normalt stig med løpetida. Over tid vil difor staten truleg kunne oppnå lågare rentekostnader ved å redusere rentebindinga på statsgjelda. For å redusere rentebindinga nyttar staten rentebyteavtalar der staten mottok ei fast langsiktig rente og betalar ei kortsiktig rente.

Noregs Bank utfører dei operative funksjonane i samband med inngåing av rentebyteavtalar, medan dei kommersielle avgjerdene vert tekne av Finansdepartementet. Staten avstår frå å inngå avtalar i perioden frå og med sju verkedagar før eit rentemøte i Noregs Bank til og med den dagen rentavgjerda blir kunngjord. Departementet legg vekt på at avtalane vert så økonomisk gunstige som mogleg for staten, og at ein ikkje i monaleg grad påverkar marknadsprisane eller på annan måte påverkar marknaden på ein uheldig måte.

Departementet har til no inngått rammeavtalar med 18 motpartar. Desse avtalane regulerer rammene for rentebyteavtalane. Departementet inngår berre rentebyteavtalar med motpartar som har tilfredsstillande kredittvurdering hos dei største kredittvurderingsselskapa på avtaletidspunktet. Ein vil ikkje inngå avtalar med motpartar som har lågare kredittrating enn BBB hos Standard & Poor's og/eller Baa2 hos Moody's. For å minske statens potensielle kredittrisiko knytt til slike avtalar, krev staten trygd i form av eit kontantinnskot dersom tilgodehavande kjem over ein viss terskelverdi. Terskelverdien varierer med den kredittvurderinga motparten har hos dei største kredittvurderingsselskapa. På denne måten vert kredittrisikoen halden på eit relativt lågt nivå. Dersom kredittvurderinga til ein motpart vert lågare enn BBB hos Standard & Poor's og/eller Baa2 hos Moody's, har staten rett til å avslutte avtalen.

Ved utgangen av 3. kvartal var det samla inngått avtalar for nær 138 mrd. kroner med 13 ulike motpartar. På Finansdepartementets internettside finn ein ei oversikt over inngåtte rentebyteavtalar.

4.4 Styring av risiko

Når ein vurderer lånekostnadene, må ein og ta omsyn til ulike typer risiko i samband med staten si opplåning. Nedanfor gjer ein kort greie for dei ulike typene risiko som staten er eksponert for, og korleis dei vert følgde opp i forvaltninga. Generelt vurderer departementet risikonivået i statsgjeldforvaltninga som lågt.

4.4.1 Byteordninga

Ordninga med byte av statspapir mot OMF inneber at staten i avtaleperioden vert sitjande med OMF samstundes som ein har gjeve frå seg sikre statspapir. Det er lite truleg at staten vil li tap sjølv om ein bank som er motpart i avtalen skulle misleghalde sine skyldnader. Dersom kredittføretaket som har utferda obligasjonar med fortrinns-

rett og mislegheld skyldnadene, har staten trygd i dei underliggjande verdiane.

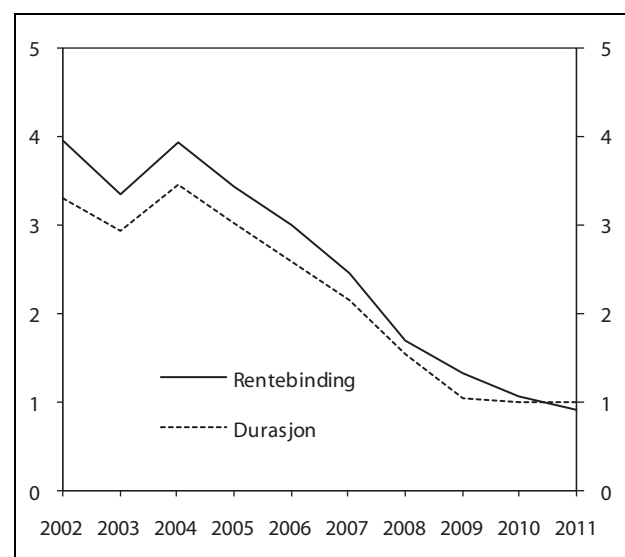
Byteavtalane er utforma slik at staten sit med trygd som i utgangspunktet overstig verdien på dei statspapira som er levert i byte. Verdien av OMF blir fastsett etter dei same prinsippa som ein nyttar for papir som er pantsatte til fordel for Noregs Bank, og vert avkorta i hovudsak etter dei same reglane som gjeld for bankar sine lån i Noregs Bank. Tilleggstrygda er blant anna avhengig av kva kredittvurdering ein OMF har. Dersom kredittvurderinga blir endra i løpet av avtaleperioden, kan det ved rullering gjerast ei endring i avkortingsmassen.

Verdien av OMF (justert for avkortinga) som staten mottok ved avtaleinngåinga, skal ha same marknadsverdi som dei statskassevekslane som deltakarane mottok.

4.4.2 Renterisiko

Renterisiko er risikoen for tap eller vinst som følgje av at marknadsrentene endrar seg, og risikoen er såleis avhengig av kor lang periode renta på eit renteberande papir eller ein portefølje er bunden for. Di lengre gjennomsnittleg rentebinding ein gjeldsportefølje har, di meir sikker blir storleiken på dei nominelle rentebetalningane framover. Lang rentebinding fører derimot til auka risiko for at renta på gjeldsporteføljen blir høgare enn renta i marknaden dersom marknadsrenta fell.

Som eit kvantitativt mål på rentebinding er det i marknaden vanleg å rekne ut noko som blir omtalt



Figur 4.1 Utviklinga i renteeksponeringa på marknadsgjelda¹, år

¹ Inkludert rentebyteavtalar frå 2005.

Kjelde: Finansdepartementet.

som durasjon. Ved utrekning av durasjon tek ein omsyn til noverdien av betalningar av renter og avdrag fram til forfall. Durasjon gjev såleis informasjon om korleis marknadsværdien av gjelda blir påverka ved endringar i marknadsrentene. For staten som budsjetterer og fører rekneskap etter kontantprinsippet, og normalt ikkje legg vekt på endringar i marknadsværdiar, er det formålsteleg å bruke rentebinding som mål på renteesponeringa.

Generelt vil renterisiko vere eit problem for staten dersom varierende netto renteutgifter gjer at handlingsrommet i statsbudsjettet blir påverka. Statsgjeldsforvaltarar i dei fleste land innrettar difor lånepolitikken slik at ein søker å avgrense dei årlege variasjonane i nettoutgiftene på statens gjeld og fordringar. I Noreg er handlingsrommet skjerma mot kortsiktige variasjonar i rentenivået, ved at det strukturelle underskotet på statsbudsjettet også er korrigert for variasjonar i renteinntektene og renteutgiftene. Det blir korrigert for skilnaden mellom dei faktiske rentestraumane og det berekna normalnivået.

4.4.3 Andre typar risiko

I statens alminnelege gjeldsforvaltning er *kredittrisiko* berre knytt til rentebyteavtalar, jf. avsnitt 4.3.

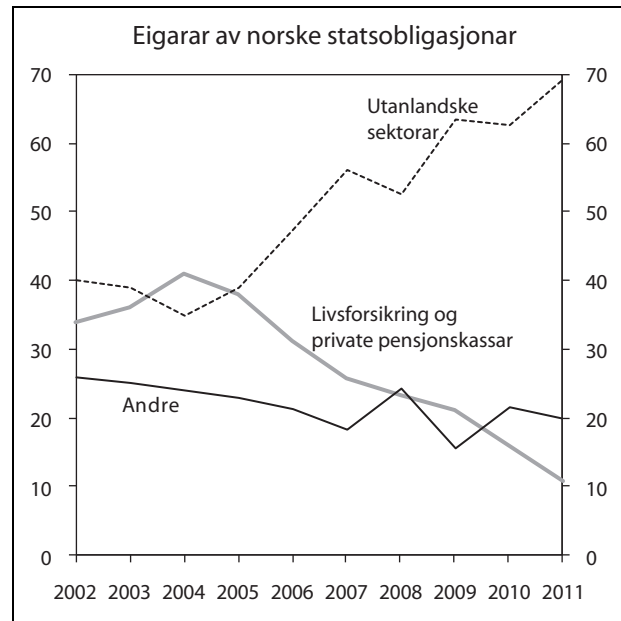
Operasjonell risiko er risikoen for feil i samband med den praktiske gjennomføringa av ei betaling, ein transaksjon eller ein handel, eller i samband med andre konkrete operasjonar i forvaltninga av statsgjelda. Denne risikoen søker ein å avgrense mellom anna gjennom gode rutinar og klar ansvarsfordeling.

Refinansieringsrisiko er risikoen for at ein ikkje lenger får ta opp nye lån når dei gamle forfell, eller at ein då må ta opp nye lån til vesentleg dårlegare vilkår. For den norske staten sin del reknar ein denne risikoen som svært liten.

4.5 Pleie av statspapirmarknaden

Finansdepartementet legg vekt på å sikre tilstrekkeleg likviditet i den norske marknaden for statskassevekslar og statsobligasjonar. Ein marknad har god likviditet når ein kan kjøpe og selje for eit monaleg beløp i eit verdipapir på kort varsel utan at det har særleg effekt på marknadsprisen. Ekstreme situasjonar, slike som ein har hatt dei siste åra, viser verdien av å ha ein godt fungerande marknad.

Staten har eit avgrensa lånebehov i høve til dei fleste andre statane, og uteståande volum av inn- og utlandske statspapir har vore relativt lite. Dette

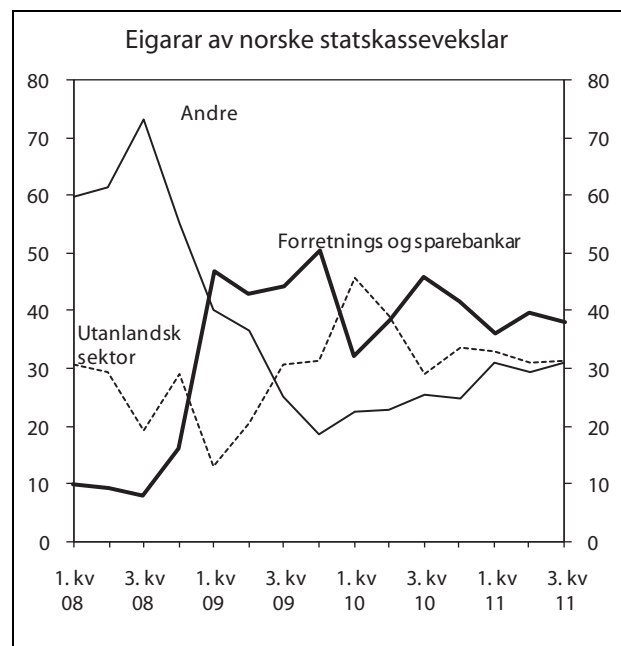


Figur 4.2 Eigiarar av norske statsobligasjonar. Prosent.

Kjelde: Verdipapirsentralen

har påverka både omsetninga og likviditeten i marknaden.

For å fremje likviditeten i statspapirmarknaden har Noregs Bank på vegne av Finansdepartementet inngått avtalar med meklarar (såkalla primærhandlaravtalar). Desse avtalane sikrar at det til ei kvar tid blir stilt kjøps- og salskursar på Oslo Børs sitt elektroniske system for andrehandshandel for



Figur 4.3 Eigiarar av norske statskassevekslar. Prosent.

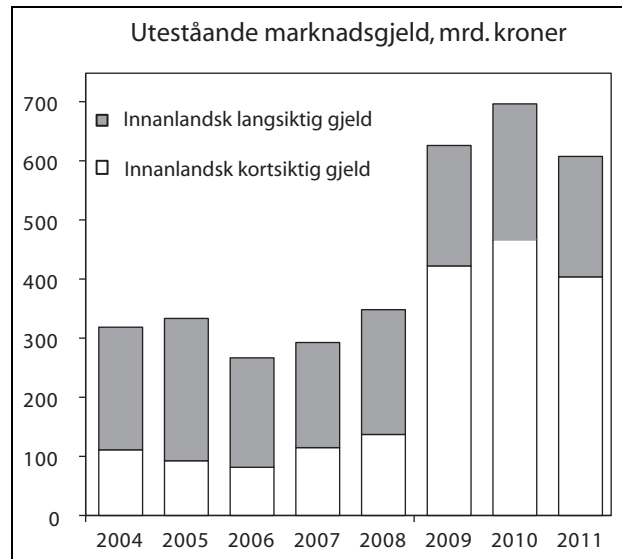
Kjelde: Verdipapirsentralen

eit visst minstevolum i kvart av låna. Primærhandlaravtalane set maksimumsgrenser for skilnaden mellom kjøps- og salskursane. I tillegg til å stille prisar på Oslo Børs stiller primærhandlarane på spørsmål prisar overfor kvarandre og investorar, oftast for større volum og med mindre skilnad mellom kjøps- og salskursar. Den største delen av omsetninga i andrehandsmarknaden skjer på denne måten. All omsetning der eit medlem av Oslo Børs er part, blir rapportert i børsens handelssystem seinast ved slutten av dagen. Uroa i finansmarknadene har også påverka den norske marknaden, og primærmeklarane hadde i periodar vanskar med å stille tovegsprisar. For å avhjelpe situasjonen har Noregs Bank i samråd med Finansdepartementet og primærhandlarane akseptert at skilnadene mellom kjøps- og salskursar i ein periode er større enn normalt, samtidig som ein kan stille prisar for mindre volum enn normalt.

Primærhandlaravtalane gjev òg primærhandlarane tilgang til å låne statspapir frå staten i ein kort periode ved bruk av gjenkjøpsavtalar (såkalla repo-tilgang). Lånetilgangen er med på å redusere risikoen primærhandlarane tek på seg. Utnyttinga av reporammane gjev ein god indikasjon på handelsaktivitet og etterspørsel i dei ulike låna.

Eigarsamansetjinga har òg innverknad på kor god likviditeten er i andrehandsmarknaden. Eigarsamansetjinga av norske statspapir har endra seg dei siste åra, jf. figur 4.2. Den utanlandske eigardelen av norske statsobligasjonar auka frå 40 pst. ved utgangen av 2002 til 69 pst. i 3. kvartal 2011. Fleire av dei utanlandske investorane har eit stort og vedvarande plasseringsbehov, og er difor lite villige til å selje papir i marknaden. Dersom ein investor eig ein monaleg del av uteståande volum i eitt eller fleire lån, kan dette få negative konsekvensar for likviditeten i marknaden.

Byteordninga har medført ein kraftig auke i volumet av uteståande statskassevekslar, jf. omtalen i avsnitt 4.4.1. I tillegg har det vore ei markert endring i eigarsamansetjinga av vekslane, jf. figur



Figur 5.1 Utestående marknadsgjeld¹, mrd. kroner

¹ Ved utgangen av 3. kvartal for 2011

4.3. Forretnings- og sparebankane har auka si beholdning av vekslar frå om lag 8 pst. av uteståande ved utgangen av 3. kvartal 2008 til 38 pst. av uteståande ved utgangen av same kvartal i 2011. Eigardelen varierer frå kvartal til kvartal og er særleg stor i perioden rett etter ei rullering. Det har også vore ein auke i utlendingars beholdning av statskassevekslar. Dette kan indikere at bankane har behalde mykje av vekslane dei har fått tildelt i byteauksjonane, og/eller selt papira vidare til andre bankar og i noko grad i internasjonale marknader.

5 Utviklinga i statsgjelda

Ved utgangen av 2010 var staten si bruttogjeld om lag 653 mrd. kroner. Statens fordringar var på same tid om lag 4 478 mrd. kroner, av dette 3 216 mrd. kroner i Statens pensjonsfond utland. Statskassens netto fordringar var dermed om lag 3 654 mrd. kroner, jf. Meld. St. 3 (2010–2011) *Statsrekneskapen 2010*.

Tabell 5.1 Samansetjinga av statsgjelda. mill. kroner

	31.12.09	31.12.10	30.09.11
Langsiktige lån ¹	204 356	235 556	204 406
Kortsiktige marknadspapir ²	291 564	279 117	222 680
Andre kortsiktige lån	131 745	137 574	182 322
Statsgjeld i alt	627 666	653 247	609 408
Kontantbeholdning	138 037	138 851	157 637

¹ Lån med lengre løpetid enn eitt år.

² Lån med løpetid inntil eitt år.

Kjelde: Finansdepartementet.

6 Opplåninga

6.1 Langsiktige lån

Statens opptak av langsiktige lån i den innanlandske marknaden har sidan 1991 i hovudsak skjedd gjennom auksjonar av obligasjonar. Det er for tida fem referanselån i marknaden, jf. tabell 6.1.

Så langt i 2011 har det vore avvikla fem auksjonar, med eit samla volum på 17 mrd. kroner. Resultat av auksjonane hittil i år er oppsummert i tabell 1.1 i vedlegg 1.

Ein indikator på kor vellukka ein auksjon har vore, er den effektive renta ein har oppnådd i auksjonen sett i høve til rentenivået i andrehandsmarknaden på same tidspunkt. Ei slik samanlikning er enklast å gjere i dei tilfella der ein utvidar eit lån som allereie er prisnotert i marknaden. Det normale i ein auksjon av norske statsobligasjonar er at den effektive renta ein oppnår ligg mellom kjøps- og salsrenta i andrehandsmarknaden på auksjonstidspunktet.

Den gjennomsnittlege renta i auksjonane i 2011 fram til midten av november er 3,03 prosent. Gjennomsnittleg har auksjonsrenta vore 97 rentepunkt lågare enn midtrenta i rentebytemarknaden. I 2010 var renta i gjennomsnitt 66 rentepunkt under midtrenta.

Det er viktig for staten at det er interesse for auksjonane, slik at ein kan oppnå best mogleg resultat i form av låge lånekostnader. Ein måte å måle denne interessa på er forholdet mellom samla bodvolum og volum som blir lagt ut i auksjonen («bid-to-cover»). I dei auksjonane som har blitt gjennomførde hittil i år har dette forholdstalet variert mellom 1,13 og 3,27.

6.2 Kortsiktige lån

6.2.1 Statskassevekslar

Den alminnelege kortsiktige opplåninga i marknaden skjer gjennom sal av statskassevekslar. Dette er papir utan kupongrente der avkastninga er knytt til underkursen dei blir lagde ut til. Med dagens opplegg vert det opna nye veksellån med 12 månaders løpetid fire gonger i året. Forfall er knytt til oppgjersdato for standardkontrakter i dei internasjonale marknaden, såkalla IMM-datoar. Den kortsiktige opplåninga medverkar til eit komplett tilbod av statspapir med ulike løpetider. I tillegg er den kortsiktige opplåninga lagt opp slik at ein tek omsyn til balansen i pengemarknaden.

Den gjennomsnittlege renta i auksjonane 2011 fram til midten av oktober er 2,31 prosent. Jamfører ein resultatet av auksjonane i kortsiktige statspapir med tilsvarende renta i pengemarknaden, ventar ein at renta på statspapir skal liggje under denne, jf. at investeringar i statspapir blir rekna som kredittrisikofrie. Renta staten har oppnådd i auksjonane hittil i år har gjennomsnittleg lege 103 rentepunkt under midtrenta i pengemarknaden på auksjonstidspunktet. I 2010 var renta i gjennomsnitt 50 rentepunkt under midtrenta. Resultat av auksjonane hittil i år er oppsummert i tabell 1.2 i vedlegg 1.

6.2.2 Andre kortsiktige lån

Andre kortsiktige lån omfattar alminnelege kontolån frå statsinstitusjonar og statlege fond, og dessutan eventuelle kontolån frå institusjonar som ved særlege høve kan verte pålagde å plassere overskotslikviditet som kontolån til staten, jf. avsnitt 2.3.3.

Ved utgangen av september 2011 var dei totale plasseringane under fullmakta for andre kortsiktige lån nær 182 mrd. kroner. Ein har då ikkje

Tabell 6.1 Statsobligasjonar. Utestående i referanselån per 17. november 2011¹

Børsnummer	Første gong lagt ut	Forfall	Nominelt pålydande beløp (mill. kroner)	Kupongrente
NST470	30.05.02	15.05.13	60 544	6,50
NST471	02.06.04	15.05.15	54 125	5,00
NST472	19.05.06	19.05.17	36 737	4,25
NST473	22.05.08	22.05.19	29 000	4,50
NST474	25.05.10	25.05.21	30 000	3,75

¹ Inkluderer statens eigenbeholdning til bruk i marknadspleia.
Kjelde: Finansdepartementet.

rekna med kontolån frå ordinære fond (konto-
gruppe 81 i statsrekneskapen)¹. Den største plas-
seraren er operatørbanken som forvaltar likvidite-
ten i samband med visse skatte- og avgiftsbetalin-
gar. Denne operatørbanken skal etter dagens ord-
ning plassere den likviditeten banken får ved slike
statlege betalingar som uforrenta kontolån til sta-
ten. Slike kontolånplasseringar varierer mykje
gjennom året. Per 30. september 2011 var det ute-
ståande kontolån på om lag 75 mrd. kroner under
denne ordninga. Hovuddelen av kontolåna frå ope-

ratørbanken er no knytt til ordninga for innbeta-
ling av folketrygdavgift og skatt på inntekt til kom-
mune-kasserarane. Desse er pålagde å ha eigen
kassefunksjon og eigen bankkonto for innbetalte
skatte- og trekkbeløp. Denne skattebetalingsord-
ninga er ikkje omfatta av staten si ordinære kon-
sernkontoordning.

Finansdepartementet

t i l r å r :

At Dykkar Majestet godkjenner og skriv under
eit framlagt forslag til proposisjon til Stortinget
om fullmakt til å ta opp statslån o.a.

¹ Kontolån av denne typen er ikkje å rekne som lån i vanleg
forstand, mellom anna fordi kreditor, som er eit fond under
eit departement, ikkje på noko tidspunkt kan disponere
hovudstolen.

Vi HARALD, Noregs Konge,

s t a d f e s t e r :

Stortinget blir bedt om å gjere vedtak om fullmakt til å ta opp statslån o.a. i samsvar med eit vedlagt
forslag.

Forslag

til vedtak om fullmakt til å ta opp statslån o.a.

I

Finansdepartementet får fullmakt til å ta opp nye langsiktige innanlandske statslån i 2012 til eit beløp av 70 000 mill. kroner.

II

Finansdepartementet får fullmakt til å ha uteståande kortsiktige marknadslån til eit beløp av 250 000 mill. kroner i 2012.

III

Finansdepartementet får fullmakt i 2012 til å ta imot innskot i form av kontolån frå statsinstitusjonar og statlege fond, og frå institusjonar som ved særlege høve kan bli pålagde å plassere likviditet som kontolån til staten.

IV

Finansdepartementet får fullmakt til å inngå rentebyteavtalar og tilsvarande derivatavtalar i 2012.

Vedlegg 1

Tabellvedlegg

Tabell 1.1 Auksjon av obligasjonslån.

Oppgjersdato	Lån	Kupongrente	Volum, mill. kr	Effektiv rente	Margin ¹	Teikningsrate ²
20.01.11	NST474	6,50%	3 000	3,78	69	3,27
24.03.11	NST471	5,00%	3 000	3,22	89	2,91
26.05.11	NST474	4,25%	3 000	3,45	83	1,74
08.09.11	NST474	4,50%	5 000	2,55	127	2,75
14.10.11	NST473	3,75%	3 000	2,52	111	1,74
17.11.11	NST474	3,75%	3 000	2,66	105	1,13

¹ Differansen (i rentepunkt) mellom midtrenta i rentebytemarknaden på auksjonstidspunktet og auksjonsrenten.

² Bodvolum i høve til auksjonsvolum.

Kjelde: Finansdepartementet og Noregs Bank.

Tabell 1.2 Auksjon av statskasseveksellån.

Oppgjersdato	Lån	Forfallsdato	Volum, mill. kr	Effektiv rente	Margin ¹	Teikningsrate ²
02.02.11	NST13	21.12.11	3 000	2,46	56	2,23
16.03.11	NST14	21.03.12	11 000 ³	2,60	64	2,58
14.04.11	NST14	21.03.12	3 000	2,60	65	3,15
15.06.11	NST15	20.06.12	11 000 ³	2,38	109	4,00
24.08.11	NST15	20.06.12	3 000	1,95	151	1,90
21.09.11	NST16	19.09.12	11 000 ³	2,10	130	2,57
26.10.11	NST16	19.09.12	3 000	2,06	146	2,26

¹ Differansen (i rentepunkt) mellom midtrenta i interbankmarknaden på auksjonstidspunktet, interpolert og omrekna til effektive rente på faktisk/365-basis, og auksjonsrenta.

² Bodvolum i høve til auksjonsvolum.

³ Av dette er 6 mrd. direkte til staten si eigenbeholdning.

Kjelde: Finansdepartementet og Noregs Bank.