



DET KONGELEGE  
FINANSDEPARTEMENT

# Prop. 33 S

(2009–2010)

Proposisjon til Stortinget (forslag til stortingsvedtak)

## Om fullmakt til å ta opp statslån o.a.

*Tilråding frå Finansdepartementet av 6. november 2009,  
godkjend i statsråd same dagen.  
(Regjeringa Stoltenberg II)*

### 1 Innleiing og samandrag

#### 1.1 Generelt

Finansdepartementet legg med dette fram ein proposisjon med forslag til ny fullmakt for statleg opplåning i 2010. Proposisjonen er utarbeidd på grunnlag av føresetnadene i Statsbudsjettet 2010.

#### 1.2 Særskilt om statslån

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 gi råd om opplåninga til staten, ta seg av den operative forvaltninga av innanlandske låneopptak og pleie andrehandsmarknaden for statspapir.

Statens alminnelege lånebehov følgjer av forslaget til statsbudsjett for 2010. Det blir lagt opp til at finansieringsbehovet i 2010 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. Den kortsiktige opplåninga skal sikre at staten har tilstrekkeleg likviditetsreserve slik at ein skal kunne dekke daglige betalningar.

I tråd med tidlegare praksis legg ein opp til å jamne ut opptaka av langsiktige lån. Ein ber derfor om fullmakt til å ta opp langsiktige innanlandske

lån som er større enn finansieringsbehovet i 2010. Fullmakta for opptak av nye langsiktige lån blir foreslått sett til 50 mrd. kroner. Lån som inngår i staten si eigenbeholdning av statspapir for marknadspleieformål er omfatta av desse fullmaktene.

Uteståande i statskassevekslar varierer normalt gjennom året, og ein ber derfor om romslege rammer. I tillegg ber ein om at fullmakta blir justert i samsvar med uteståande volum i byteordninga, jf. kap 1.3. Ein ber om romslege fullmakter for samla uteståande i kortsiktige lån i 2010, og foreslår derfor ei ramme på 350 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 tilsvarende derivatavtalar blir vidareført. For nærare omtale viser ein til kapittel 2.2. 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 byte statspapir mot obligasjonar med fortrinnsrett jf. St.prp. nr. 5 (2008-2009). Noregs Bank administrerer ordninga på vegne av Finansdepartementet. Bankar som har tilgang til å ta opp F-lån i Noregs Bank og kredittføretak med løyve til å utstede OMF, og som er eigd av slike bankar, kan inngå byteavtalar med staten.

Staten sel statskassevekslar til deltakarane i byteordninga frå si eiga behaldning av slike papir gjennom eit tidsbegrensa byte mot OMF. Staten byter på denne måten ut trygd i statspapir mot trygd i OMF. Bytehandelen kan ha ei løpetid på inntil fem år, og deltakarane i byteordninga kan enten behalde statskassevekselen og motta utbetaling frå staten når vekselen forfell, eller selje den i marknaden. Når vekselen forfell innanfor byteavtales løpetid, må deltakarane kjøpe nye vekslar av staten til ein pris bestemt av marknadskursen på statskassevekslane. Denne rulleringa pågår gjennom heile avtaleperioden. Statskassevekslane som blir nytta i ordninga er omfatta av fullmaktsramma for kortsiktige marknadslån gjennom heile avtaleperioden. Ved utløpet av byteavtalen er deltakarane forplikta til å kjøpe OMF tilbake frå staten til same pris som staten kjøpte dei til.

Bytehandlane blir gjennomført som auksjonar der bankane gjev til kjenne kva pris dei er villige å betale for bytet. Den sikringa som statspapira gjev blir såleis marknadsmessig prisa. Det er sett ein minstepris for å vere med i ordninga. Denne er bestemt av pengemarknadsrenta dei fem siste handledagane, pluss eit bestemt påslag. Påslaget har auka frå eit negativt påslag på 0,2 prosentpoeng til eit positivt påslag på 0,7 prosentpoeng i auksjonen 19. oktober 2009.

Bankanes behov for byteordninga har avtatt som følgje av den gradvise normaliseringa av penge- og kredittmarknadene, jf. kap 3. Byteordninga er meint å vere mellombels og no som marknadsforholda er i ferd med å normalisere seg, er det naturleg å avvikle ordninga. Ein tar i utgangspunktet sikte på å fase ut ordninga i løpet av fjerde kvartal 2009. Denne utfasinga skjer blant anna ved

å auke minsteprisen. Det er ikkje planlagt auksjonar i 2010.

## 2 Statens lånebehov og behovet for lånefullmakter

### 2.1 Statens lånebehov

I tråd med vanleg praksis blir det oljekorrigerte underskotet på statsbudsjettet dekt ved ei overføring frå Statens pensjonsfond – Utland. Avdrag på statsgjelda, netto utlån og kapitalinnskott til statsbankane o.a. blir dekte ved nye låneopptak og/eller ved trekk på statens kontantbehaldning. Staten har ut frå forslaget i Prop. 1 S (2009-2010) eit brutto finansieringsbehov på 44 mrd. kroner i 2010, jf. tabell 2.1.

Hovudårsaka til at staten låner samstundes som staten sparer i Statens pensjonsfond – Utland er at det ville bryte med retningslinjene for budsjettpolitikken om overskotet på statsbudsjettet blir brukt til å dekkje avdrag på gjeld eller andre kapitaltransaksjonar. Retningslinjene for budsjettpolitikken inneber at overskotet på statsbudsjettet vil bli plassert i Statens pensjonsfond – Utland som fordringar på utlandet. Dette er mellom anna grunngeve med at ein skal unngå ei unødig styrking av den norske krona. Omsynet til kronekursen tilseier såleis at ein ikkje bør nytte kapitalen som er plassert i utlandet til å dekkje innanlandsk finansieringsbehov.

Staten må ha ein viss likviditetsreserve slik at ein alltid kan dekkje daglege betalningar. Den kortsiktige opplåninga i marknaden sikrar at staten har tilstrekkelige midlar til å møte betalings skyldna-

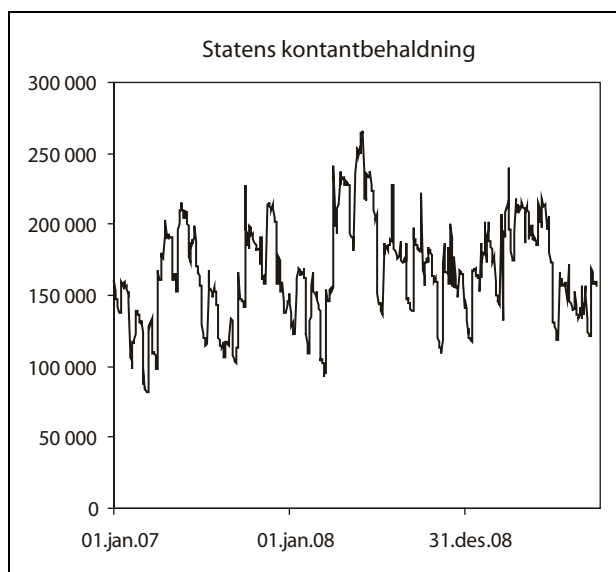
Tabell 2.1 Statens finansieringsbehov i 2009 og 2010<sup>1</sup>. Mill. kroner

	2009	2010
A Oljekorrigert overskot på statsbudsjettet	-58 980	-67 752
B Overført frå Statens petroleumsfond	58 980	67 752
C Overskot før lånetransaksjonar (A+B)	0	0
D Utlån til statsbankane, aksjeteikning o.l., netto <sup>3</sup>	161 275	44 188
E Statens netto finansieringsbehov (D-C)	161 275	44 188
F Gjeldsavdrag <sup>2</sup>	44 951	0
G Statens brutto finansieringsbehov (E+F)	206 226	44 188

<sup>1</sup> Prop. 1 S (2009-2010).

<sup>2</sup> Dette gjeld avdrag på langsiktige statslån.

<sup>3</sup> Lånetransaksjonane i 2009 inkluderer Statens finansfond og Statens obligasjonsfond med 50 mrd. til kvar av fonda, samt 30 mrd. kroner til Eksportfinans. Byteordninga er ikkje omfatta av desse lånetransaksjonane.



Figur 2.1 Statens kontantbeholdning 2007–2009. Mrd. kroner

Kjelde: Finansdepartementet

dene sine til ei kvar tid. Det er vanskeleg å berekne omfanget av desse på enkeltdagar på førehand, og ein tek derfor sikte på at kontantbeholdninga normalt ikkje skal falle under 25 mrd. kroner. Så langt i år har kontantbeholdninga ikkje falle under 112 mrd. kroner. Det høge nivået på statens kontantbeholdning inneber at det ikkje er omsynet til statens likviditetsreservar som for tida er førande for statens kortsiktige opplåning.

Staten mottok rente på sine innskot i Noregs Bank. Denne renta er ein intern avrekning i statsystemet. Vil ein finne ut kva det kostar å ha ein stor likviditetsreserve, må ein samanlikne den avkastninga Noregs Bank får på plasseringar av denne likviditeten med statens sine lånekostnader. Beregningar indikerer at det ikkje medfører noko nettoutgift for staten å ha ein slik overskotslikviditet.

## 2.2 Behovet for lånefullmakter

Når ein vurderer statens alminnelege lånebehov i marknaden, tek ein normalt utgangspunkt i statens finansieringsbehov slik det er berekna i statsbudsjettet, jf. tabell 2.1.

Vidare tek ein omsyn til den verknaden statens transaksjonar har på likviditeten i pengemarknaden. Når staten betaler avdrag på gjelda eller aukar netto utlån til statsbankane, blir pengemarknaden tilført likviditet. Over tid bør transaksjonane til staten verke nøytralt på likviditeten i pengemarknaden. I dag blir dette ivareteke ved at avdrag på statens lån og netto utlån til statsbankane og liknande blir finansiert ved opptak av nye lån. Likviditetstilførselen frå staten si side blir på denne måten nøytralisert.

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

Statsopplåninga blir tilpassa Noregs Banks operasjonar for å styre likviditeten i banksystemet. Tilpassing til Noregs Banks likviditetsstyring kan i periodar innebære at staten låner meir eller mindre enn det som følgjer direkte av eit likviditetsnøytralt opplegg. Nokre postar på statsbudsjettet påverkar ikkje likviditeten i pengemarknaden direkte, sjølv om dei påverkar balansen på statsbudsjettet og dermed overføringane til Statens pensjonsfond – Utland. Dette gjeld mellom anna renter og overføringar frå Noregs Bank og overføring til Statens petroleumsforsikringsfond. I eit likviditetsnøytralt låneopplegg må ein korrigere for desse postane. I tillegg må ein korrigere for enkelte lånetransaksjonar som inngår i finansieringsbehovet, men som ikkje har likviditetseffekt, som til dømes innskot i Fondet for forskning og nyskaping. Dette innskottet blir plassert som kontolån til staten og trekkjer ikkje på lånefullmaktene. For 2010 er det berekna at slike postar reduserer behovet for likviditetsinn dragging med om lag 1 mrd. kroner netto.

Tabell 2.2 gir ei samla oversikt over gjeldande lånefullmakter for 2008 og 2009 under eitt, saman med forslag til nye fullmakter for 2010. I tillegg ber departementet om at fullmakta til å inngå rentebyteavtalar og tilsvarande derivatavtalar blir vidareført.

Tabell 2.2 Fullmakt til opptak av statslån i 2010. Mill. kroner

	Fullmakt for 2008 og 2009	Utnytta pr. 30.09.09	Forslag til ny fullmakt for 2010
Nye langsiktige lån	450 000	25 000	50 000
Kortsiktige marknadslån	430 000	288 352	350 000
Andre kortsiktige lån	uavgrensa	173 696	uavgrensa

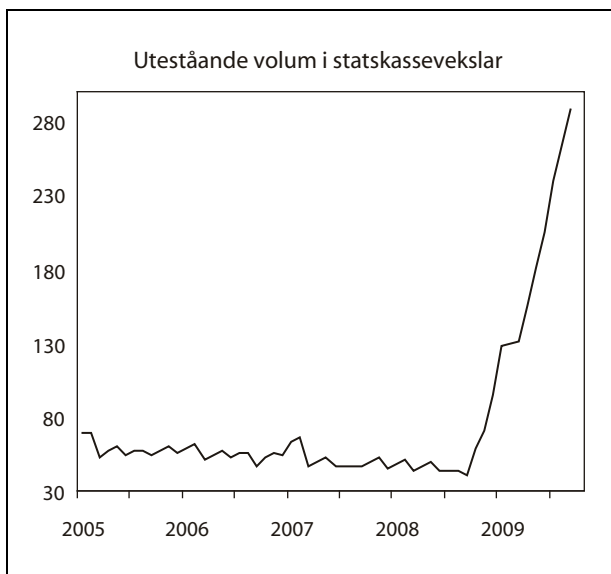
### 2.2.1 Fullmakt til å ta opp langsiktige lån i 2010

Statens alminnelege lånebehov følgjer av forslaget til statsbudsjett 2010, og 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 finanseringsbehovet frå eitt år til eit anna ikkje fullt ut påverkar opplåningstakta. For 2010 er det isolert sett aktuelt å ta opp meir langsiktige lån enn det som direkte følgjer av finanseringsbehovet.

Ein ber om at fullmakta for 2010 til å ta opp nye langsiktige lån innanlands blir sett til 50 mrd. kroner.

### 2.2.2 Fullmakt til å ta opp kortsiktige marknads-lån i 2010

Fullmakta under kortsiktige marknads-lån er utforma som ei ramme for maksimalt utestående beløp, og ikkje som ei ramme for nye låneopptak. Som følgje av ordninga med byte av statspapir mot OMF, jf. kap. 2.2.4, har utestående volum i statskasssevekslar auka mykje gjennom 2009, jf. figur 2.2. Gitt auksjonskalenderen for 2009, kan maksimalt utestående i vekslar bli om lag 310 mrd. kroner. Ein ber derfor om at fullmakta til å ha utestående kortsiktige marknads-lån blir sett til 350 mrd. kroner i 2010.



Figur 2.2 Utestående volum i statskasssevekslar 2005-2009. Mrd. kroner

Kjelde: Finansdepartementet

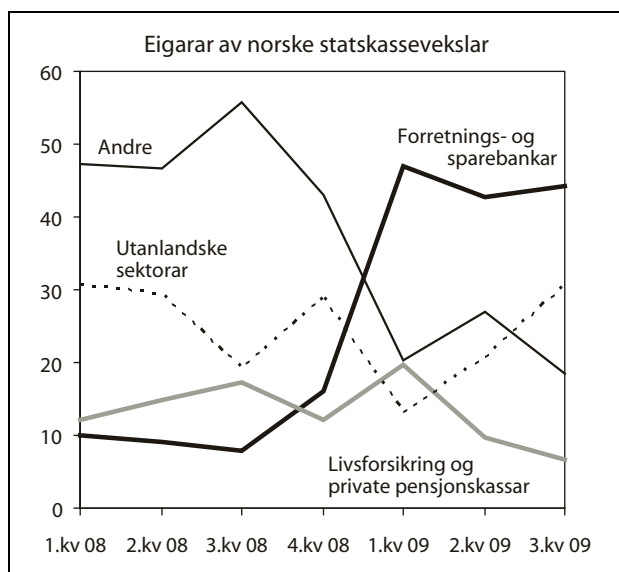
### 2.2.3 Fullmakt til å ta opp andre kortsiktige lån i 2010

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

Låna under denne fullmakta er skyldnader som er av ein slik karakter at ein ikkje bør fastsetje ei særskilt beløpsgrense. Dei er plasseringar frå institusjonar i statssystemet, og må sjåast på som ein del av den statlege og kommunale likviditetshandteringa. Staten verken kan eller bør nekte å ta imot innskot under tilvising til at fullmakta ikkje er stor nok. Ein foreslår at Finansdepartementet for 2010 får fullmakt til å ta imot slike plasseringar som kontolån utan at det blir sett ei særskild beløpsgrense.

### 2.2.4 Fullmakt til å byte statspapir mot obligasjonar med fortrinnsrett

Stortinget har gitt Finansdepartementet fullmakt til å byte statspapir mot obligasjonar med fortrinnsrett (OMF) opp til 350 mrd. kroner i 2008 og 2009. Pr. 31. oktober er til saman 230 mrd. kroner av denne ramma utnytta. 24 auksjonar har vore gjennomførte og det skal i henhold til auksjonskalenderen gjennomførast ytterligere 2 auksjonar i år. Resultata av dei gjennomførte auksjonane er samanfatta i tabell 1.3 i Vedlegg 1. Ordninga har medført ei kraftig auke i utestående statskasssevekslar. I tillegg har det vore ei markert endring i eigarsamansetjinga av vekslane, jf. figur 2.3. Forretnings- og sparebankane har auka si behaldning av vekslar frå om lag 8 pst. ved utgangen av 3. kvartal 2008 til 44 pst. ved utgangen av same kvartal i 2009. Det har gjennom 2009 også vore ei markert auke i utlendingars behaldning av statskasssevekslar. 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 nokon grad til utlendingar.



Figur 2.3 Eigarar av norske statskasservekslar. Prosent.

Kjelde: Verdipapirsentralen

### 3 Sentrale utviklingstrekk i marknaden

Frå ein topp på 5,75 pst. hausten 2008 blei sentralbankens styringsrente etter kvart redusert til 1,25 pst, før den blei satt opp til 1,50 pst. i oktober i år. Også internasjonalt har styringsrentene blitt kraftig redusert, i Eurosona til 1 pst., i Storbritannia til 0,5 pst. og i USA til 0,25 pst. Styringsrentene i desse landa har i moderne tid ikkje vore lågare.

I takt med sentralbankenes rentekutt fall dei langsiktige rentene også, i USA helt ned mot 2 pst. Sidan starten på året har lange statsrenter stege igjen, årsaka er sannsynlegvis forventningar om at dei kortsiktige styringsrentene etter kvart skal normalisere seg og at mange land opplever press på dei langsiktige rentene på grunn av store statlege finansieringsbehov. Såleis har det i eurosona utvikla seg store skilnader i lånekostnadene mellom ulike statar.

Forholda i lånemarknadene har gradvis normalisert seg, men framleis ser ein store risikopåslag. Ein mykje brukt indikator på uro og usikkerhet i marknaden er skilnaden mellom pengemarknadsrenta og forventa styringsrente. Hausten 2008 var denne forskjellen særleg stor i Noreg og andre land. Skilnaden er no lågare, men fortsatt større enn det ein har vent seg til å se på som normalt. Ein annan indikator på usikkerhet eller manglande risikoappetitt er kredittpremiane som private låntakarar betaler over statsrenta eller andre marknadsin-

dikatorar. Også desse har falle mykje gjennom året.

## 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. Når ein vurderer lånekostnadene, tek ein samstundes omsyn til den risikoen staten tek på seg i samband med låneopptaka.

I utforminga av låneprogrammet tel også omsynet til ein velfungerande finansmarknad. Statspapira tener vanlegvis rollen som referanselån i marknaden og kan mellom anna bli brukt ved prising av andre finansielle instrument (t.d. finansielle derivat og private obligasjonar). Statens tilbud av statsobligasjonar medverkar på denne måten til ein effektiv kapitalmarknad i Noreg.

### 4.2 Hovudtrekk ved opplåningsstrategien

Statens alminnelege lånebehov er relativt lite, og det blir derfor lagt vekt på å konsentrere opplåninga om eit fåtal lån spreidde over fleire løpetidssegment opp til 9-11 år, slik at kvart lån kan byggjast opp til eit relativt stort volum. 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 spreiring av opplåninga på fleire løpetider gjev truleg gunstige lånevilkår for staten samla sett, samstundes som det gjev ei samanhengande kredittisikofri rentekurve som aktørane i marknaden etterspør.

Ein slik opplåningsstrategi vil imidlertid ikkje nødvendigvis gi dei lågaste lånekostnadane i kvar enkelt auksjon, og 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 frå denne strategien. I tillegg vil den ikkje alltid fungere like godt i ein marknad dominert av svært store investorar med kontinuerleg plasseringsbehov.

Saman med Noregs Bank vurderer Finansdepartementet regelmessig instrumentbruken i forvaltninga av statsgjelda. Ei eventuell endring i fordelinga mellom ulike instrument eller ein introduksjon av nye instrument blir vurdert med 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 gjenstående 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 blir nedskrivne mot det aktuelle lånet.

Den kortsiktige opplåninga skal mellom anna sikre det kontantbehovet staten har for transaksjonsformål, samstundes som den er lagd opp slik at ein tar omsyn til balansen i pengemarknaden. Opplåninga i marknaden skjer gjennom sal av statskassevekslar. Det høge nivået på kontantbeholdninga inneber at det ikkje er omsynet til statens likviditetsreservar som for tida er forande for statens kortsiktige opplåning.

Opptak av langsiktige obligasjonslån samtidig som ein inngår rentebytteavtalar (swappar) som effektivt gjer om rentebindinga frå lang til kort, er eit alternativ til opptak av kortsiktige marknadslån. Skilnaden mellom swaprenta og den renta staten betaler på marknadslån, er normalt større for lange løpetider. Om staten emitterte langsiktig og bytte til seg kort rente, ville derfor den totale rentekostnaden bli lågare enn ved direkte emisjon av korte papir<sup>1</sup>. Eit hovudmål med den kortsiktige opplåninga er å bidra til at det finst ein komplett rentekurve for risikofrie lån i den norske finansmarknaden. Dette inneber at det også bør vere tilstrekkeleg mange kortsiktige statspapir i marknaden.

Departementet legg vekt på å gi 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 kvartalsvis publisert på Finansdepartementet si internettside.

### 4.3 Rentebytteavtalar

Finansdepartementet nyttar rentebytteavtalar i gjeldsforvaltninga for å redusere rentebindinga på gjelda i forhold til det som følgjer direkte av den strategien der ein spreier opplåninga over rentekurva frå 0 til 10 år. Bruk av rentebytteavtalar gir staten fleksibilitet til å endre gjennomsnittleg ren-

tebinding på gjeldsporteføljen utan at opplåningsstrategien blir endra.

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

Noregs Bank utfører dei operative funksjonane i samband med inngåing av rentebytteavtalar, medan dei kommersielle avgjerdene blir 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 renteavgjerda blir kunngjord. Departementet legg vekt på at avtalane blir så økonomisk gunstige som mogleg for staten, og at ein ikkje i vesentleg grad påverkar marknadsprisane eller på annan måte påverkar marknaden på ein uheldig måte.

Departementet har til no inngått rammeavtalar med 17 motpartar. Desse avtalane regulerer rammene for rentebytteavtalane. Departementet inngår berre rammeavtalar med motpartar som har tilfredsstillande kredittvurdering hos dei største kredittvurderingsselskapa, jf. avsnitt 4.4.3.

Ved utgangen av 3. kvartal var det samla inngått avtalar for vel 99 mrd. kroner med 14 ulike motpartar. Hovudstolen har vore på mellom 200 og 900 mill. kroner, med løpetider frå 5 til 10 år. På Finansdepartementets internettside finn ein ei oversikt over dei rentebytteavtalane som er inngått.

## 4.4 Styring av risiko

Når ein vurderer lånekostnadene, må ein samstundes ta omsyn til ulike risiki i samband med staten si opplåning. Nedanfor skildrar ein kort dei ulike typene risiki som staten er eksponert for, og korleis dei blir følgde opp i forvaltninga. Generelt vurderer departementet risikonivået i statsgjeldforvaltninga som lågt.

### 4.4.1 Byteordninga

Ordninga med byte av statspapir mot OMF betyr at staten i avtaleperioden blir sitjande med OMF samtidig som ein har gitt frå seg sikre statspapir. Det er imidlertid lite sannsynlig at staten vil li tap sjølv om banken som er motpart skulle gå konkurs. Dersom banken går konkurs, samtidig som kredittføretaket som har utferda obligasjonar med fortrinnsrett òg går konkurs, har staten trygd i dei underliggende verdiane.

<sup>1</sup> Dei to alternativa er ikkje direkte samanliknbare. Opptak av eit langt lån saman med ein swap vil låse marginen til interbankrenta for løpetida på lånet, medan marginen vil bli fastsett på nytt ved kvar emisjon av kortsiktige marknadslån.

Tabell 4.1 Rentebinding og durasjon på den marknadsomsette gjelda. År

	31.12.06	31.12.07	31.12.08	30.09.09
Rentebinding ekskl. rentebyteavtalar	3,98	4,02	3,08	2,32
Rentebinding inkl. rentebyteavtalar	2,99	2,44	1,69	1,26
Durasjon ekskl. rentebyteavtalar	3,42	3,46	2,73	2,02
Durasjon inkl. rentebyteavtalar	2,58	2,14	1,54	1,11
<i>Memo:</i>				
Samla volum rentebyteavtalar, mrd. kroner	35,5	59,6	79,4	99,3

Kjelde: Finansdepartementet.

Byteavtalane er utforma slik at staten sit med trygd for ei større verdi enn 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 blir avkorta etter de 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 avkortningsmassen.

Verdien av OMF (justert for avkortninga) som staten mottar ved avtaleinngåinga skal ha same marknadsverdi som dei statskassevekslane som deltakarane mottar.

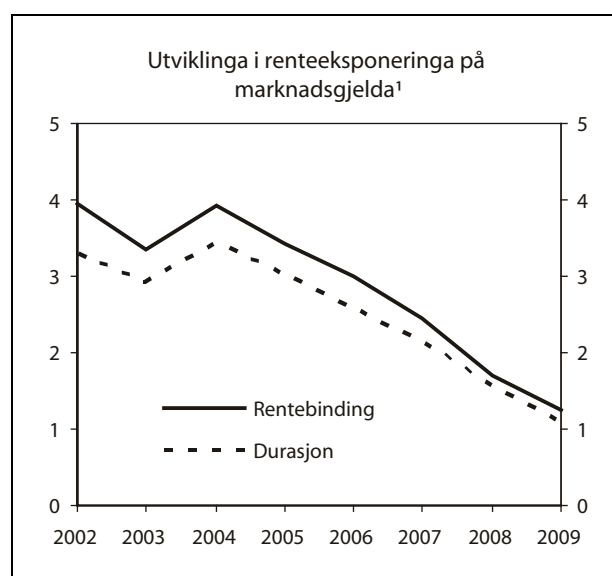
#### 4.4.2 Renterisiko

Renterisiko er risikoen for tap eller gevinst som følge 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. Dess lengre gjennomsnittleg rentebinding ein gjeldsportefølje har, dess meir sikker blir storleiken på dei nominelle rentebetalingane framover. På den andre sida fører lang rentebinding til at risikoen aukar for at renta på gjeldsporteføljen blir høgare enn renta i marknaden dersom marknadsrenta fell.

Ein uventa endring i rentenivået som slår ut i auka netto renteutgifter for staten, ville i utgangspunktet kunne krevje innstrammingar på budsjettet. Statsgjeldsforvaltarar i dei fleste land innrettar derfor lånepolitikken slik at ein søker å avgrense dei årlege variasjonane i nettoutgiftene på statens gjeld og fordringar. Generelt vil renterisiko være eit problem for staten dersom varierende netto renteutgifter gjer at handlingsrommet i statsbudsjettet blir påverka av svingande renter. Handlingsrommet er imidlertid skjerma mot kortsiktige variasjonar i rentenivået, ved at det strukturelle undersko-

tet på statsbudsjettet også er korrigert for variasjonar i renteinntektene og renteutgiftene. Det blir korrigert for skilnaden mellom det berekna normalnivået og dei faktiske rentestraumane.

I marknaden blir ofte durasjon nytta som eit kvantitativt mål på renterisiko. Dette er eit mål der ein i tillegg til rentebinding tek omsyn til noverdien av betalningar av renter og avdrag fram til forfall. Durasjon gir meir informasjon om korleis marknadsverdien av gjelda blir påverka ved endringar i marknadsrentene enn det rentebinding gjer. For staten som budsjetterer og fører rekneskap etter kontantprinsippet og normalt ikkje legg vekt på endringar i marknadsverdiar, kan det vere formålstenleg å bruke rentebinding som mål på renteeksponeringa.



Figur 4.1 Utviklinga i renteeksponeringa på marknadsgjelda<sup>1</sup>, år

<sup>1</sup> Inkludert rentebyteavtalar frå 2005.

Kjelde: Finansdepartementet.

#### 4.4.3 Andre typar risiko

I statens alminnelege gjeldsforvaltning er *kredittrisiko* berre knytt til rentebyteavtalar. Når det gjeld kredittrisikoen for OMF-ordninga viser ein til omtalen ovanfor. Når ein avtale blir inngått, har den normalt ein marknadsverdi på null. Etter dette tidspunktet kan endringar i marknadsrenta føre til at avtalen får ein positiv verdi for ein av avtalepartane og negativ verdi for den andre. Den avtaleparten som har eit tilgodehavande (positiv marknadsverdi) på den andre parten, er i prinsippet eksponert for kredittrisiko som følgje av faren for at motparten mislegheld avtalen. Kredittrisikoen vil vere avgrensa til den marknadsverdien avtalen har på ulike tidspunkt. I vurderinga av kredittrisikoen må ein ta omsyn til svingingane i rentenivået, restløpetida til avtalane og motpartens betalingsevne. Det er ikkje knytt kredittrisiko til sjølve hovudstolen i avtalen.

Departementet inngår berre rentebyteavtalar med motpartar som har tilfredsstillande kredittvurdering hos dei største kredittvurderingsselskapa (Standard & Poor's og Moody's) 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. Departementet har etablert slike avtalar med alle motpartar det no blir inngått rentebyteavtalar med. På denne måten blir kreditteksponeringa halden på eit relativt lågt nivå. Dersom kredittvurderinga til ein motpart blir lågare enn BBB hos Standard & Poors og/eller Baa2 hos Moody's, har staten i tillegg rett til å avslutte og gjere opp avtalen.

*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 søkjer 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 relative vilkår. For den norske staten 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 vesentleg beløp i eit verdipapir på kort varsel utan at det har særleg effekt på marknadsprisen. Ekstreme situasjonar, slike som ein har hatt det siste året, viser verdien av å ha ein godt fungerande marknad.

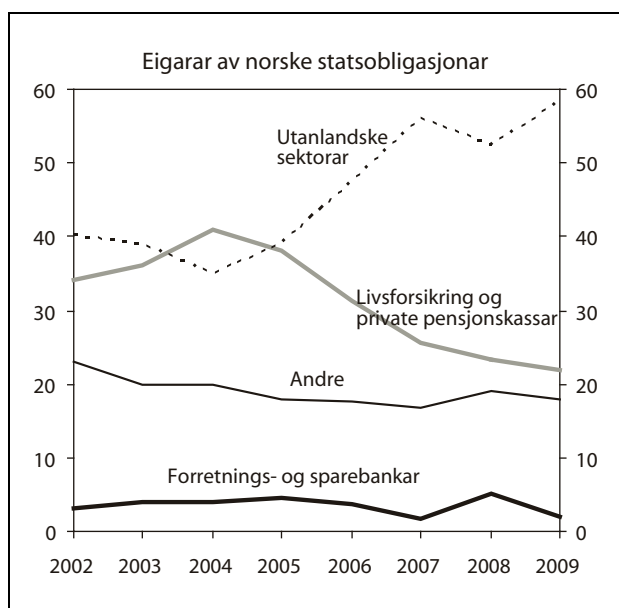
Investorane legg gjennomgåande vekt på visse om realisasjonsverdien av dei finansielle investeringane sine. Dersom andrehandsmarknaden for eit lån har god likviditet, kan investorane leggje til grunn at kursane i andrehandsmarknaden er ein god indikasjon på realisasjonsverdien. Dette vil dei normalt premiere med ein reduksjon i avkastningskravet. God likviditet krev mellom anna eit visst uteståande volum i kvart av låna. For å skape ein oversiktleg og likvid marknad konsentrerer staten opplåninga si om eit fåtal avdragsfrie lån som gradvis blir bygde opp til relativt store volum.

Den norske staten har hittil hatt eit avgrensa lånebehov i høve til mange andre statar, og uteståande volum av innanlandske statspapir har vore relativt lite. Dette 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 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.

Primærhandlaravtalane gir også 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 reporammene gir ein god indikasjon på handelsaktivitet og etterspørsel i dei ulike låna.





Figur 4.2 Eigarar av norske statsobligasjonar. Prosent.

Kjelde: Verdipapirsentralen

Også eigarsamansetjinga har 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 58 pst. i 3. kvartal 2009. Fleire av dei utanlandske investorane har eit stort og kontinuerleg plasseringsbehov, og er derfor lite villige til å selje papir i marknaden. Dersom ein investor eig ein betydeleg del av uteståande volum i eitt eller fleire lån, kan dette få negative konsekvensar for verkemåten i marknaden.

## 5 Utviklinga i statsgjelda

Ved utgangen av 2008 var staten si bruttogjeld nær 350 mrd. kroner. I tillegg utgjorde kontolån frå ordinære fond 103 mrd. kroner. Til samanlikning var statens fordringar på same tid om lag 3 257 mrd. kroner. Statens pensjonsfond – Utland inngår i dette talet. Statskassens netto fordringar utgjorde om lag 2 747 mrd. kroner, jf. St.meld. nr. 3 (2008–2009) *Statsrekneskapen for 2008*.

Byteordninga har medført ei vesentlig auke i uteståande statsgjeld det siste året, og ved utgangen av 3. kvartal 2009 var staten si bruttogjeld 652 mrd. kroner.

Tabell 5.1 Samansetjinga av statsgjelda. Mill. kroner

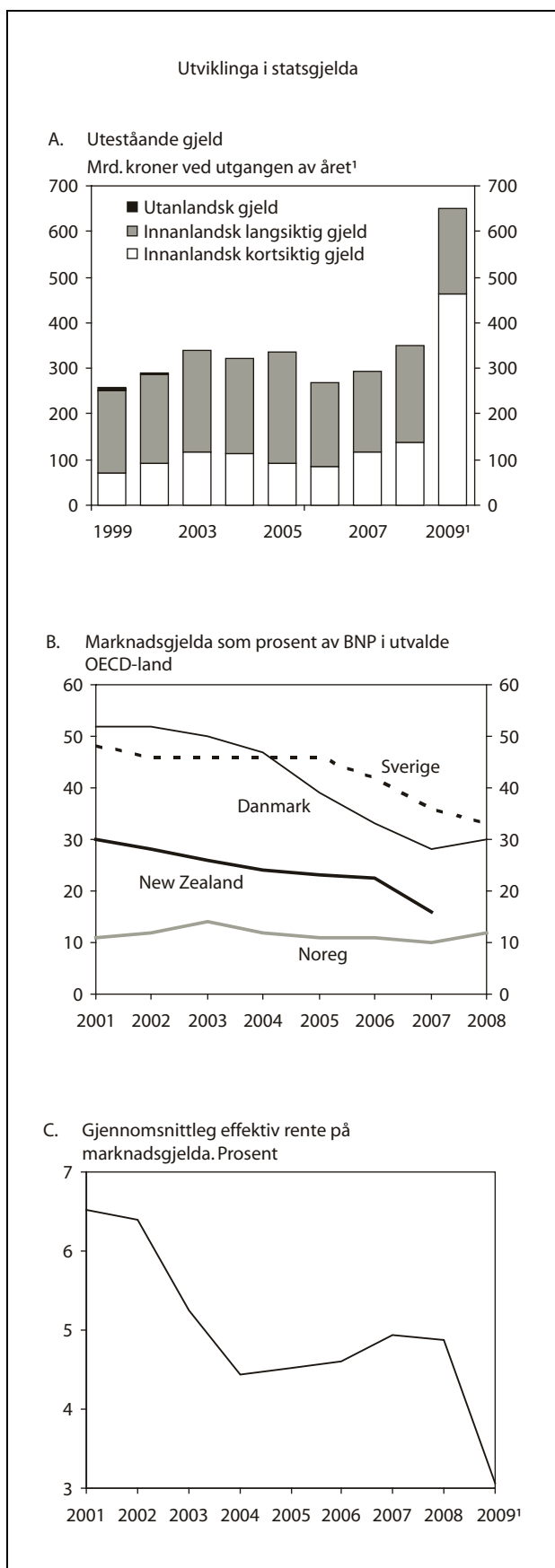
	31.12.07	31.12.08	30.09.09
Langsiktige lån <sup>1</sup>	185 307	213 007	190 056
Kortsiktige marknadspapir <sup>2 3</sup>	45 000	94 987	288 356
Andre kortsiktige lån	35 041	41 979	173 996
Statsgjeld i alt <sup>3</sup>	265 348	349 973	652 108
<i>Memo:</i>			
Kontantbeholdning	148 494	147 360	156 979

<sup>1</sup> Lån med lengre løpetid enn eitt år. Tilbakekjøpte, ikkje nedskrivne avdragsobligasjonar er trekte frå.

<sup>2</sup> Lån med løpetid inntil eitt år.

<sup>3</sup> Statskassevekslar som er nytta i byteordninga er medrekna frå 2008. Pr 30.09 utgjorde dette 225 mrd.

Kjelde: Finansdepartementet.



Figur 5.1 Utviklinga i statsgjelda

<sup>1</sup> Ved utgangen av 3. kvartal

## 6 Opplåninga

Statens opptak av lån i den innanlandske marknaden skjer gjennom auksjonar av statsobligasjonar eller statskassevekslar. Statsobligasjonar er langsiktige lån med opprinnelig løpetid på over eitt år, medan statskassevekslar er kortsiktige lån med opprinnelig løpetid på inntil eitt år. Kursen i ein auksjon blir for tida fastsett etter prinsippa for såkalla hollandsk auksjon eller einsprisauksjon. I ein slik auksjon vil dei som har gitt aksepterte bod få tildelt obligasjonar eller vekslar til den lågaste aksepterte kursen. Statspapira har pålydande 1 000 kroner og kan kjøpast av alle gjennom verdipapirforetak og bankar.

### 6.1 Langsiktige lån

Statens opptak av langsiktige lån i den innanlandske marknaden har sidan 1991 hovudsakleg skjedd gjennom auksjonar av obligasjonar. Det blir lagt vekt på å konsentrere opplåninga om eit fåtal lån spreidde over fleire løpetidssegment opp til 10-11 år. Eit nytt obligasjonslån med om lag 11 års løpetid blir normalt opna kvart 2-2 $\frac{1}{12}$  år og blir etter kvart bygd opp til relativt store volum. Med denne strategien søkjer staten å bidra til ein likvid og velfungerande andrehandsmarknad, jf. avsnitt 4.2. Det er for tida fem referanselån i marknaden, jf. tabell 6.1.

Så langt i 2009 har det vore avvikla ni auksjonar, med eit samla volum på 31 mrd. kroner. Resultat av auksjonane i fjerde kvartal i fjor og 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 forhold 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 hittil i år har vore 49 rentepunkt lågare enn midtrenta i rentebytemarknaden. I 2008 var renta i gjennomsnitt 77 rentepunkt under midtrenta. Uroa i finansmarknaden har verka til at skilnaden mellom statsobligasjonsrenta og swaprenta har halde seg høg også i 2009.

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

Tabell 6.1 Statsobligasjonar. Uteståande i referanselån per 31. oktober 2009<sup>1</sup>

Børsnummer	Første gong lagt ut	Forfall	Nominelt pålydande beløp (mill. kroner)	Kupongrente (pst.)
NST469	09.06.00	16.05.11	46 150	6,00
NST470	30.05.02	15.05.13	58 244	6,50
NST471	02.06.04	15.05.15	40 825	5,00
NST472	19.05.06	19.05.17	36 437	4,25
NST473	22.05.08	22.05.19	19 700	4,50

<sup>1</sup> Inkluderer statens eigenbeholdning til bruk i marknadspleia.

Kjelde: Finansdepartementet.

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 vore gjennomførde hittil i år har dette forholdstalet variert mellom 2,0 og 3,4.

## 6.2 Kortsiktige lån

### 6.2.1 Statskassevekslar

Den alminnelige kortsiktige opplåninga i marknaden skjer gjennom sal av statskassevekslar. Dette er renteberande papir utan kupongrente der avkastninga er knytt til underkursen dei blir lagde ut til. Med dagens opplegg blir det opna nye vekselån med 12 månaders løpetid fire gonger i året. Forfall er knytt til oppgjersdato for standardkontraktar i dei internasjonale markedene, såkalla IMM-datoar. Den kortsiktige opplåninga er med på å sikre det kontantbehovet staten har for transaksjonsformål, samstundes som den bidrar 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.

Jamfører ein resultatet av auksjonane i kortsiktige statspapir med tilsvarande rente 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 62 rentepunkt under midtrenta i pengemarknaden på auksjonstidspunktet. I 2008 var renta i gjennomsnitt 90 rentepunkt under midtrenta. Resultat av auksjonane i fjerde kvartal i fjor og 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 bli pålagde å plassere overskotslikviditet som kontolån til staten, jf. avsnitt 2.2.3.

Per 30. september 2009 var dei totale plasseringane under fullmakta for andre kortsiktige lån nær 174 mrd. kroner. Ein har då ikkje rekna med kontolån frå ordinære fond (kontogruppe 81 i statsrekneskapen)<sup>2</sup>. Den største plasseraren er operatørbanken som forvaltar likviditeten i samband med visse skatte- og avgiftsbetalningar (for tida Nordea). Denne operatørbanken skal etter dagens ordning plassere den likviditeten banken får ved slike statlege betalningar som uforrenta kontolån til staten. Slike kontolånsplassingar varierer mykje gjennom året. Per 30. september 2009 var det uteståande kontolån på om lag 73 mrd. kroner under denne ordninga. Hovuddelen av kontolåna frå Nordea er no knytt til ordninga for innbetaling av folketrygdavgift og skatt på inntekt til kommune-kasserarane. Desse er pålagde å ha eigen kassefunksjon og eigen bankkonto for innbetalte skatte- og trekkbeløp. Denne skattebetalingsordninga er ikkje omfatta av staten si ordinære konsernkontoordning.

<sup>2</sup> 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.

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.

---

**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 gis fullmakt til å ta opp nye langsiktige innanlandske statslån i 2010 til eit beløp av 50 000 mill. kroner.

II

Finansdepartementet gis fullmakt til å ha utestående kortsiktige marknadslån til eit beløp av 350 000 mill. kroner i 2010.

III

Finansdepartementet gis fullmakt i 2010 til å ta imot innskott 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 gis fullmakt til å inngå rentebyteavtalar og tilsvarande derivatavtalar i 2010

---

**Vedlegg 1****Tabellvedlegg**

Tabell 1.1 Auksjon av obligasjonslån.

Oppgjørsdato	Børsnummer	Kupongrente	Auksjons- volum, mill. kr	Effektiv rente	Midtrente i rente- bytemarknaden <sup>2</sup>	Dekningsrate <sup>3</sup>
14.11.08	NST470	6,00	3 000	3,79	4,39	3,0
29.01.09	NST472	4,25	3 000	3,57	4,23	2,0
05.03.09	NST472	4,25	3 000	3,74	4,09	2,1
29.05.09	NST473	4,50	4 000	4,36	4,64	2,4
25.06.09	NST470	6,50	4 000	3,10	3,62	2,5
27.08.09	NST472	4,25	4 000	4,09	4,57	3,0
10.09.09	NST471	5,00	4 000	3,72	4,22	2,4
01.10.09	NST473	4,50	3 000	4,25	4,68	2,7
16.10.09	NST472	4,25	3 000	3,88	4,44	3,4
29.10.09	NST470	6,50	3 000	3,29	3,96	2,7

<sup>1</sup> Gjennomsnitt av kjøps- og salsrente på same obligasjon på Oslo Børs på auksjonstidspunktet.

<sup>2</sup> Gjennomsnitt av bankane sine kjøps- og salsrenter i rentebytemarknaden på auksjonstidspunktet.

<sup>3</sup> Samla bodvolum i høve til auksjonsvolum.

Kjelde: Finansdepartementet og Noregs Bank.

Tabell 1.2 Auksjon av statskasseveksellån.

Oppgjørsdato	Børsnummer	Forfallsdato	Auksjons- volum, mill. kr	Effektiv Rente	Midtrente i pengemarknaden <sup>1</sup>	Dekningsrate <sup>2</sup>
03.11.08	NST04	16.09.09	3 000	4,53	6,02	4,8
17.12.08	NST05	16.12.09	11 000 <sup>3</sup>	3,20	3,54	3,3
21.01.09	NST05	16.12.09	3 000	2,24	3,10	3,2
18.03.09	NST06	17.03.10	12 000 <sup>3</sup>	2,16	2,87	3,3
29.04.09	NST06	17.03.10	4 000	1,95	2,77	3,6
15.05.09	NST05	16.12.09	5 000	1,56	2,46	3,0
17.06.09	NST07	16.06.10	12 000 <sup>3</sup>	1,82	2,36	2,5
03.09.09	NST07	16.06.10	4 000	2,33	2,66	2,9
16.09.09	NST08	15.09.10	12 000 <sup>3</sup>	2,50	2,84	3,0
21.10.09	NST08	15.09.10	3 000	2,42	2,85	4,5

<sup>1</sup> Gjennomsnitt av innlåns- og utlånsrenta til bankane i interbankmarknaden på auksjonstidspunktet, interpolert og omrekna til effektive renter på faktisk/365-basis.

<sup>2</sup> Bodvolum i høve til auksjonsvolum.

<sup>3</sup> Av dette er 6 mrd. direkte til staten si eigenbeholdning for marknadspleieformål.

<sup>4</sup> Ettertegning til statens si eigenbehandling.

Kjelde: Finansdepartementet og Noregs Bank.

Tabell 1.3 Bytte av statspapir mot obligasjoner med fortrinnsrett (OMF).

Auksjonsdato	Veksel	Tildelt volum, mill. kr	Auksjonsrente <sup>1</sup>	Vekselrente <sup>1</sup>
24.11.08	NST02	10 000	5,86	5,15
01.12.08	NST02	11 000	5,68	5,09
08.12.08	NST02	10 000	5,23	4,75
15.12.08	NST03	10 987	4,70	4,30
12.01.09	NST03	15 000	3,45	2,90
26.01.09	NST03	15 000	3,27	2,75
23.02.09	NST03	1 000	3,25	2,54
09.03.09	NST05	5 000	2,74	2,03
16.03.09	NST04	1 960	2,85	2,15
01.04.09	NST04	10 550	2,66	2,15
20.04.09	NST04	10 000	2,67	2,12
04.05.09	NST04	10 820	2,60	1,93
18.05.09	NST04	10 000	2,27	1,61
02.06.09	NST06	11 370	2,37	1,60
15.06.09	NST06	11 000	2,26	1,76
29.06.09	NST05	12 500	2,09	1,60
13.07.09	NST05	11 170	2,05	1,50
27.07.09	NST05	12 050	2,08	1,52
10.08.09	NST05	11 990	1,95	1,55
24.08.09	NST07	11 750	2,84	1,98
07.09.09	NST07	11 690	2,95	2,25
21.09.09	NST07	10 080	3,16	2,35
05.10.09	NST06	2 420	2,90	1,94
19.10.09	NST06	1 500	3,03	2,03

<sup>1</sup> Rente fram til første rullering

Kjelde: Noregs Bank og Finansdepartementet



