



DET KONGELEGE  
FINANSDEPARTEMENT

# Prop. 17 S

(2014–2015)

Proposisjon til Stortinget (forslag til stortingsvedtak)

FOR BUDSJETTÅRET 2015

## Fullmakt til å ta opp statslån o.a.

*Tilråding frå Finansdepartementet 14. november 2014,  
godkjend i statsråd same dagen.  
(Regjeringa Solberg)*

### 1 Innleiing og samandrag

Finansdepartementet legg med dette fram ein proposisjon med framlegg til fullmakt for statleg opplåning i 2015. Proposisjonen er utarbeidd på grunnlag av føresetnadene i statsbudsjettet for 2015.

I motsetning til i mange andre land er det i Noreg ikkje behovet for å finansiere underskot på statsbudsjettet som er årsaka til at staten låner pengar i kapitalmarknaden. Staten har sidan 1996 opparbeidd ein stor finansformue som er plassert i utanlandske kapitalmarknader gjennom Statens pensjonsfond utland (SPU). Lånebehovet til staten følgjer av netto utlån og kapitalinnskot til statsbankane o.a., avdrag på eksisterande statsgjeld og behovet for ei viss kontantbeholdning.

Finansdepartementet legg vekt på at det i statsgjeldforvaltinga skal vere ei klar ansvars- og rolledeling mellom departementet og Noregs Bank. Den 2. oktober 2014 vedtok departementet eit nytt mandat til Noregs Bank for statsgjeldforvaltinga. Mandatet inneber ikkje noka vesentleg endring av strategien for korleis den statlege gjelda skal forvaltast, men delegerer dei operative oppgåvene i forvaltinga til Noregs Bank, som utferdar gjeld på vegner av den norske stat. Mandatet er omtalt nærmare i punkt 2.4.

I mandatet er det formulert ei målsetting for statsgjeldforvaltinga der Noregs Bank skal dekkje

lånebehovet til staten til så låge kostnader som mogleg. Mandatet til Noregs Bank gir òg uttrykk for ein overordna strategi som Noregs Bank skal følge for å nå dette målet. I utforminga av strategien har departementet lagt vekt på at lån med kort rentebinding over tid har kunna gi lågare lånekostnader enn lån med lang tid til forfall. Statens evne til å tole variasjon i rentekostnader og det at statsgjelda i stor grad blir brukt til å gi lån med kort rentebinding, trekkjer i den same retninga. Statens behov for å fordele forfall av statsgjeld på fleire tidspunkt og eit ønske om ein velfungerande kapitalmarknad taler samtidig for å spreie opplåninga over ulike løpetider, slik at den samla rentebindingstida blir lengre. Ei avveging mellom desse omsyna taler for at staten utferdar obligasjonar med både kort og lang løpetid, samtidig som ein inngår rentebyteavtalar for å gjere den samla rentebindingstida kortare enn ho elles ville ha vore. Strategien og omsyna som ligg bak desse avvegingane, er omtalt nærmare i punkt 2.2.

Statens alminnelege lånebehov for 2015 følgjer av forslaget til statsbudsjett for 2015. Det blir lagt opp til at finansieringsbehovet 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. Sidan det ikkje er forfall av langsiktige lån i 2014, mens det er eit stort forfall i 2015, blei noko av finansieringsbehovet i 2015

dekt ved opptak av lån i 2014. Det er éi av årsakene til at det for 2015 er aktuelt å ta opp mindre langsiktige lån enn det som følgjer av finansieringsbehovet i 2015 åleine. For 2015 er det foreslått ein fullmakt på 100 mrd. kroner for opptak av nye langsiktige lån.

Statens kortsiktige opplåning i marknaden skjer ved sal av statskassevekslar, det vil seie papir med løpetid på inntil tolv månader. Som følgje av ordninga der bankane kunne byte obligasjonar med førerett (OMF) mot statskassevekslar, den såkalla byteordninga, auka uteståande i statskassevekslar kraftig i 2008 og 2009. Etter at dei siste byteavtalane blei innfridde i juni 2014, er uteståande volum lågare igjen. For 2015 er det foreslått ei ramme på 125 mrd. kroner for uteståande kortsiktige marknadslån. Det er 75 mrd. kroner lågare enn i 2014.

For andre kortsiktige lån ber ein om ei fullmakt der det ikkje blir sett noka særskild beløpsgrense. Ein ber i tillegg om at den generelle fullmakta til å inngå rentebyteavtalar og tilsvarende derivatavtalar blir vidareført. Dette er omtalt nærare i kapittel 4, og forslaga er samanfatta i tabell 4.1.

## 2 Statens gjeldsforvaltning

### 2.1 Målsetjing for statens gjeldsforvaltning

Målet med statsgjeldforvaltninga er å dekkje lånebehovet til staten til så låge kostnader som mogleg samtidig som ein tek omsyn til den risikoen staten tek på seg i samband med låneopptaka. I utforminga av låneprogrammet legg ein òg noko vekt på å medverke 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 private obligasjonar. Statens tilbod av statspapir medverkar på denne måten til å gjere kapitalmarknaden i Noreg meir effektiv.

### 2.2 Hovudtrekk ved opplåningsstrategien

Strategien for statsgjeldsforvaltninga er avleidd av målsetjinga for opplåninga og særtrekk ved marknaden og staten som låntakar.

#### 2.2.1 Særtrekk ved den norske staten som låntakar

Det er ei rekkje forhold som gjer at den norske staten som låntakar skil seg frå andre statar som det er naturleg å samanlikne Noreg med. Den

tydelegaste forskjellen er at den norske staten har eit stort fond som finansierer det oljekorrigerte budsjettunderskotet, jf. figur 3.1.

Den norske staten låner for å finansiere ei omfattande utlånsverksemd til privat sektor, mellom anna i Statens pensjonskasse, Statens lånekasse for utdanning og Husbanken. Per 31.12.13 var innanlandske renteberande fordringar meir enn 150 mrd. kroner større enn marknadsgjelda til staten. Det skaper store årlege renteinntekter. I statsrekneskapen for 2013 var renteinntektene frå statsbankane om lag to mrd. kroner høgare enn renteutgiftene på statsgjelda. Privat sektor betaler i stor grad ei flytande rente til staten på låna sine. I Statens lånekasse for utdanning er om lag 60 pst. av låna med flytande rente, mens det tilsvarende talet i Husbanken er om lag 40 pst. Alle kundane i låneordninga i Statens pensjonskasse betaler flytande rente, og statens konto i Noregs Bank har ei rente som blir endra kvart kvartal.

I marknaden er det vanleg å bruke *durasjon* som mål på renteeksponering. Durasjon gir informasjon om korleis marknadsverdien av gjelda blir påverka ved endringar i marknadsrentene. For staten, som budsjetterer og fører rekneskap etter kontantprinsippet, og som normalt ikkje legg vekt på endringar i marknadsverdiar, er det meir formålstenleg å bruke *rentebinding* som mål på renteeksponeringa. Rentebinding måler kor lang tid eit låneinstrument betaler den same renta. For dei norske statspapira og andre papir som har fast rente men ikkje avdrag før endeleg forfall, er rentebindingstida den same som løpetida.

#### 2.2.2 Verkemåten og særtrekka til marknaden

Oppfatningar om forholdet mellom renta på rentepapir med kort rentebinding og renta på rentepapir med lang rentebinding er sentrale ved utforminga av ein lånestrategi. *Terminpremien* kan definerast som den meiravkastinga ein investor krev for å eige ein obligasjon med lang rentebindingstid, til dømes ti år, i staden for å eige ein serie av kortare obligasjonar, til dømes ved å investere i obligasjonar med eitt års rentebindingstid ti gonger etter kvarandre. Litt forenkla er terminpremien 0,5 prosentpoeng dersom den venta eittårsrenta er 5 pst. dei neste ti åra, mens tiårsrenta er 5,5 pst.

Det finst ulike teoriar som skal forklare forholdet mellom korte og lange renter, men inga fastsett forklaring på eksistensen av ein terminpremie. Studiar av historisk renteutvikling viser gjerne at terminpremien er positiv i gjennomsnitt (sjå elles boks 1). I strategien for statsgjelda er det

lagt vekt på at ein positiv terminpremie isolert sett talar for at ei kort rentebinding på statsgjelda kan gi lågare rentekostnad enn lang rentebinding.

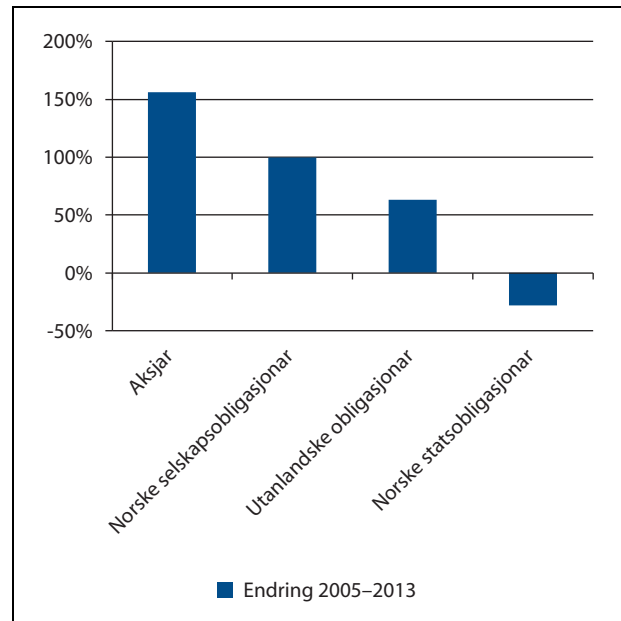
Den norske kapitalmarknaden er liten i internasjonal målestokk. Det gjeld òg marknaden for statspapir. Samtidig blir om lag 50 pst. av norske statspapir haldne av utanlandske investorar, og mange av desse forvaltar til dels svært store porteføljar. Kombinasjonen store aktørar og liten marknad kan gjere det utfordrande å skape ein likvid marknad.

I mange land er innanlandske forsikringselskap og bankar både store kjøparar av statspapir og aktive i andrehandsmarknaden. Norske statspapir kan i liten grad støtte seg på ein slik heimleg investorbase. Etterspurnaden etter norske statspapir frå norske institusjonelle investorar har vore svak dei siste åra. Figur 2.1 viser at livsforsikringselskapa sine investeringar i aksjar auka med 156 pst. frå 2005 til 2013, men deira investeringar i norske statsobligasjonar falt med 28 pst. i den same perioden.

Norske hushald kjøper heller ikkje i særleg grad statspapir, men har bunde opp mykje kapital ved å eige sin eigen bustad.

Eigarsamansetjinga av norske statspapir har endra seg dei siste åra, jf. figur 2.2. Den utanlandske eigardelen av norske statsobligasjonar auka frå 40 pst. ved utgangen av 2002 til 70 pst. i 2011 for deretter å falle til 58 pst. i 3. kvartal 2014.

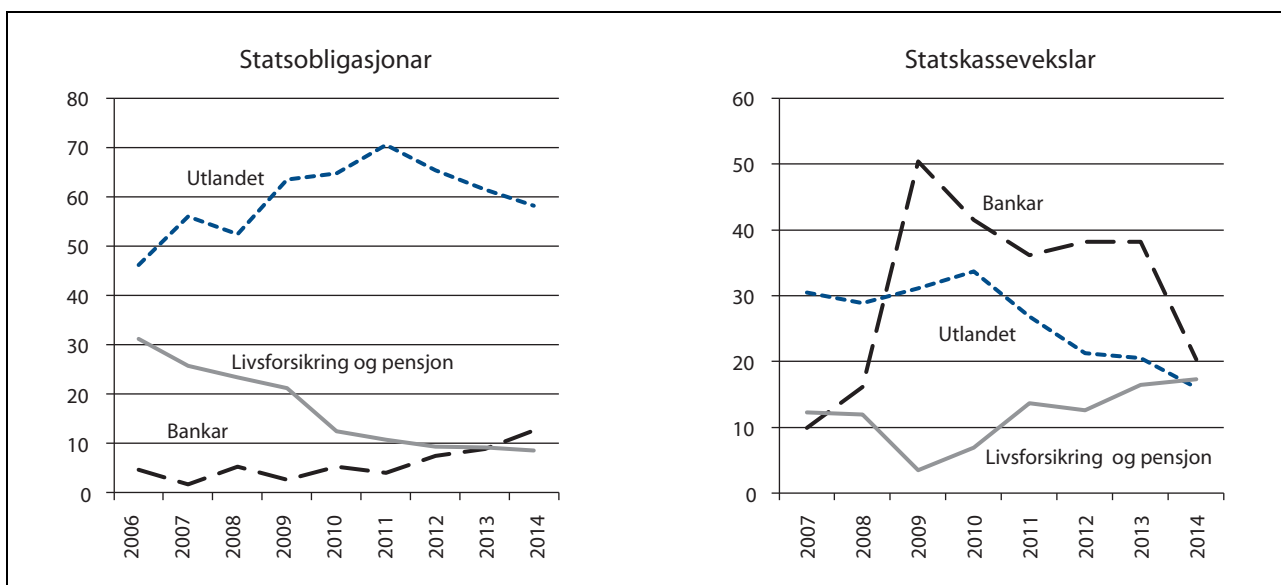
Det har òg vore store endringar i eigarsamansetjinga av vekslane dei siste åra, jf. figur 2.3. På grunn av byteordninga, der bankane kunne byte



Figur 2.1 Endringa i livsforsikringselskapa sine beholdningar av aksjar og obligasjonar frå 2005 til 2013. Prosent

Kjelde: Statistisk Sentralbyrå

til seg statskassevekslar mot obligasjonar med førerrett, auka forretnings- og sparebankane si beholdning av vekslar frå om lag 8 pst. av uteståande ved utgangen av 3. kvartal 2008 til 50 pst. av uteståande i januar 2010. Etter kvart som byteordninga blei fasa ut, fall beholdninga igjen, og ved utgangen av 3. kvartal 2014 var den 20 pst.



Figur 2.2 Eigarsamansetjinga av norske statspapir. Prosent

Kjelde: Verdipapirsentralen. Tala for 2014 er for 3. kvartal.

### 2.2.3 Strategi for statens låneportefølje

Sjansen for ein positiv terminpremie og særtrekka ved den norske staten som låntakar og kapitalmarknaden i norske kroner tilseier, slik departementet ser det, at staten bør emittere statspapir i eit breitt spekter av ulike løpetider for å fange opp all etterspurnad i marknaden og slik bidra til ei kurve av risikofrie referanserenter. Samtidig bør ein søkje å redusere den samla rentebindinga ved å inngå såkalla rentebyteavtalar der staten i ein periode får faste renter basert på lang rentebinding og betaler flytande, eller variable, renter basert på kort rentebinding.

Denne strategien er godt tilpassa den risikoberande evna til staten, som er høg grunna den finansielle bufferen som Statens pensjonsfond utland utgjer. Statsgjelda kan setjast saman slik at dei venta rentekostnadene over tid blir så låge som mogleg. Med utgangspunkt i tanken om at rentekurva over tid er stigande som følgje av ein positiv terminpremie, bør statsgjelda ha kortare rentebinding enn det som følgjer av å utferde gjeld over alle løpetider.

Eit tilleggsargument for kortare rentebinding på innlån enn det som følgjer av å utferde lån med både kort og lang rentebindingstid, er dei store årlege renteinntektene staten får frå dei rentebærande fordringane sine. Statens renteinntekter i statsbudsjettet har i fleire år vore større enn renteutgiftene. Renteinntektene har i hovudsak kort rentebinding. Då blir variasjonen i netto rentebetalingar til staten redusert dersom statsgjelda òg har kort rentebinding. Dette er likevel ingen fullstendig analyse av verknaden på statens balanse av endringar i rentenivå.

Særtrekka ved kapitalmarknaden i norske kroner inneber samtidig at det er krevjande for staten å oppnå ei kort rentebinding på statsgjelda ved berre å utferde kortsiktige papir. Ein slik strategi ville innebære at ein måtte refinansiere ein stor del av gjelda kvart år. Det skaper risiko for at det blir store uheldige endringar i marknaden på tidspunkt der store lån skal refinansierast. Den relativt avgrensa likviditeten i marknaden talar for at staten vel ein lånestrategi som avgrensar denne refinansieringsrisikoen. Ein stor del av statsgjelda bør difor ha middels til lang løpetid, slik at forfalla blir spreidde over tid.

Ved at staten utferdar obligasjonar med lang løpetid og samtidig inngår rentebyteavtalar for å gjere rentebindingstida for samla portefølje kortare enn ho elles ville vore, kan ein ivareta ønsket om kort rentebinding saman med ein avgrensa refinansieringsrisiko. Bruk av rentebyteavtalar for

å styre rentebindinga gjer det òg mogleg å tilpasse auksjonar av nye statspapir til dei løpetidene som til kvar tid er mest etterspurde av investorene, utan at det skal bestemme den samla rentebindinga på statens låneportefølje.

Ved å utferde obligasjonar med ulik løpetid legg ein òg i noko grad til rette for ein velfungerande finansmarknad. Statspapira tener til vanleg rolla som referanselån i marknaden og kan mellom anna nyttast til å prise finansielle instrument, til dømes private obligasjonar.

### 2.3 Styringsmodell

Finansdepartementet har ansvaret for å forvalte gjelda og kontantbeholdninga til staten. Det er gjort avtalar med Noregs Bank om å forvalte gjelda og likviditeten til staten og om konsernkontoordninga. Konsernkontoordninga til staten gjeld for departementa og dei underliggjande verksemdene og skal dekkje det statlege behovet for betalingstenester og likviditetsforvaltning. 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.

I Prop. 24 S (2013–2014) Fullmakt til å ta opp statslån o.a. blei det varsla at departementet «vil sjå nærare på denne arbeidsdelinga med sikte på å reindyrke si rolle som overordna, styrande eining og Noregs Banks rolle som utøvande eining innanfor ramma av eit mandat».

Departementet fastsette 2. oktober eit nytt mandat for Noregs Bank si forvaltning av statsgjelda i tråd med dette.

### 2.4 Mandatet til Noregs Bank

Det nye mandatet for Noregs Bank si forvaltning av statsgjelda inneber ikkje noko brot med den tidlegare lånestrategien. Den viktigaste endringa er at all operativ forvaltning blir samla i Noregs Bank, og at Finansdepartementet reindyrkar rolla som ansvarleg for strategi og oppfølging.

Mandatet beskriv forvaltingsoppdraget til Noregs Bank og målsetjinga for oppdraget. Departementet har lagt vekt på at det skal vere ei klar målsetjing for Noregs Bank si forvaltning av statsgjelda å oppnå så låge lånekostnader som mogleg innanfor rammene som følgjer av mandatet.

Statsgjeld vil bli utferda av Noregs Bank på vegner av staten, og Noregs Bank vil inngå finansielle kontraktar i staten sitt namn. Alle transaksjonar skal derfor bokførast i statsrekneskapen,

### Boks 2.1 Er det rimeleg å vente at det å redusere rentebindinga på statens lån vil gi lågare lånekostnader?

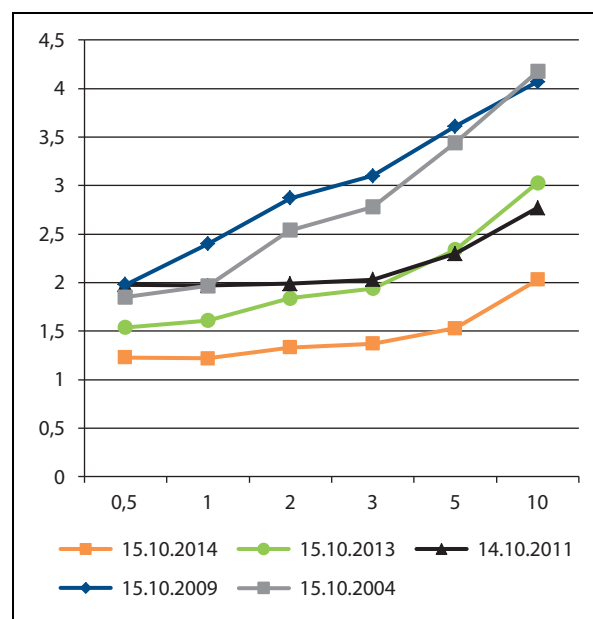
Det finst ulike teoriar for å forklare samanhen- gen mellom kortsiktige og langsiktige renter, vanlegvis kalla terminstrukturen til renta. Dei tre mest kjende er forventingsteorien, løpetids- preferanseteorien og segmentteorien. *Forven- tingsteorien* går ut frå at alle renteplasseringar skal ha den same venta avkastinga over ein gitt tidsperiode. Vi ser no bort frå kredittrisiko. I så fall vil høge langsiktige renter komme av at dei kortsiktige rentene er venta å stige. *Løpetidspre- feranseteorien* går ut frå at låntakarar ønskjer langsiktige lån, mens utolmodige investorar helst vil ha kort rentebinding på sine plasseringar. For å akseptere å kjøpe lange lån vil investo- rane derfor krevje ei høgare avkastning, og den gjennomsnittlege rentekurva blir stigande. *Seg- mentteorien* går ut frå at det finst fleire ulike grupper investorar i marknaden som har ulike preferansar når det gjeld løpetid. Investorane vil krevje ein risikopremie for å investere i dei seg- menta som dei ikkje føretrekkjer.

Kva for ein teori som gir den beste forklara- ringa på rentekurvene vi kan sjå i marknaden, blir no eit såkalla empirisk spørsmål, eller eit spørsmål som ein best kan svare på ut frå analysar av den historiske utviklinga. Det finst noko empiri frå Noreg på dette området, mellom anna har Noregs Bank berekna løpetidspremiar i pen- gemarknaden, og funne at dei i gjennomsnitt er positive, men at dei varierer over tid, sjå Penger og Kreditt 1/03 og 3/05. I desse artiklane blir det òg peika på at tilsvarende analyser i andre land gjev liknande resultat. Det er krevjande å gjere empiriske undersøkingar for lengre løpe- tider, så dei som finst, er i hovudsak utført med pengemarknadsrenter.

Ettersom dei norske kapitalmarknadene var sterkt regulerte fram til 1980-åra er det avgrensa høve til å analysere lange tidsseriar i Noreg. I andre land har ein derimot hatt fri rentedanning

i kapitalmarknaden i mange år. Det er gjort mange empiriske undersøkingar av rentekurva i andre land, og oppsummert verkar det å vere god støtte i data for at det finst ein positiv og tidsvarierende terminpremie. I eit diskusjons- notat frå 2011 påpeiker Noregs Bank, sjå disku- sjonsnotat nr. 4, 18. mars 2011, NBIM, at meste- parten av dei empiriske undersøkingane som finst på området, har sett på tal frå USA i etter- krigstida, og finn at løpetidspremien i gjennoms- nitt er positiv. Tanken om ein positiv løpetids- premie også i den norske kapitalmarknaden ver- kar derfor å vere rimeleg.

Figur 2.3 viser at både nivået og hellinga på rentekurva for norske statspapir varierer over tid. Rentenivået fall kraftig i perioden, og mest for obligasjonar med lang løpetid.



Figur 2.3 Rentekurva for norske statslån på ulike tidspunkt. Prosent

Kjelde: Macrobond

og Riksrevisjonen skal revidere rekneskapen til statsgjelda. Noregs Banks representantskap skal føre tilsyn med at bankdrifta skjer innanfor det gjeldande regelverket. Mandatet for gjeldsforvaltninga vil vere ein del av dette regelverket.

Mandatet seier at banken skal søkje å unngå interessekonfliktar mellom forvaltninga av statsgjelda og utøvinga av pengepolitikken. Dersom ein ikkje kan unngå slike interessekonfliktar, skal ein identifisere dei og handtere dei på eit forsvarleg vis. Det er vidare stilt krav til risikostyring, mellom anna skal refinansieringsrisikoen avgrensa. Det er lagt opp til at banken sjølv kan godkjenne nye salskanalar og nye instrument innanfor rammene som følgjer av mandatet.

I mandatet blir det lagt opp til meir omfattande rapporteringskrav enn i dag, og det er lagt vekt på at all rapportering bør vere offentleg. § 4-1 (1) i mandatet seier følgjande: «Banken skal utarbeide offentlige kvartals- og årsrapporter om forvaltninga av statsgjelden. Ved utarbeidelsen skal det legges til grunn at det skal være størst mulig åpenhet om forvaltninga innanfor de rammene som settes av en forsvarlig gjennomføring av forvaltningsoppdraget.»

Mandatet pålegg banken å utarbeide ein offentleg lånestrategi og eit låneprogram som må vere innanfor fullmakter som er gitt av Stortinget etter behandling av lånefullmaktproposisjonen.

Mandatet gir departementet rett og plikt til å fastsetje årlege rammene for forvaltninga, inkludert ei øvre grense for brutto opplåningsvolum og minstekrav til rentebindingstid på låneporteføljen. Brutto opplåningsvolum for statsobligasjonar er summen av alle emisjoner i løpet av året. Departementet har valt å fastsetje ei øvre grense for brutto opplåningsvolum, slik at banken innanfor denne ramma kan dekkje det netto, likviditetsjusterte finansieringsbehovet i statsbudsjettet, refinansiere forfall i statslån, eventuelt utferde nye statspapir til eigenbeholdninga til staten og kjøpe tilbake uteståande statsobligasjonar når det er formålstenleg. Banken blir pålagt å gjennomføre opplåninga slik at statens konsernkonto i Noregs

Bank alltid har eit inneståande volum som er større enn eit minstebeløp som departementet har fastsett, jf. føresegnene i sentralbanklova § 18 om at banken ikkje kan yte kreditt direkte til staten.

Banken skal bidra til at det finst ei rentekurve for statspapir med løpetid opptil ti år som kan tene som referanse for prising i obligasjonsmarknaden. Mandatet slår òg fast at banken får dekt faktiske kostnader innanfor ei årleg ramme som departementet fastset i samband med den ordinære budsjettprosessen.

### 3 Utviklinga i statsgjelda og instrumentbruk

#### 3.1 Utvikling i samla gjeld

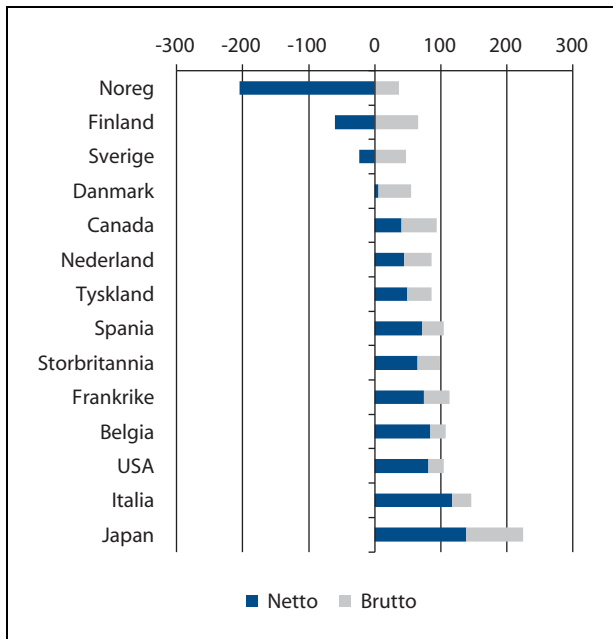
Tabell 3.1 viser storleiken på og samansetjing av bruttogjelda til staten ved utgangen av dei siste to åra og til tredje kvartal i 2014.

Ved utgangen av 2013 var bruttogjelda til staten om lag 604 mrd. kroner. Fordringane til staten var på same tid om lag 6 403 mrd. kroner, av dette var 5 032 mrd. kroner i Statens pensjonsfond utland. Statskassen sine netto fordringar var dermed om lag 5 686 mrd. kroner, jf. Meld. St. 3 (2013–2014) Statsrekneskapen 2013. Det svarer til 205 pst. av BNP. Figur 3.1 samanliknar staten si brutto- og nettogjeld som del av BNP for Noreg og utvalde andre land ved utgangen av 2013. Den statsfinansielle stillinga til Noreg er svært sterk i verds målestokk.

Statsgjelda består av langsiktige lån, kortsiktige marknadspapir og andre kortsiktige lån. Opp- og nedtak av langsiktige lån i den innanlandske marknaden har sidan 1991 i hovudsak skjedd gjennom auksjonar av obligasjonar. Det er omsetjelege lån med kupongrente. Den kortsiktige opplåninga i marknaden skjer gjennom sal av statskassevekslar. Det er omsetjelege lån utan kupongrente, der avkastninga er knytt til underkursen dei blir lagde ut til. Andre kortsiktige lån omfattar alminnelege

Tabell 3.1 Samansetjinga av gjelda til staten. Mill. kroner

	31.12.12	31.12.13	30.09.14
Langsiktige lån	274 406	288 862	333 656
Kortsiktige marknadspapir	197 402	161 940	79 000
Andre kortsiktige lån	145 437	153 243	174 464
Statsgjelda	617 244	604 045	587 120



Figur 3.1 Stabsgjelda i prosent av BNP i Noreg og utvalde andre land i 2013.

Kjelde: OECD.

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.

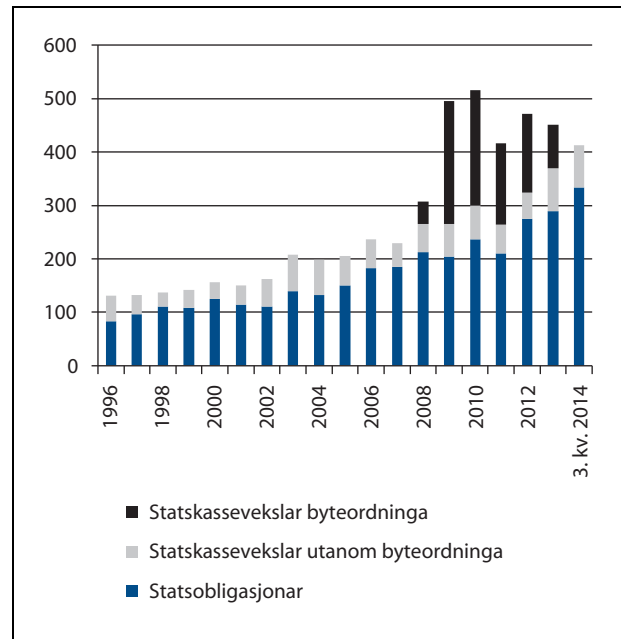
Ved utgangen av 3. kvartal 2014 var den uteståande gjelda i statspapirmarknaden 413 mrd. kroner, fordelt på 334 mrd. kroner i statsobligasjonar og 79 mrd. kroner i statskassevekslar. Kortsiktige lån som ikkje var marknadspapir, utgjorde 174 mrd. kroner.

Figur 3.2 viser utviklinga i den uteståande gjelda i statspapirmarknaden i perioden frå 1996 til 3. kvartal 2014. Den totale uteståande gjelda har auka med 282 mrd. kroner frå 131 mrd. kroner i 1996 til 413 mrd. kroner no. Ein stor del av auken i uteståande statskassevekslar i åra 2008 til 2013 skriv seg frå byteordninga med bankane som blei innført i 2008 og avvikla i 2014.

Figur 3.3 viser netto statsobligasjonsgjeld<sup>1</sup> og rentebærande fordringar utanom kontantbeholdninga i perioden frå 1996 til 2013.

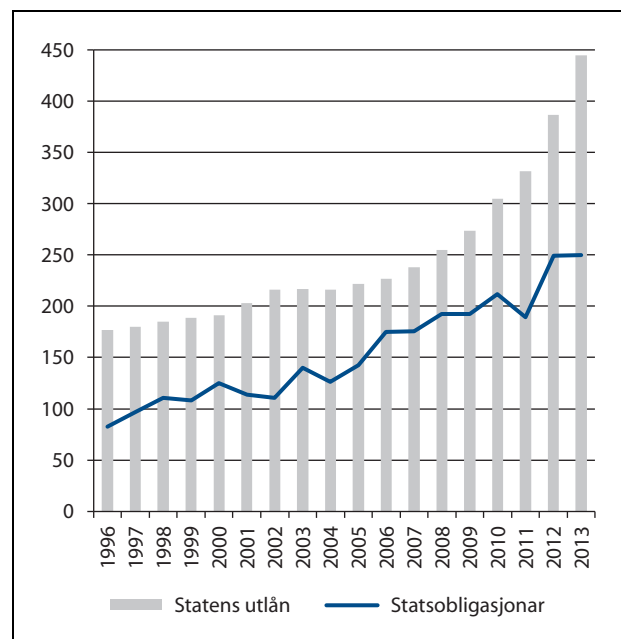
### 3.2 Langsiktige lån

Staten dekkjer behovet for langsiktig finansiering ved å selge statsobligasjonar i den innanlandske marknaden gjennom auksjonar, jf. avsnitt 3.1. Det



Figur 3.2 Utviklinga i uteståande statspapir som blir handla i marknaden. Mrd. kroner

Kjelder: Noregs Bank og Finansdepartementet



Figur 3.3 Utviklinga i uteståande statsobligasjonar og utlån frå staten. Mrd. kroner

Kjelder: Noregs Bank og Finansdepartementet

er for tida seks referanselån i marknaden, jf. tabell 3.2.

Så langt i 2014 har det vore avvikla 18 auksjonar, med eit samla volum på 68 mrd. kroner. Resultat av auksjonane hittil i år er samanfatta i tabell 1.1 i vedlegg 1.

Dersom ein vil ha ein indikator på kor vellykka ein auksjon har vore, kan ein samanlikne den

<sup>1</sup> Uteståande statsobligasjonsgjeld etter at eigenbeholdninga til staten er trekt frå.

Tabell 3.2 Statsobligasjoner. Utestående i referanselån per 23. oktober 2014<sup>1</sup>.

Børsnummer	Lagt ut første gong	Forfall	Nominelt pålydande beløp (mill. kroner)	Kupongrente
NST471	02.06.04	15.05.15	59 919	5,00
NST472	19.05.06	19.05.17	65 737	4,25
NST473	22.05.08	22.05.19	59 000	4,50
NST474	25.05.10	25.05.21	63 000	3,75
NST475	24.05.12	24.05.23	47 000	2,00
NST476	14.03.14	14.03.24	45 000	3,00

<sup>1</sup> Inkluderer statens egenbeholdning til bruk i marknadspolia. Kjelde: Finansdepartementet.

effektive renta ein har oppnådd i auksjonen, med rentenivået i andrehandsmarknaden på same tidspunkt. Ei slik samanlikning er enklast å gjere i dei tilfella der ein utvidar eit lån som alt er prisnotert i marknaden. Prisnotering gjer at det finst bindande kjøps- og salsprisar i marknaden, slik at marknadsaktørane kan kjøpe og selje til desse prisane dersom dei vil. Det normale i ein auksjon av norske statsobligasjoner er at den effektive renta ein oppnår, ligg mellom kjøps- og salsrenta i andrehandsmarknaden på auksjonstidspunktet.

Den gjennomsnittlege renta i auksjonane i 2014 til og med 23. oktober er 2,52 pst. Gjennomsnittleg har auksjonsrenta vore 30 rentepunkt lågare enn midtrenta i rentebytemarknaden. I 2013 var renta i gjennomsnitt 70 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. Eit mål på denne interessa er forholdet mellom det samla bodvolumet og volumet som blir lagt ut i auksjonen («bid-to-cover»). I dei auksjonane som har vore gjennomførte hittil i år, har dette forholds-talet variert mellom 1,87 og 4,28.

### 3.3 Kortsiktige lån

#### 3.3.1 Statskassevekslar

Den kortsiktige opplåninga i marknaden skjer gjennom sal av statskassevekslar, det vil seie papir utan kupongrente. Låna blir lagde ut til ein underkurs, men blir innfridde til pari kurs. Det gjer at investorane får ein kursgevinst på papiret. Avkastinga på papiret er såleis knytt til underkursen i emisjonen. Med dagens opplegg blir det opna nye veksellån med tolv månaders løpetid fire gonger i

året. Veksellåna blir opna og har forfall i mars, juni, september og desember. Mange investorar i den norske marknaden har behov for kortsiktige og sikre plasseringar. Ved å leggje ut vekslar fangar staten opp denne etterspurnaden.

Den gjennomsnittlege renta i auksjonane i 2014 fram til og med 15. oktober er 1,36 pst. Tidlegare har resultatene av auksjonane i kortsiktige statspapir blitt samanlikna med den tilsvarende renta i pengemarknaden, uttrykt ved den såkalla NIBOR-renta<sup>2</sup>. Frå og med 1. januar 2014 finst ikkje NIBOR for løpetider over seks månader, så ein kan derfor ikkje lenger gjere slike samanlikningar. Resultatet av auksjonane hittil i år er samanfatta i tabell 1.2 i vedlegg 1.

#### 3.3.2 Andre kortsiktige lån

Andre kortsiktige lån omfattar såkalla alminnelige 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 2.4.

Ved utgangen av september 2014 var dei totale plasseringane under fullmakta for andre kortsiktige lån nær 175 mrd. kroner. Den største plasseringen er operatørbanken som forvaltar likviditeten i samband med visse skatte- og avgiftsbetalningar. Denne operatørbanken skal etter dagens ordning plassere likviditeten banken får ved slike statlege betalningar, som uforrenta kontolån til staten. Slike kontolånsplassingar varierer mykje gjennom året. Per 30. september 2014 var det utestående kontolån på om lag 110 mrd. kroner under denne

<sup>2</sup> NIBOR er forkorting av Norwegian Interbank Offered Rate.



ordninga. Hovuddelen av kontolåna frå operatørbanken er knytt til ordninga for innbetaling av folketrygdavgift og skatt på inntekt til kommunekasserane. Desse er pålagde å ha eigen kassefunksjon og eigen bankkonto for innbetalte skatte- og trekkbeløp.

### 3.4 Rentebyteavtalar

Finansdepartementet nyttar rentebyteavtalar i gjeldsforvaltinga for å redusere rentebindinga på gjelda i høve til det som følgjer direkte av ein strategi der ein spreier opplåninga over rentekurva frå null til ti år. Rentebyteavtalar gir staten fleksibilitet til å endre den gjennomsnittlege rentebindinga på gjeldsporteføljen utan at opplåninga blir endra. Når Noregs Bank tek over dei operative oppgåvene i gjeldsforvaltinga, tek ein sikte på å halde fram å bruke rentebyteavtalar. Banken vil då få fullmakt til å inngå rentebyteavtalar på vegner av staten.

Til og med 2014 har staten sjølv inngått rentebyteavtalar. 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 kunngjort. Departementet har vidare lagt vekt på at avtalane blir 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. Slike avtalar er, og vil framleis vere, inngått i statens namn. Departementet inngår berre rentebyteavtalar med motpartar som har tilfredsstillande kredittvurdering hos dei største kredittvurderingsselskapa på avtale-tidspunktet. For å minske den potensielle kreditt-risikoen i samband med slike avtalar krev staten sikkerheit i form av eit kontantinnskot dersom kontraktane har ein marknadsverdi i staten sin favør over ein viss terskelverdi. Terskelverdien varierer med den kredittvurderinga motparten har hos dei største kredittvurderingsselskapa. På denne måten blir kreditttrisikoen halden på eit relativt lågt nivå.

Ved utgangen av 3. kvartal 2014 var det uteståande avtalar for om lag 120 mrd. kroner med 13 ulike motpartar. På nettstaden til Finansdepartementet ligg det ei oversikt over alle dei inngåtte rentebyteavtalane.

### 3.5 Risikostyring

Når ein vurderer lånekostnadene, må ein òg ta omsyn til ulike typar risiko i samband med opp-

låninga til staten. Nedanfor fokuserer ein på å omtale *renterisiko*, for det er den dominerande risikoen som staten er utsett for.

Staten er òg utsett for *kredittisiko* i samband med rentebyteavtalar, jf. omtale i avsnitt 3.4. Staten søkjer å avgrense denne risikoen ved å krevje trygd frå kontraktmotpartane.

*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 statsgjeldsforvaltinga. Denne risikoen søkjer ein å avgrense mellom anna ved å ha gode rutinar og ei klar ansvarsfordeling.

*Refinansieringsrisiko* er risikoen for at ein ikkje lenger får ta opp nye lån når dei gamle forfell, eller at ein må ta opp nye lån til vesentleg dårlegare vilkår. Staten søkjer å avgrense denne risikoen ved å utferde statsgjeld med god spreieing i løpetida, slik at ikkje for mykje av statsgjelda forfell på eitt tidspunkt.

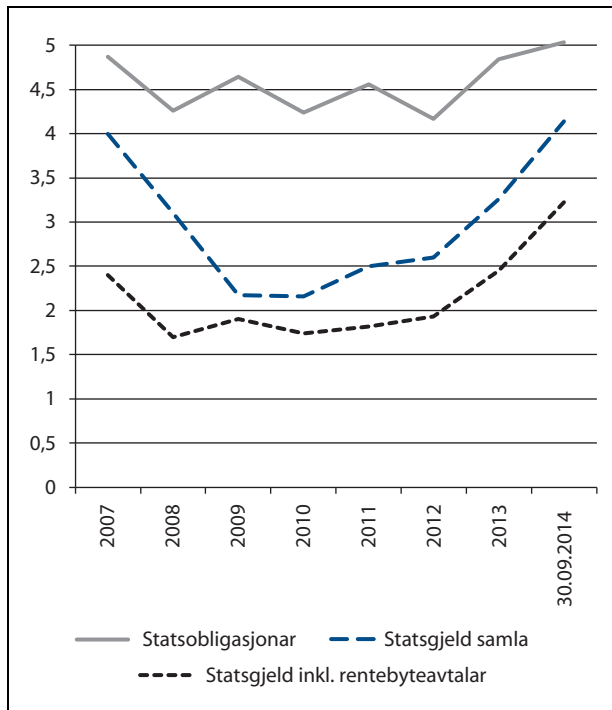
#### 3.5.1 Renterisiko

Renterisiko er risikoen for tap eller gevinst 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. Jo lengre gjennomsnittleg rentebinding ein gjeldsportefølje har, jo sikrare 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.

Figur 3.4 viser at rentebindinga til staten blei gradvis kortare i åra 2007–2009 for sidan å auke igjen. Mykje av fallet i rentebindinga kjem av at det blei utferda fleire statskassevekslar til bruk i den såkalla byteordninga med bankane. Staten har fått færre førespurnader frå marknadsaktørane om å inngå rentebyteavtalar dei siste åra.

Frå den første rentebyteavtalen blei inngått i 2005, og ut 2013, har staten fått 7,8 mrd. kroner i netto innbetalingar frå motpartane. I tillegg har den berekna marknadsverdien av alle dei løpande rentebyteavtalane til staten auka til over 10 mrd. kroner. Bakgrunnen for denne positive utviklinga er det markerte fallet ein har sett i marknadsrentene sidan 2005.

Det er viktig å sjå på porteføljen av statspapir og rentebyteavtaler samla når ein skal vurdere renterisikoen i statsgjelda. Rentebyteavtalane er inngått nettopp for å påverke den samla rentefølsomheten til staten. Staten ville ikkje ha inngått dagens portefølje av rentebyteavtalar utan



Figur 3.4 Utviklinga i rentebindinga på marknadsgjelda<sup>1</sup>. År

<sup>1</sup> Inkludert statens eigenbeholdning.

Kjelde: Finansdepartementet

dagens portefølje av statspapir. Ein kan likevel berekne effekten av endringar i marknadsrentene på rentebyteavtalar isolert sett for å vise at dagens portefølje av rentebyteavtalar både kan auke og minke dei årlege renteutgiftene til staten, avhengig av utviklinga i dei underliggjande marknadsrentene. Ei slik berekning viser at når rentene i rentebymarknaden stiger med eitt prosentpoeng, blir noverdien – statens marknadsverdi av avtalane – redusert med om lag fire mrd. kroner. Det må ein renteoppgang på nær tre prosentpoeng til før marknadsverdien for staten blir negativ.

Dette viser at dersom rentene aukar til dei nivåa vi hadde for få år sidan, så vil store delar av den positive marknadsverdien ved utgangen av 3. kvartal 2014 forsvinne, eller marknadsverdien kan bli negativ. Negativ verdi tyder i denne samanhengen at staten i framtida er venta å bli netto utbetalar til motpartane.

### 3.6 Oppfølging av operative resultat i gjeldsforvaltninga

Det er eit mål for statsgjeldforvaltninga å låne til så lave kostnader som mogleg.

Forvaltninga følges opp mellom anna ved å analysere emisjonsresultata og dei faktiske lånekost-

nadene over tid. Evalueringa vil, som i dag, måtte ha betydelege innslag av kvalitative vurderingar. Som i dag vil det vere viktig å analysere nøye resultatene i kvar enkelt emisjon.

Også i andre land har dei ansvarlege myndighetene sett at det ikkje lett kan gjerast kvantitative vurderingar av resultatata i statsgjeldforvaltninga. Difor er grunnlaget for oppfølginga frå den ansvarlege enheten typisk detaljerte rapporter frå opplåninga. Samstundes legges det vekt på å følge med på at den operative eininga gjennomfører oppdraget sitt etter dei instruksane og fullmaktene ho har fått.

### 3.7 Pleie av statspapirmarknaden

Ein marknad kan seiast å ha 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. Det er vanleg å rekne med at investorane kan akseptere ei lågare avkastning på ei investering dersom det er god likviditet i investeringa. Finansdepartementet legg derfor vekt på å sikre god nok likviditet i den norske marknaden for statskassevekslar og statsobligasjonar.

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

Primærhandlaravtalane gir òg primærhandlarane tilgang til å låne statspapir frå staten i ein kort periode ved bruk av gjenkjøpsavtalar (såkalla repotilgang). Lånetilgangen gjer det mogleg for primærhandlarane å selje statspapir utan å ha dei i beholdning, og er med på å redusere risikoen primærhandlarane tek på seg. Utnyttinga av reporemmene gir ein god indikasjon på handelsaktiviteten og etterspurnaden i dei ulike låna.

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 løpetid igjen 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. Dei blir ikkje lagde til eigenbeholdninga til staten, men blir brukte til å skrive ned den uteståande beholdninga i det aktuelle lånet. I 2014 har Finansdepartementet kjøpt tilbake til saman 17,2 mrd. kroner i statslånet NST 471, som forfell i mai 2015.

Departementet legg vekt på å gi aktørane i marknaden god informasjon om låneprogrammet til staten. Kalenderen for auksjonar i statsobligasjonar og statskassevekslar blir normalt publisert for eitt år om gongen i desember året før. Kalenderen er ikkje bindande, det vil seie at auksjonar kan avlysast eller supplerast. For kvart kvartal blir det offentleggjort eit intervall for planlagd opplåning i statsobligasjonar og statskassevekslar. Denne offentleggjeringa blir vidareført av Noregs Bank når dei tek over dei operative oppgåvene innanfor statsgjeldforvaltinga.

## 4 Lånebehovet til staten i 2015

### 4.1 Finansieringsbehovet i statsbudsjettet

Staten har ut frå forslaget i Prop. 1 S (2014–2015) eit brutto finansieringsbehov på 132,7 mrd. kroner i 2015, jf. tabell 4.1.

For å kome fram til statens lånebehov i marknaden, gjer ein normalt visse justeringar. Ein tek utgangspunkt i statens finansieringsbehov, jf. tabell 4.1. Vidare tek ein mellom anna omsyn til verknaden av statens transaksjonar på likviditeten i pengemarknaden. Pengemarknaden blir tilført likviditet når staten betaler avdrag på gjelda eller aukar netto utlån frå statsbankane. Ved opptak av statslån inndreg ein likviditet frå marknaden.

Utgangspunktet er at desse transaksjonane til staten over tid skal verke nøytralt på likviditeten i pengemarknaden.

Sidan underskotet på statsbudsjettet blir dekt ved ei overføring frå Statens pensjonsfond utland, påverkar ikkje statsbudsjettet likviditeten i pengemarknaden. Samtidig påverkar enkelte postar på statsbudsjettet ikkje likviditeten i pengemarknaden direkte, sjølv om dei påverkar balansen på statsbudsjettet og storleiken på kontantbeholdninga til staten. Det gjeld mellom anna renter og overføringar frå Noregs Bank. Når kapitaltransaksjonane til staten samla skal verke nøytralt på likviditeten i pengemarknaden, må ein korrigere for slike postar. Ein må òg korrigere for enkelte lånetransaksjonar som inngår i finansieringsbehovet, men som ikkje har likviditetseffekt, til dømes innskot i infrastrukturfondet. For 2015 er det samla sett berekna at desse postane vil redusere behovet for likviditetsinndraging med om lag 40 mrd. kroner netto.

### 4.2 Kontantbeholdninga til staten

Staten må ha ein viss likviditetsreserve, slik at ein alltid kan dekkje dei daglege betalingane. Byteordninga med bankane som blei innført i 2008, gjorde at det etter kvart blei større svingingar i dei statlege inn- og utbetalingane, og frå 2011 auka derfor Finansdepartementet den ønskete minste kontantbeholdninga frå 25 mrd. kroner til 50 mrd. kroner. Den siste avtalen i byteordninga er no forfallen. Departementet vil difor i samråd med Noregs Bank vurdere ein reduksjon i likviditetsreserven. Så langt i år har kontantbeholdninga halde seg mellom 50 og 220 mrd. kroner, jf. figur 4.1. Ein reduksjon i likvidi-

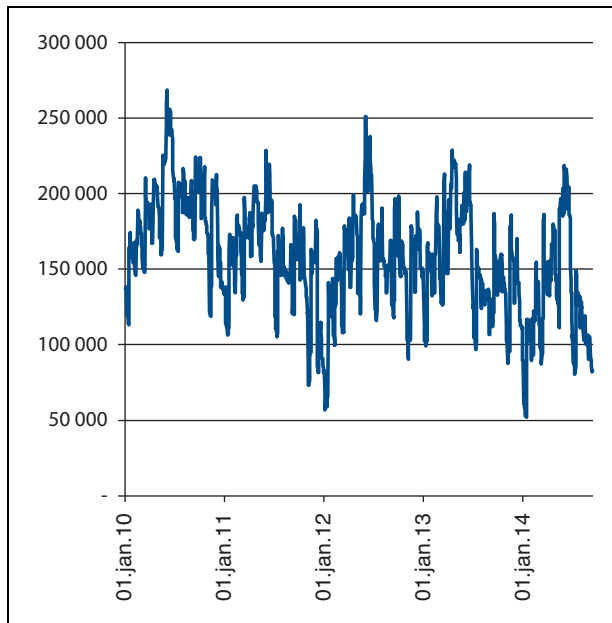
Tabell 4.1 Statens finansieringsbehov i 2014 og 2015<sup>1</sup>. Mrd. kroner

	2014	2015
A Oljekorrigert overskot på statsbudsjettet	-137,5	-174,2
B Overført frå Statens pensjonsfond utland	137,5	174,2
C Overskot før lånetransaksjonar (A + B)	0,0	0,0
D Utlån til statsbankane, aksjeteikning o.l., netto	62,8	71,3
E Statens netto finansieringsbehov (D – C)	62,8	71,3
F Gjeldsavdrag <sup>2</sup>	0,0	61,4
G Statens brutto finansieringsbehov (E + F)	62,8	132,7

<sup>1</sup> Prop. 1 S (2014–2015).

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

Kjelde: Finansdepartementet.



Figur 4.1 Kontantbeholdninga til staten 2010–2014. Mill. kroner

Kjelde: Finansdepartementet

tetsreserven vil føre til at behovet for opplåning i 2015 blir redusert med det same beløpet.

Staten får rente på innskota sine i Noregs Bank. For å finne ut kva det totalt kostar staten å ha ein likviditetsreserve i banken, må ein samanlikne avkastinga Noregs Bank får på vidareplasingane av desse innskota, med lånekostnadene til staten. Samla antar ein at det er ein kostnad for staten med å halde ei for stor kontantbeholdning.

Tabell 4.2 gir ei samla oversikt over gjeldande lånefullmakter for 2014 og forslag til nye fullmakter for 2015. I tillegg ber departementet om at fullmakta til å inngå rentebytavgiftar og tilsvarende derivatavgiftar blir vidareført.

#### 4.3 Fullmakt til å ta opp langsiktige lån i 2015

Statens lånebehov blir dekt ved å ta opp 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 det neste ikkje fullt ut påverkar opplåningstakta. For 2015 er det aktuelt å ta opp mindre langsiktige lån enn det som direkte følgjer av finansieringsbehovet.

Ein ber om at fullmakta for 2015 til å ta opp nye langsiktige lån innanlands blir sett til 100 mrd. kroner.

#### 4.4 Fullmakt til å ta opp kortsiktige marknadslån i 2015

Fullmakta under kortsiktige marknadslån er utforma som ei ramme for maksimalt utestående beløp. Ein ber om at fullmakta til å ha utestående kortsiktige marknadslån blir sett til 125 mrd. kroner i 2015.

#### 4.5 Fullmakt til å ta opp andre kortsiktige lån i 2015

Fullmakta for andre kortsiktige lån omfattar alminnelege kontolån frå statsinstitusjonar og statlege fond og eventuelle kontolån frå institusjonar som ved særskilde høve kan bli pålagde å plassere overskotslikviditet som kontolån til staten. Fullmakta omfattar òg eventuelle plasseringar som er gitt som trygd frå motpartar i rentebytavgiftar. 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 særskild beløpsgrense. Ein foreslår at Finansdepartementet for 2015 får fullmakt til å ta imot slike plasseringar som kontolån utan at det blir sett ei særskild beløpsgrense. Då unngår ein at staten må avvise innskot fordi fullmakta ikkje er stor nok.

Tabell 4.2 Fullmakt til å ta opp statslån i 2015. Mill. kroner

	Fullmakt for 2014	Utnytta per 30.09.14	Forslag til ny fullmakt for 2015
Nye langsiktige lån	100 000	54 000	100 000
Kortsiktige marknadslån	200 000	79 000	125 000
Andre kortsiktige lån	Uavgrensa	174 464	Uavgrensa

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 får fullmakt til å ta opp nye langsiktige innanlandske statslån i 2015 til eit beløp av 100 000 mill. kroner.

#### II

Finansdepartementet får fullmakt til å ha utestående kortsiktige marknadslån til eit beløp av 125 000 mill. kroner i 2015.

#### III

Finansdepartementet får fullmakt i 2015 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 2015.

---

## Vedlegg 1

# Tabellvedlegg

Tabell 1.1 Auksjon av obligasjonslån.

Oppgjerdato	Ticker	Kupongrente	Volum, mill. kr	Effektiv rente	Margin <sup>1</sup>	Teikningsrate <sup>2</sup>
17.01.14	NST 475	2,00 %	4 000	2,94	23	2,25
31.01.14	NST 472	4,25 %	2 000	1,71	38	3,81
14.02.14	NST 473	4,50 %	3 000	2,15	37	2,65
28.02.14	NST 475	2,00 %	4 000	2,89	24	2,08
14.03.14	NST 476	3,00 %	14 000 <sup>3</sup>	3,03	19	3,01
28.03.14	NST 476	3,00 %	4 000	2,97	21	4,28
11.04.14	NST 476	3,00 %	4 000	2,91	22	2,53
05.05.14	NST 474	3,75 %	4 000	2,50	32	3,39
16.05.14	NST 476	3,00 %	4 000	2,79	30	2,01
30.05.14	NST 473	4,50 %	3 000	2,04	39	2,40
13.06.14	NST 472	4,25 %	3 000	1,62	43	1,87
27.06.14	NST 476	3,00 %	3 000	2,55	33	2,45
11.07.14	NST 476	3,00 %	3 000	2,44	29	3,15
22.08.14	NST 476	3,00 %	3 000	2,35	31	2,48
05.09.14	NST 476	3,00 %	2 000	2,27	32	2,26
26.09.14	NST 476	3,00 %	2 000	2,38	27	3,19
09.10.14	NST 476	3,00 %	3 000	2,24	27	2,76
23.10.14	NST 476	3,00 %	3 000	2,12	26	2,30

<sup>1</sup> Differansen (i rentepunkt) mellom midtrenta i rentebytemarknaden på auksjonstidspunktet og auksjonsrenta.

<sup>2</sup> Bodvolum samanlikna med auksjonsvolum.

<sup>3</sup> Av dette er 8 mrd. kroner direkte til staten si eigenbeholdning.

Kjelde: Finansdepartementet og Noregs Bank.

Tabell 1.2 Auksjon av statskasserveksellån.

Oppgjørsdato	Ticker	Forfallsdato	Volum, mill. kr	Effektiv rente	Teikningsrate <sup>1</sup>
08.02.14	NST 25	17.12.14	4 000	1,38	3,46
05.02.14	NST 25	17.12.14	3 000	1,35	3,41
19.03.14	NST 26	18.03.15	14 000 <sup>2</sup>	1,41	2,28
02.04.14	NST 26	18.03.15	5 000	1,41	2,09
07.05.14	NST 26	18.03.15	4 000	1,47	1,86
18.06.14	NST 27	17.06.15	14 000 <sup>2</sup>	1,34	2,16
02.07.14	NST 27	17.06.15	5 000	1,38	2,77
27.08.14	NST 27	17.06.15	5 000	1,38	2,05
17.09.14	NST 28	16.09.15	14 000 <sup>2</sup>	1,22	2,43
01.10.14	NST 28	16.09.15	5 000	1,38	1,82
15.10.14	NST 28	16.09.15	3 000	1,37	2,52

<sup>1</sup> Bodvolum samanlikna med auksjonsvolum.

<sup>2</sup> Av dette er 6 mrd. kroner direkte til staten si eigenbeholdning.

Kjelde: Finansdepartementet og Noregs Bank.

=====