



DET KONGELEGE
FINANSDEPARTEMENT

St.prp. nr. 5

(2008–2009)

Om fullmakt til å ta opp statslån o.a., og om utlån av statspapir med trygd i eller byte med obligasjoner med fortrinnsrett

*Tilråding frå Finansdepartementet av 17. oktober 2008,
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 2008 og 2009, og om fullmakt til å byte statspapir mot obligasjonar med fortrinnsrett. Proposisjonen er utarbeidd på grunnlag av føresetnadene i Statsbudsjettet 2009.

1.2 Byte av statspapir mot obligasjonar med fortrinnsrett

Finansdepartementet foreslår i denne proposisjonen at det blir etablert ei ny ordning med utlån av statspapir med trygd i eller byte med obligasjonar med fortrinnsrett (OMF). Det er ikkje tatt endeleg stilling til om eigedomsretten til obligasjonane skal overførast staten eller stillast som pant. I det vidare er ordninga framstilt som eit byte. Avtalar om slike byte kan ha ei løpetid på inntil 3 år og kan inngåast med bankar som har tilgang til fastrentelån (såkalla F-lån) i Noregs Bank. Ein vil i utgangpunktet berre akseptere obligasjonar som har trygd i norske bustadlån, men det kan bli aktuelt å vurdere om ein skal akseptere obligasjonar med fortrinnsrett som har trygd i andre fordringar. Departementet vil setje dei same krava til trygd som Noregs Bank nyt-

tar når den yter F-lån til bankane. Ordninga vil ha eit omfang på inntil 350 mrd. kroner. Ordninga er tenkt sett i verk frå slutten av oktober. Noregs Bank vil administrere ordninga på oppdrag frå staten.

Eit velfungerande bank- og finanssystem er avgjerande for at økonomien elles skal fungere godt. Uroa ein i dag opplever i dei internasjonale finansmarknadene, kom til syne for vel eitt år sidan. Frå september i år har problema akselerert, spesielt etter at ein stor amerikansk investeringsbank måtte innstille verksemda. Styresmaktene i mange land har innført ei rekke tiltak med sikte på å stabilisere og normalisere forholda.

Norske bankar har dei siste åra hatt god inntening og små tap. Kredittilsynet og Noregs Bank vurderer soliditeten som god, men problema i kredittmarknadene i andre land har òg hatt verknader i den norske marknaden. Både i pengemarknaden og obligasjonsmarknaden er det uvanleg høge påslag for risiko. Uvissa gjer at bankane ønskjer å ha meir likvidar enn vanleg. Noregs Bank står for likviditetstilførselen til bankane og har sett i verk ei rekkje tiltak for å auke likviditeten. Bankane har også vanskar med å få refinansiert meir langsiktig innlåning på akseptable vilkår. Dei neste månadene må norske bankar refinansiere store lån i marknaden. Slik marknadssituasjonen er no, kan det ifølgje Noregs Bank bli vanskeleg å gjennomføre dersom

bankane ikkje kan stille uvanleg god trygd for låna. Krava til trygd har auka. Utan god trygd kan innlånskostnadene for bankane bli høge.

For å lette finansieringa for bankane har Noregs Bank foreslått for Finansdepartementet at det blir etablert ei ny ordning der staten og bankane byter statspapir mot bankar sine obligasjonar med fortrinnsrett. Dersom bankane vel å utnytte statspapira som trygd for nye innlån, kan dette gi bankane betre tilgang til lånemarknaden og lågare innlånskostnader. Bankane kan også bruke statspapira på andre måtar. Dei kan til dømes seljast for å betale ned kortsiktig gjeld. Også det vil kunne motverke utviklinga mot stadig kortare gjennomsnittleg løpetid for innlåna i bankane.

Ordninga er eit målretta tiltak som skal lette tilgangen på finansiering for bankane og bidra til finansiell stabilitet. Tiltaket speglar at det norske banksystemet ikkje står overfor noka soliditetskrise, men har betydelege problem med tilgang på finansiering på akseptable vilkår.

Dei fleste bankar har høve til å overdra fordringar på hushaldningane med pant i bustad til heilegde eller deleigde kredittføretak. Kredittføretaket kan i sin tur utferde obligasjonar med fortrinnsrett i desse låneporteføljane. Kredittføretaket finansierer kjøpet av dei nemnde fordringane ved å utferde obligasjonar med fortrinnsrett. Kapasiteten til slik utnytting av bustadlånportefølja er størst i dei store bankane.

Obligasjonar med fortrinnsrett har ei lågare vekt ved berekninga av kapitalkrav enn bustadlån med pant i bustad. Når ein bank erstattar delar av bustadlåneportefølja si med obligasjonar med fortrinnsrett, vil det bli berekna eit lågare minstekrav til kapitaldekning for banken. For å sikre at overdraging av bustadlån og erverv av obligasjonar med fortrinnsrett mellom føretak i same konsern skjer på forretningsmessige vilkår, må det leggjast ekstra vekt på rett prising av transaksjonane. Finansdepartementet vil ta opp med Kredittilsynet korleis ein best skal sjå til at tiltaket ikkje får utilsikta verknader for kapitaldekninga og prisinga.

For å utfylle ordninga med byte av verdipapir kunngjorde Noregs Bank 12. oktober i år at det vil bli tilbydd F-lån med løpetid på to år spesielt retta mot mindre bankar. F-lån er lån med fast rente til marknadsvilkår. Maksimalt bod for den einskilde bank på to-årslånet vil vere 1 mrd. kroner. Samtidig har Noregs Bank lempa på krava til trygd som bankane må stille for å få lån i Noregs Bank, ved at kravet om minste uteståande volum på 300 mill. kroner for verdipapir utferda i norske kroner er fjerna.

Det er grunn til å tru at den foreslåtte ordninga

med byte av verdipapir, saman med tiltaka Noregs Bank rettar mot mindre bankar, vil lette finansieringstilhøva vesentleg for bankane. Byteordninga kan òg bidra til å betre tilhøva i pengemarknaden. Ordninga kan føre til ein betydeleg auke i tilbodet av statspapir som, avhengig av marknadsforholda, vil kunne gi noko høgare lånekostnader for staten. Risikoen for at ordninga skal medføre tap for staten, blir rekna som liten. Bankane skal betale ein premie for bytehandlar under ordninga. Premien skal setjast på marknadsmessige vilkår, og slik at ordninga ikkje vil kome i konflikt med reglane om statsstøtte. Premien skal vere slik at bankane ikkje vil ønske å nytte ordninga under normale tilhøve i penge- og kredittmarknadene.

1.3 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. Noregs Bank mottok betaling for den operative forvaltninga, for marknadspleia og for drifta av statens kontosystem.

Statens alminnelege lånebehov følgjer av forslaget til statsbudsjett for 2009. Det blir lagt opp til at finansieringsbehovet i 2009 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. For 2009 er det isolert sett aktuelt å ta opp mindre langsiktige lån enn det som direkte følgjer av finansieringsbehovet.

Den nye ordninga der staten tilbyr bankane statspapir i byte med obligasjonar med fortrinnsrett, vil ha eit omfang på inntil 350 mrd. kroner fram til utgangen av 2009, og inneber at staten kan auke uteståande i statspapir med eit tilsvarende beløp. Bruk av den nye ordninga vil gå ut over dei rammene som Stortinget har gitt for låneopptak i 2008. På bakgrunn av at ordninga blir foreslått sett i verk allerede frå inneverande år, foreslår ein at endringa av fullmakta blir gjort gjeldande for 2008 og 2009 under eitt. På denne bakgrunnen ber Finansdepartementet om ei samla fullmakt til å ta opp nye langsiktige lån på 450 mrd. kroner i 2008 og 2009.

Fullmakta for kortsiktige marknadslån er utforma som ei ramme for maksimalt uteståande statskassevekslar. Uteståande volum varierer normalt gjennom året, og ein ber derfor om romslege ram-

Om fullmakt til å ta opp statslån o.a., og om utlån av statspapir med trygd i eller byte med obligasjonar med fortrinnsrett

mer. I tillegg foreslår ein at fullmakta blir justert i samsvar med den nye ordninga. På denne bakgrunnen ber ein om ei ramme for å ha uteståande statskassevekslar i 2008 og 2009 på 430 mrd. kroner.

For andre kortsiktige lån ber ein om ei fullmakt for 2009 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 i 2009. For nærare omtale viser ein til kapittel 3.

Utlån av statspapir til bankane vil ha budsjettmessige konsekvensar for både 2008 og 2009. Renteutgiftene vil auke monaleg samtidig som det vil bli ein tilsvarande auke i påløpte og/eller betalte renteinntekter. Staten vil i tillegg få premieinntekter på bytelånet. Dei budsjettmessige konsekvensane av endringane for 2009 vil bli behandla i eit tillegg til St.prp. nr. 1 (2008-2009) som vil bli lagd fram i byrjinga av november. Følgjene for budsjettet for 2008 vil bli behandla i proposisjonen om ny saldering av budsjettet for 2008 som vil bli lagd fram i slutten av november.

2 Byteordning for verdipapir

2.1 Bakgrunn for forslag til byteordning i verdipapir

Forholda i den norske pengemarknaden har vore svært vanskelege. Lån i pengemarknaden er normalt usikra. Ein velfungerande pengemarknad er dermed avhengig av tillit til at aktørane i marknaden kan gjere opp for seg. Det er nettopp mangel på slik tillit mellom aktørane i marknaden som er hovudårsaka til den høge pengemarknadsrenta vi no ser. Denne mistilliten kan avlesast i høge risikopåslag for lån mellom bankar i pengemarknaden.

Noregs Bank har sett i verk ei rekkje tiltak for å betre likviditeten i pengemarknaden, mellom anna større omfang av F-lån, F-lån med lengre løpetid, tilførsel av kroner mot trygd i valuta (valutabyteavtalar som gir norske kroner mot amerikanske dollar og euro), og tilførsel av amerikanske dollar gjennom bruk av bankens eigne valutareservar og trekk på kredittlinjer i den amerikanske sentralbanken, Federal Reserve. I tillegg har Noregs Bank akseptert fleire typar trygd for F-lån.

Uvisse gjer at bankane ønskjer å ha meir likvidar enn vanleg. Bankane er lite villige til å låne vidare til andre bankar av den ekstra likviditeten dei får tilført frå sentralbanken. I staden held bankane på likviditeten og set den inn på bankens foliokonto i sentralbanken. Mens innskota bankane har i Noregs Bank normalt ligg på 15 til 20 mrd. kroner, låg dei i midten av oktober på over 80 mrd. kroner.

Bankane har òg vanskar med å få refinansiert meir langsiktig innlåning etter kvart som låna forfell til betaling. For finansiering med lengre løpetider har rentene stige monaleg, noko som reflekterer høge kredittpåslag på bankobligasjonar. I praksis er det for tida svært vanskeleg for bankane å få lange lån. Kredittpåslaget for obligasjonar med fortrinnsrett har òg auka markert, og det er lite aktivitet i denne marknaden.

I perioden juni–september 2008 rapporterte bankane gjennomgåande om ei tiltakande forverring i tilgangen på finansiering, både i utanlandsk valuta og i norske kroner. Utviklinga var særleg negativ i september. Finansiering utover eitt år er blitt spesielt dyr og lite tilgjengeleg.

For å betre tilhøva i penge- og kredittmarknadene foreslår Regjeringa eit nytt tiltak som kan kome i tillegg til virkemidla Noregs Bank har for å tilføre likviditet til bankane. Forslaget inneber at staten byter statspapir mot bankane sine obligasjonar med fortrinnsrett. Løpetida for byteavtalene blir etter forslaget på inntil 36 månader.

For bankane betyr forslaget at dei i den perioden bytehandelen varer, får disponere ein likvid (lett omsetjeleg) eignedel mot at dei gir frå seg ein eignedel som i dagens situasjon blir oppfatta som mindre likvid. Ved lån i pengemarknaden vil bankane dermed kunne stille trygd i form av statspapir. Det vil medverke til at bankane kan få refinansiert låna sine, og at lån mellom bankane kan bli oppfatta som sikrare. Bankane kan òg skaffe seg likviditet ved å selje statspapira direkte i marknaden.

For staten betyr bytehandelen at ein i ein periode blir sitjande med obligasjonar med fortrinnsrett samtidig som ein har gitt frå seg statspapir. Det er lite sannsynleg at staten vil li tap. Dersom banken går konkurs, samtidig som kredittføretaket som har utferda obligasjonar med fortrinnsrett også går konkurs, har staten trygd i dei underliggjande verdiane for obligasjonslånet, primært med trygd i bustadlån innanfor 75 prosent av marknadsvardi.

Noregs Bank foreslo i møte med Finansdepartementet 3. oktober at Finansdepartementet og Noregs Bank samarbeidde om ei byteordning i verdipapir som kunne lette tilgangen på meir langsiktig finansiering for bankane. Dersom Stortinget vedtar forslaga i denne proposisjonen, legg ein opp til å annonsere detaljar om den praktiske gjennomføringa innan utgangen av oktober.

2.2 Nærare om korleis bytehandelen skal gjennomførast

Noregs Bank vil stå for den operative handteringa av byteavtalane. Sentralbanken vil foreslå eit opp-

legg for kva volum som skal leggjast ut i marknaden i slike byte, kor hyppig dei skal tilbydast, og kor lenge kvar byteavtale skal vare. Bytehandelen vert gjennomført som auksjonar, der bankane gjev til kjenne kva pris dei er villige å betale for byta.

Kva bankane skal betale for å delta i byta, blir fastsett i auksjonen. Den sikringa som statspapira gjev blir såleis marknadsmessig prisa. Det vert også fastsett ein minimumspris for å delta i byteavtalane.

Når Noregs Bank gir F-lån, må dei deltakande bankane levere verdipapir med større verdi enn lånebeløpet. Kor mykje større verdien må vere, er avhengig av kredittrisikoen for den leverte trygda. For obligasjonar med fortrinnsrett utferda av norske kredittforetak gjer sentralbanken ei avkorting i F-lån slik at låna er 2–8 % mindre enn verdien av den innleverte trygda. Prosentsatsen er avhengig av tida fram til neste renteregulering. Statens byteavtalar bør på tilsvarende måte vere slik utforma at staten sit med trygd for ein større verdi enn dei statspapira som er leverte i byte, slik at staten tek minst mogleg risiko. Tilleggstrygda bør vere avhengig av kva kredittvurdering ein OMF har, jf. avsnitt 2.5. I F-lånstilgangen er påslaget større for ein OMF som ikkje er kredittvurdert enn for ein OMF som er kredittvurdert. Differensiert avkorting gjer det mogleg at bod som har sitt grunnlag i OMF med ulik trygd, kan ta del i same auksjon.

Det er primært tatt sikte på at det er obligasjonar med fortrinnsrett med trygd i norske bustadslån til hushaldningar som kan nyttast som byte. Finansdepartementet vil vurdere nærare om ein skal kunne nytte obligasjonar med trygd i andre fordringar, jf. finansieringsvirksomhetslova § 2-28.

2.3 Omfang, deltakarar og iverksetjing av ordninga

Nye reglar for obligasjonar med fortrinnsrett vart sette i kraft 1. juni 2007. Fleire norske bankar har no overført bustadlån til kredittforetak med rett til å utstede obligasjonar med fortrinnsrett. Ved utgangen av 2. kvartal 2008 hadde bustadkredittforetaka utstedt obligasjonar med fortrinnsrett til ein verdi av om lag 125 mrd. kroner.

Basert på informasjon frå kredittforetaka reknar Noregs Bank med at bustadlån for 80 mrd. kroner kan gjerast om til OMF før årsskiftet, og at nye 70 mrd. kroner kan gjerast om i løpet av første halvår 2009.

Noregs Bank meiner at dei fleste OMF som blir utferda i inneverande år, vil ha den høgaste kredittvurderinga når dei blir utferda fordi dei blir utferda som ein del av låneprogram som alt er kredittvur-

derte. Truleg vil også mykje av det som blir lagt ut i første halvår 2009, kunne bli kredittvurdert, men kor stor del er noko usikkert.

Ifølgje Noregs Bank er den samla beholdninga av bustadlån i bankane om lag 1 250 mrd. kroner. I tillegg har bankane rundt 400 mrd. kroner i utlån i egedomsforetak. Ikkje alle lån ligg innanfor dei grensene til panteverdiar regelverket for OMF krev. Dessutan vil bankane ønskje å behalde ein del av dei sikre låna på eigen balanse. Samla sett vil det langsiktige potensialet for OMF likevel kunne vere større enn ramma på 350 mrd. kroner. Det vil uansett ta tid å gjere om bustadlån til obligasjonar.

I den norske marknaden har vi i dag fem bustadkredittforetak. To foretak er organisert i konsern, DnBNor Boligkreditt og Storebrand Kredittforetak. To er tilknytte ei gruppe av bankar, Terra Boligkreditt og Sparebank 1. Den siste er eit dotterselskap av Glitnir Bank AS, BN boligkreditt. Dei fleste bankane har høve til å overdra fordringar på hushaldningar med pant i bustad til heileigde eller deleigde kredittforetak. Kredittforetaket kan igjen utstede obligasjonar med fortrinnsrett i desse låneporteføljene. Kredittforetaket finansierer kjøpet av desse fordringane ved å utferde obligasjonar med fortrinnsrett. Det er dei største bankane som har best kapasitet til å gjere slike disposisjonar med bustadslånsportefølja si.

Forslaget til ramme for den nye byteordninga er fastsett etter ei vurdering av bankane sitt behov for finansiering dei næraste kvartala, og av potensialet for utferding av obligasjonar med fortrinnsrett.

Berre bankar som kan motta F-lån frå Noregs Bank, kan delta i byteordninga. Dette er norske foretagnings- og sparebankar samt filialar av utanlandske kredittinstitusjonar etablert i Noreg og som driv verksemd som er vanleg for norske bankar, jf. forskrift 25. april 2001 om bankers adgang til lån og innskot i Noregs Bank mv. § 1.

Om Stortinget vedtek forslaget, vil ordninga bli sett i verk så snart som mogleg. Praktisk kan det la seg gjere innan utgangen av oktober.

2.4 Trygd, særskilt om obligasjonar med fortrinnsrett

Ein obligasjon med fortrinnsrett er ein ihendehavarobligasjon som gir eigaren fortrinnsrett til dekning for sitt krav i nærare fastsette egedelar i kredittforetaket (dette blir referert til som «sikkerheitsmassen» i det følgjande).

Kort oppsummert kan sikkerheitsmassen for obligasjonar med fortrinnsrett berre bestå av desse fordringstypane:

Om fullmakt til å ta opp statslån o.a., og om utlån av statspapir med trygd i eller byte med obligasjonar med fortrinnsrett

- a) lån sikra ved pant i bustad (bustadhypoteklån)
- b) lån sikra ved pant i annan fast eigedom (eigedomshypoteklån)
- c) lån sikra ved pant i andre realregistrerte formuesgode
- d) lån til, eller lån garantert av, stat, kommune eller tilsvarende offentlege organ i andre statar (offentlege lån)
- e) fordringar i form av derivatavtalar
- f) såkalla fyllingstrygd (særleg likvide og sikre fordringar)

Systemet med obligasjonar med fortrinnsrett bygger på det prinsippet at verdien av obligasjonseigarane sine fordringar skal motsvarast av verdien av dei fordringane som inngår i sikkerheitsmassen. Den verkelege verdien (nettoverdien) av eigedelane i sikkerheitsmassen skal til ei kvar tid kunne dekkje obligasjonane. Dette balanseprinsippet set grenser for kor store skilnader det kan vere mellom innbetalingar frå låntakarar (renter og avdrag), finansielle instrument og overskytande midlar på den eine sida, og utbetalingar til eigarane av obligasjonar med fortrinnsrett, andre verdipapir og finansielle instrument på den andre.

Vidare skal verdien av sikkerheitsmassen til ei kvar tid overstige verdien av obligasjonane med fortrinnsrett til dekning i sikkerheitsmassen (beløpsbalanse). Ved utrekninga av verdiane skal det takast omsyn til eventuelle derivatavtalar kredittføretaket har inngått. Lova stiller krav om at verdivurderingar skal utførast av ein kompetent og uavhengig person i samsvar med anerkjende prinsipp. Betalingsstraumane frå sikkerheitsmassen skal til ei kvar tid setje kredittføretaket i stand til å innfri betalingskyldnadene sine. Kredittføretaket skal opprette ein likviditetsreserve som inngår i sikkerheitsmassen som fyllingstrygd. Som fyllingstrygd er det berre lov å bruke spesielt likvide og sikre fordringar. Sikkerheitsmassen kan til kvar tid innehalde inntil 20 prosent fyllingstrygd. Dersom særlege omstende ligg føre, kan Kredittilsynet for eit avgrensa tidsrom gi løyve til å utvide denne delen til inntil 30 prosent.

Likviditetskrava og kravet til beløpsbalanse skal sørge for at det er teke tilstrekkeleg omsyn til interessene til obligasjonseigarane.

Det er stilt krav om at kredittføretaket skal føre eit register over dei obligasjonane med fortrinnsrett det utferdar, og den sikkerheitsmassen som er tilordna desse, medrekna derivatavtalar som inngår i sikkerheitsmassen. Registeret er ikkje i seg sjølv eit rettsvernsregister, men skal ha høg bevisverdi. Registeret skal til ei kvar tid innehalde opplysning

gar om verdien av obligasjonane og verdien av sikkerheitsmassen.

Før kredittføretak utferdar obligasjonar med fortrinnsrett, skal det være oppnemnt ein uavhengig granskar for kredittføretaket. Kredittilsynet oppnemner granskaren.

Regelverket i finansieringsverksemdslova inneheld ei rekkje føresegner som skal sikre at kredittføretaket er i stand til å dekke sine skyldnader overfor obligasjonseigarane etter kvart som dei forfell, og sikre obligasjonseigarane mot at det kan oppstå likviditetssvikt eller insolvens i eit kredittføretak som utferdar særskilt sikra obligasjonar. Kredittføretaket vil ha ei svært sterk eigeninteresse i å unngå misleghald av betalingskyldnader overfor obligasjonseigarane. Misleghald kan få til dels store konsekvensar for kredittvurderinga av obligasjonane som føretaket utferdar.

I tilfelle konkurs eller gjeldsforhandling etter konkurslova har obligasjonseigarane og eventuelle motpartar i derivatavtalar ein eksklusiv, lik og forholdsmessig fortrinnsrett til dekning i den sikkerheitsmassen som er avsett for dei. Obligasjonseigarar og eventuell fortrinnsrett til dekning for derivatmotpartar går framom dekning av massefordringar etter dekningslova § 9-2, framom dekning av fordringar med fortrinnsrett av første klasse etter dekningslova § 9-2 og framom dekning av fordringar med fortrinnsrett av andre klasse etter dekningslova § 9-3.

Kapitalkrav

Obligasjonar med fortrinnsrett har ei lågare vekt ved berekninga av kapitalkrav enn bustadlån med pant i bustad. Når ein bank erstattar deler av bustadlåneporføljen sin med obligasjonar med fortrinnsrett, vil det bli berekna eit lågare minstekrav til kapitaldekning for banken. Kredittføretak er underlagt vanlege kapitaldekningskrav. Om bustadlåna blir flytt til eit kredittføretak som er eigd av banken, vil berekninga av kapitalkrav på konsolidert basis ikkje bli påverka. For å sikre at erverv av bustadlån og overdraging av obligasjonar med fortrinnsrett mellom føretak i same konsern skjer på forretningsmessige vilkår, må det leggjast ekstra vekt på riktig prising av transaksjonane. Det same gjeld transaksjonar mellom bankar og bustadkredittføretak som ikkje er i same konsern. Finansdepartementet vil ta opp med Kredittilsynet korleis ein mest hensiktsmessig skal sikre at tiltaket ikkje får utilsikta verknader for kapitaldekninga i bankar som sel bustadlån. Departementet vil òg be Kredittilsynet vurdere tiltak for å sikre at prisinga av konserninterne transaksjonar, og prisinga av transak-

Om fullmakt til å ta opp statslån o.a., og om utlån av statspapir med trygd i eller byte med obligasjonar med fortrinnsrett

sjonar mellom bankar og bustadkredittføretak som ikkje er konsernføretak, skjer til marknadsvilkår. Dette vil mellom anna kunne tryggast gjennom ei særskild kredittvurdering av porteføljane av bustadlån og av obligasjonane med fortrinnsrett som skal inngå i transaksjonen mellom føretaka.

2.5 Risiko for staten

For staten betyr bytehandelen at ein i ein periode blir sitjande med obligasjonar med fortrinnsrett samtidig som ein har gitt frå seg statspapir. Det er lite sannsynleg at staten vil li tap. Dersom banken går konkurs, samtidig som kredittføretaket som har utferda obligasjonar med fortrinnsrett òg går konkurs, har staten trygd i dei underliggjande verdiane for obligasjonslånet, primært med trygd i bustadlån innanfor 75 prosent av marknadsverdi.

2.6 Verknaden på statspapirmarknaden

Totalt uteståande volum i statspapir er per 14. oktober 256 mrd. kroner. Dersom den foreslåtte ordninga blir utnytta til fulle, betyr det ei vesentleg utviding av uteståande volum av statspapir.

Bankane som deltek i byta, vil fritt kunne disponere papira i perioden. Bankane som har fått statspapira i byte, kan sjølv velje om dei vil selje papira i marknaden eller ta opp eit lån med papiret som trygd. Det er grunn til å tru at ordninga vil føre til ein vesentleg tilførsel av statspapir i marknaden. Det auka tilbodet av statspapir kan føre til lågare prisar og dermed høgare renter. Dette kan isolert sett medføre ein viss auke i statens lånekostnader. I haust har det vore stor etterspurnad etter sikre investeringar, slike som statspapir, noko som gjer at renta kan vere uvanleg låg i høve til renta på andre lån, slike som lån mellom bankar. Grunnen til dette er at det er stor skepsis til andre investeringsobjekt enn dei som blir rekna som heilt sikre.

2.7 Rekneskapsmessige konsekvensar for staten

Utlån av statspapir til bankane vil få budsjettmessige konsekvensar for både 2008 og 2009. Renteutgiftene vil auke monaleg, samtidig som påløpte og/eller betalte renteinntekter vil auke tilsvarande. Staten vil i tillegg få premieinntekter på bytelånet. Dei budsjettmessige konsekvensane av endringane for budsjettåret 2009 vil bli behandla i eit tillegg til St.prp. nr. 1 (2008-2009) som vil bli lagd fram i byrjinga av november. Følgjene for budsjettet for 2008 vil bli behandla i proposisjonen om ny saldering av

budsjettet for 2008, som vil bli lagd fram i slutten av november.

2.8 Avvikling av ordninga

Ordninga skal være mellombels. Når marknadsforholda normaliserer seg, vil det bli mindre interessant for bankane å by på ordninga. Eit opplegg med ein minstepris for byteavtalane vil venteleg føre til at fleirtalet av bankane ikkje vil delta i auksjonane når marknadsforholda har normalisert seg. Det vil då vere naturleg å avvikle ordninga.

3 Statens lånebehov og behovet for lånefullmakter

3.1 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 kontantbeholdning. Staten har ut frå forslaget i St.prp. nr. 1 (2008-2009) eit brutto finansieringsbehov på 70,1 mrd. kroner i 2009, jf. tabell 3.1. Ifølge budsjettforslaget utgjør gjeldsavgifta 44,9 mrd. kroner og nettoutlån til statsbankane mv. 25,2 mrd. kroner. Planen er å dekkje finansieringsbehovet ved langsiktige låneopptak innanlands og ved trekk på statens kontantbeholdning.

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 betalingskyldnadene 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 93 mrd. kroner. Det høge nivået på statens kontantbeholdning inneber at det ikkje er omsynet til statens likvi-

Tabell 3.1 Statens finansieringsbehov i 2008 og 2009¹. Mill. kroner

	Overslag over rekneskapen 2008	Statsbudsjettet 2009
A Oljekorrigert overskot på statsbudsjettet	-13 844	-48 650
B Overført frå Statens petroleumsfond	13 844	48 650
C Overskot før lånetransaksjonar (A+B)	0	0
D Utlån til statsbankane, aksjeteikning o.l., netto	14 702	25 186
E Statens netto finansieringsbehov (D-C)	14 702	25 186
F Gjeldsavdrag ²	0	44 951
G Statens brutto finansieringsbehov (E+F)	14 702	70 137

¹ St.prp. nr. 1 (2008-2009)

² Dette gjeld avdrag på langsiktige statslån.

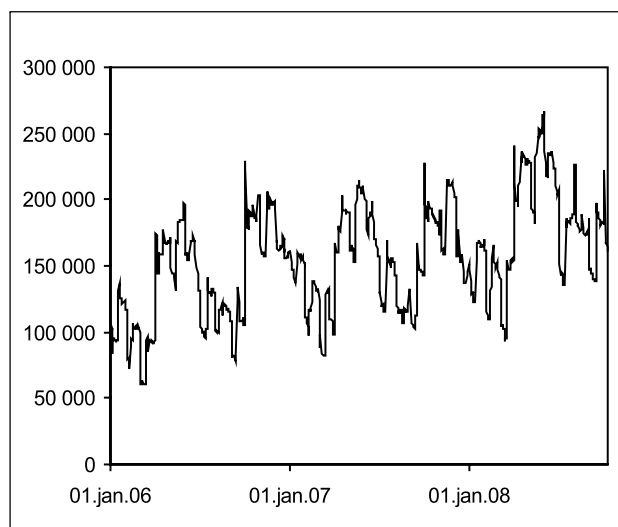
Kjelde: Finansdepartementet.

ditetsreservar 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 statssystemet. 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. Berekingar indikerer at det ikkje medfører noko nettoutgift for staten å ha ein slik overskotslikviditet.

3.2 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 3.1. Vidare tek ein omsyn til den verknaden statens transaksjonar har på likviditeten



Figur 3.1 Statens kontantbeholdning 2006–2008. Mrd. kroner

Kjelde: Noregs Bank.

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 finansierte 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.

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 innskotet blir plassert som kontolån til staten og trekkjer ikkje på lånefullmaktene. For 2009 er det berekna at slike postar reduserer behovet for likviditetsinnndraging med om lag 17 mrd. kroner netto. Eit likviditetsnøytralt opplegg tilseier dermed at staten i 2009 isolert sett skal låne om lag 17 mrd. kroner mindre enn finansieringsbehovet i statsbudsjettet.

Som følge av den finansielle uroa er det sett i verk ei rekkje tiltak for å betre tilførselen av likviditet til banksystemet, jf. kap 2. I denne samanhengen foreslår ein at staten kan utvide behaldninga av

Tabell 3.2 Fullmakt til opptak av statslån i 2008 og 2009. Mill. kroner

	Gjeldande fullmakt for 2008	Utnytta pr 16.10.2008	Forslag til ny samla fullmakt for 2008 og 2009	Forslag til ny fullmakt for 2009
Nye langsiktige lån	40 000	24 700	450 000	
Kortsiktige lån				
- kortsiktige marknadslån	80 000	58 000	430 000	
- andre kortsiktige lån	uavgrensa	74 196 ¹		uavgrensa

¹ Pr. 30.09.08

statspapir med inntil 350 mrd. kroner fram til utgangen av 2009. Statspapira skal igjen bytast med, eller lånast ut mot pant i, obligasjonar med fortrinnsrett. Ein slik auke går utover den ramma som er gitt for låneopptak i 2008. På bakgrunn av at den nye ordninga blir sett i verk allereie frå inneverande år, foreslår ein at endringar i fullmakta for 2008 for utferding av kortsiktige og langsiktige marknadslån blir gjort gjeldande for 2008 og 2009 under eitt. Då det på førehand er vanskeleg å vite kva papir som vil bli nytta, ser ein det som føremålste-neleg at både ramma for opptak av nye langsiktige lån og ramma for makimalt uteståande statskassevekslar blir utvida med 350 mrd. kroner.

Tabell 3.2 gir ei samla oversikt over gjeldande lånefullmakt for 2008, saman med forslag til nye fullmakter for 2008 og 2009. I tillegg ber departementet om at fullmakta til å inngå rentebyteavtalar og tilsvarande derivatavtalar blir vidareført.

3.2.1 Fullmakt til å ta opp langsiktige lån i 2008 og 2009 samla

Det blir lagt opp til at statens alminnelege lånebehov følgjer av forslaget til statsbudsjett 2009, 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 finansieringsbehovet frå eitt år til eit anna ikkje fullt ut påverkar opplåningstakta. For 2009 er det isolert sett aktuelt å ta opp mindre langsiktige lån enn det som direkte følgjer av finansieringsbehovet.

Som følgje av forslaget om at staten skal byte statspapir mot obligasjonar med fortrinnsrett, jf. kap 2, ber ein om at samla fullmakt for 2008 og 2009 til å ta opp langsiktig innanlands blir sett til 450 mrd. kroner.

3.2.2 Fullmakt til å ta opp kortsiktige marknadslån i 2008 og 2009

Fullmakta under kortsiktige marknadslån er utforma som ei ramme for maksimalt uteståande beløp, og ikkje som ei ramme for nye låneopptak. Uteståande volum i statskassevekslar varierer gjennom året, jf. figur 3.2. Dette skuldast dels naturlege svingingar, t.d. som følgje av at vekslar forfell, men også at det i visse periodar kan vere behov for å leggje ut vekslar ekstraordinært, t.d. i samband med tilbakekjøp av obligasjonar. Ein ber derfor om romslege rammer for maksimalt uteståande statskassevekslar. Ein ber i tillegg om at ramma vert justert opp med 350 mrd. kroner som følgje av den nye byteordninga. Ein ber derfor om at fullmakta til å ha uteståande kortsiktige marknadslån blir sett til 430 mrd. kroner i 2008 og 2009.



Figur 3.2 Uteståande volum i statskassevekslar i 2005-2008. Mrd. kr

Kjelde: Finansdepartementet .

Om fullmakt til å ta opp statslån o.a., og om utlån av statspapir med trygd i eller byte med obligasjonar med fortrinnsrett

3.2.3 Fullmakt til å ta opp andre kortsiktige lån i 2009

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, jf. avsnitt 5.5.2. Størstedelen av andre kortsiktige lån er innskot frå operatørbanken for skattebetalingsordninga.

Låna under fullmakta til å ta opp andre kortsiktige lån er skyldnader som er av ein slik karakter at ein ikkje bør setje 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 2009, slik som for 2008, får fullmakt til å ta imot slike plasseringar som kontolån utan at det blir sett ei særskild beløpsgrense.

4 Sentrale utviklingstrekk i marknaden

Gjennom 2008 var det ein betydeleg oppgang i kortsiktige marknadsrenter i Noreg, mens dei langsiktige marknadsrentene har svinga mykje gjennom året. Oppgangen i dei korte rentene hang saman med at Noregs Bank i to omgonger sette opp styringsrenta frå 5,25 pst. til 5,75 pst. Styringsrenta vart sett opp for å dempe tendensane til auka inflasjon. Noregs Bank sette den 15. oktober ned styringsrenta til 5,25 pst. og viste til at stor uvisse om den økonomiske utviklinga tilseier ein meir aktiv pengepolitikk enn vanleg.

Den uroa i finansmarknaden som viste seg i USA frå sommaren 2007, spreidde seg gjennom 2008. Overslaga på tap i banksystemet auka. Sjølv i land der det var liten grunn til å tru at bankane hadde eksponering mot dårleg sikra utlån, såkalla subprime-lån, steig bankane sine innlånsrenter og dermed rentene i pengemarknaden der bankane skaffar seg kortsiktig finansiering. Problema i pengemarknaden kom mellom anna til uttrykk gjennom ein aukande skilnad mellom pengemarknadsrenter på den eine sida og sentralbankens styringsrente og rentene på statspapir på den andre sida. Denne utviklinga skaut fart etter at fleire større finansinstitusjonar i USA måtte reddast av den amerikanske staten, og spesielt etter at ein stor investeringsbank

i USA måtte innstille drifta i midten av september. Dei heilt korte pengemarknadsrentene har svinga mykje og har vore oppe i over 8 pst. Den 16. oktober hadde dei heilt korte rentene falle, og 3 månaders pengemarknadsrente låg på under 6,5 pst.

Dei langsiktige norske rentene følgjer normalt dei internasjonale lange rentene tett. Slik har det vore også gjennom 2008. Tidleg på året fall dei lange rentene fordi den internasjonale finansuroa auka etterspørselen etter sikre papir. Også resten av året har endringar i investorane sin risikovilje vore med å påverke dei lange rentene i takt med endra syn på omfanget av finansuroa. Frå våren og utover bidrog også aukande inflasjon internasjonalt til at lange renter steig, men frå sommaren har forventningar til redusert vekst i verdsøkonomien og flukt til sikre papir ført til at lange renter har falle.

5 Statens gjeldsforvaltning

5.1 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. Det blir vidare lagt vekt på at statsopplåninga så langt det er mogleg også skal medverke til velfungerande og effektive finansmarknader i Noreg.

5.2 Hovudtrekk ved opplåningsstrategien

Statens alminnelige lånebehov er relativt lite, og det blir derfor lagt vekt på å konsentrere opplåninga om eit fåtal lån spreidde over fleire løpetidssegment opp til 10-12 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 spreining av opplåninga på fleire løpetider gjev truleg gunstige lånevilkår for staten samla sett, samstundes som det gjev ei samanhengande kredittrisikofri rentekurve som aktørane i marknaden etterspør.

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. Her finn ein også ei oversikt over dei rentebyteavtalane som er inngått.

I utforminga av låneprogrammet tel også omsynet til ein velfungerande finansmarknad. Investorene ser på statspapir som risikofrie verdipapir. Desse papira tener rollen som referanselån i marknaden og blir mellom anna brukt ved prising av andre finansielle instrument (t.d. finansielle derivat og private obligasjonar). Statens tilbod av statsobligasjonar medverkar på denne måten til ein effektiv kapitalmarknad i Noreg.

Ein opplåningsstrategi der ein spreier opplåninga på eit fåtal lån som blir bygde opp til eit relativt stort volum, vil ikkje nødvendigvis direkte gi dei lågaste lånekostnadane. I visse periodar, der ein til dømes har vedvarande høg etterspørsel etter eitt av låna eller eitt bestemt løpetidssegment, kan det vere behov for å legge andre omsyn til grunn for opplåninga. Vidare vil ikkje alltid opplåningsstrategien fungere like godt i ein marknad dominert av svært store investorar med kontinuerleg plasseringsbehov og preferanse for kortare løpetider.

Den pågåande finansuroa har smitta over på den norske marknaden. Mange investorar har no liten risikovilje når dei etterspør heilt sikre og korte plasseringar, og kjøper difor statspapir. Staten valde å avhjelpe presset i marknaden ved å auke repo-rammene for primærmeklarane, jf. avsnitt 5.5.

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. I tillegg kan eventuelle varige endringar i marknadsforholda gjere det nødvendig å legge opp til ein meir fleksibel opplåningsstrategi, med til dømes auka bruk av ad-hoc auksjonar og/eller direkte sal i 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 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 kontantbehaldnin-

ga inneber at det ikkje er omsynet til statens likviditetsreservar som for tida er førande for statens kortsiktige opplåning.

Opptak av langsiktige obligasjonslån samtidig som ein inngår rentebyteavtalar (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 byte til seg kort rente, ville derfor den totale rentekostnaden bli lågare enn ved direkte emisjon av korte papir¹. 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.

Finansdepartementet nyttar rentebyteavtalar i gjeldsforvaltninga, jf. avsnitt 5.3, 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. Departementet tek sikte på å halde fram med bruken av derivatmarknaden også i 2009 for å redusere rentebindinga på statens lån. Ordninga med byteavtalar omtalt i kapittel 2 kan påverke bruken av rentebyteavtalar heretter.

5.3 Rentebyteavtalar

Staten har brukt rentebyteavtalar i den innanlandske gjeldsforvaltninga sidan juni 2005. Ein rentebyteavtale (renteswap) er ein avtale mellom to partar om å byte framtidige rentebetalningar knytte til ein bestemt hovudstol. Sjølv hovudstolen blir normalt ikkje veksla. Slike avtalar gjer det i prinsippet mogleg å skilje valet av rentebinding frå valet av låneinstrument. Bruk av rentebyteavtalar gir dermed staten fleksibilitet til å endre gjennomsnittleg rentebinding på gjeldsporteføljen utan at opplåningsstrategien blir endra.

Historiske tal viser at marknadsrentene normalt er stigande når løpetida aukar. Dersom dette framleis vil vere eit trekk ved marknaden, vil staten over tid kunne oppnå lågare rentekostnader ved å redusere rentebindinga på statsgjelda. For å redusere rentebindinga på statsgjelda utan å endre opplåningsstrategien nyttar staten rentebyteavtalar, der staten mottek ei fast langsiktig rente og betalar ei kortsiktig rente.

¹ 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 5.1 Rentebindingstid og durasjon på den marknadsomsette gjelda, år

	31.12.05	31.12.06	31.12.07	30.09.08
Rentebinding ekskl. rentebyteavtalar	3,82	3,98	4,02	3,89
Rentebinding inkl. rentebyteavtalar	3,43	2,99	2,44	2,07
Durasjon ekskl. rentebyteavtalar	3,41	3,42	3,46	3,45
Durasjon inkl. rentebyteavtalar	3,02	2,58	2,14	1,93
<i>Memo:</i>				
Samla volum rentebyteavtalar, mrd. kroner	13,75	35,5	51,9	79,1

Kjelde: Finansdepartementet.

Noregs Bank utfører dei operative funksjonane i samband med at det blir inngått avtalar på vegne av departementet. 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 rentebyteavtalane. Departementet inngår berre rentebyteavtalar med motpartar som har tilfredsstillande kredittvurdering hos dei største kredittvurderingsselskapa, jf. avsnitt 5.4.2.

Ved utgangen av 3. kvartal var det inngått avtalar for til saman 79 mrd. kroner med 15 ulike motpartar. Hovudstolen i dei avtalene ein har inngått har vore på mellom 200 og 750 mill. kroner, med løpetider frå 5 til 10 år.

5.4 Styring av risiko på statsgjelda

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

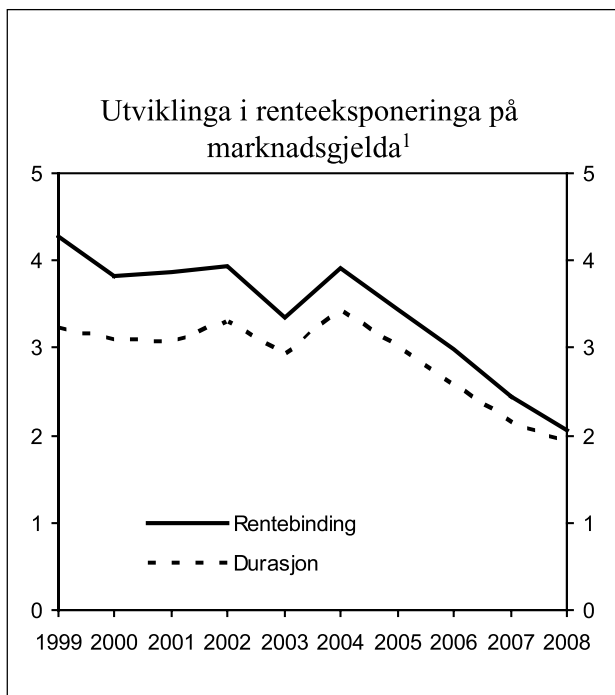
5.4.1 Renterisiko

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. Dess lengre gjennomsnittleg rentebinding ein gjeldsportefølje har, dess meir sikker blir storlei-

ken på dei nominelle rentebetalningane 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 på ein måte der 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 blir påverka av svingande renter. Imidlertid er handlingsrommet i statsbudsjettet 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 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 det enklare omgrepet rentebinding som mål på renteeksponeringa.



Figur 5.1 Utviklinga i renteeksponeringa på marknadsgjelda¹, år

¹ Inkludert rentebyteavtalar frå 2005.
Kjelde: Finansdepartementet.

5.4.2 Andre typar risiko

I statens alminnelige gjeldsforvaltning er *kredittrisiko* berre knytt til rentebyteavtalar. 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 renteni-vået, 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 terskel-

verdi. 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. Så langt i 2008 har eksponeringa gått over terskelverdien for ein av motpartane. Denne motparten betalte inn tryggingssbeløpet etter avtalen. 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.

5.5 Pleie av statspapirmarknaden

Finansdepartementet legg vekt på å sikre tilstrekkeleg likviditet i den norske marknaden for statskasservekslar 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.

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 er 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 elek-

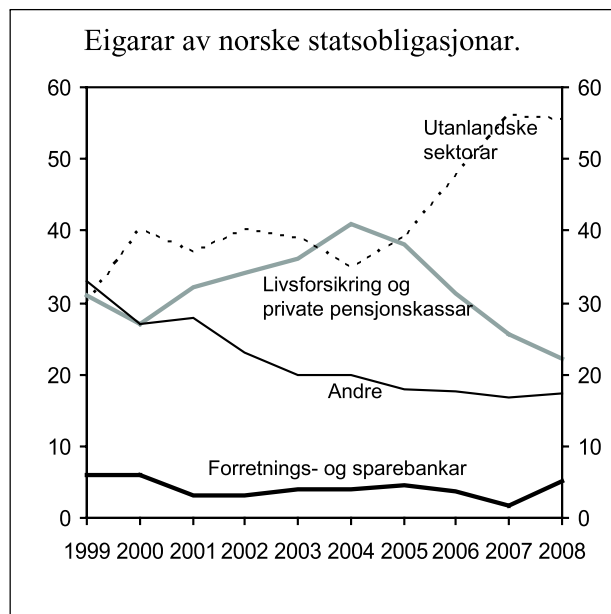
Om fullmakt til å ta opp statslån o.a., og om utlån av statspapir med trygd i eller byte med obligasjonar med fortrinnsrett

troniske 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 for større volum og 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 reporammane gir ein god indikasjon på handelsaktivitet og etterspørsel i dei ulike låna.

Uroa på finansmarknaden har ført til ein sterk auke i etterspørselen etter papir som blir sett på som sikre, mellom anna norske statspapir jf. avsnitt 3. Såleis har etterspørselen etter statskassevekslar tatt seg opp kraftig frå midten av september. Saman med det avgrensa emisjonsvolumet i statspapir har dette ført til at det har blitt så knapt med vekslar at prisstillinga i marknaden var i ferd med å stoppe opp. Det blei til slutt så knapt med statskassevekslar at det var vanskeleg for primærhandlarane å stille bindande kjøpskursar til aktørane i marknaden. For å normalisere situasjonen vedtok Finansdepartementet, i samråd med Noregs Bank, i byrjinga av oktober å utvide primærhandlarane sin repotilgang frå 3 til 6 mrd. kroner i kvart papir. Utvidinga av repotilgangen førde til at uteståande volum i alle statskassevekslar auka ved at staten emitterte til si eigenbeholdning. Auken i netto uteståande vil avhenge av primærhandlarane sitt behov for å låne slike papir.

Også eigarsamansetjinga har innverknad på kor god likviditeten er i andrehandsmarknaden. Eigar-



Figur 5.2 Eigarar av norske statsobligasjonar. Prosent.

Kjelde: Verdipapirsentralen.

samansetjinga av norske statspapir har endra seg dei siste 10 åra, jf. figur 5.2. Den utanlandske eigardelen av norske statsobligasjonar auka frå 30 pst. ved utgangen av 1999 til vel 55 pst. i 3. kvartal 2008. 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.

6 Utviklinga i statsgjelda

Statens bruttogjeld var i tiårsperioden fram til utgangen av 2002 om lag uendra. Gjennom 2003 auka bruttogjelda, hovudsakleg som følgje av at ein

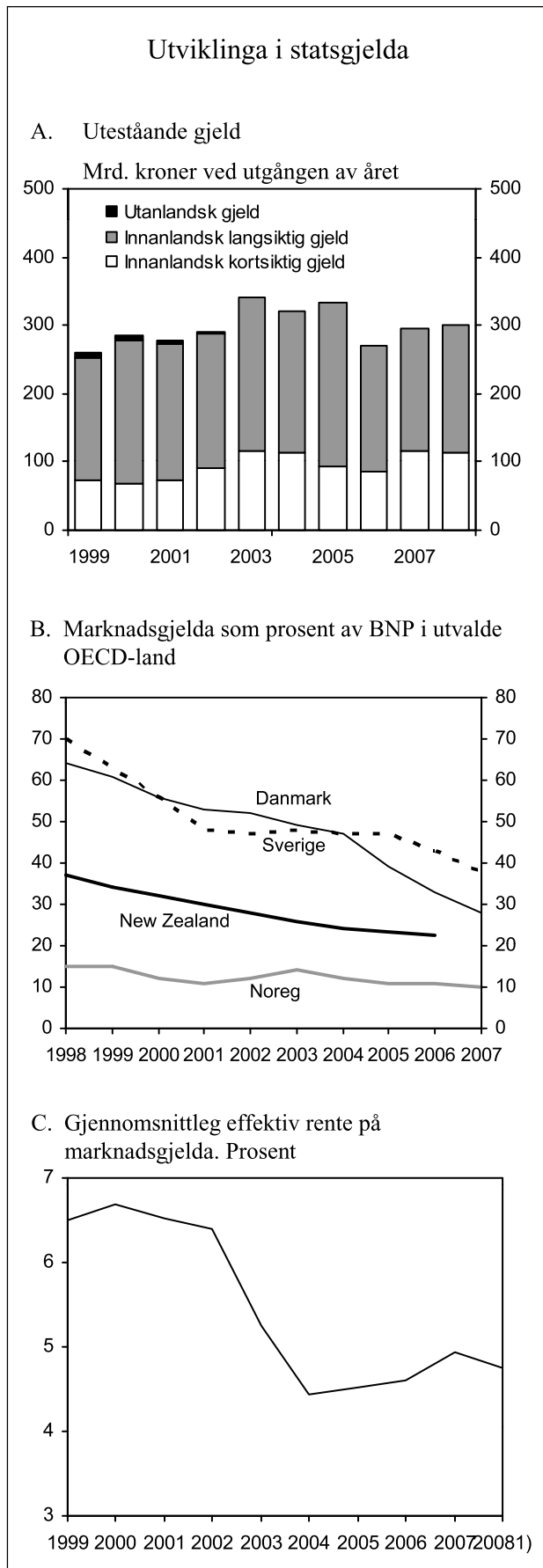
Tabell 6.1 Samansetjinga av statsgjelda. Mill. kroner

	31.12.06	31.12.07	30.09.08
Langsiktige lån ¹	184 640	179 290	207 007
Kortsiktige marknadspapir ²	54 014	46 000	40 000
Andre kortsiktige lån	30 708	69 168	74 196
Statsgjeld i alt	269 362	294 458	321 203
<i>Memo</i>			
Kontantbeholdning	159 681	142 298	181 361

¹ Lån med lengre løpetid enn eitt år. Tilbakekjøpte, ikkje nedskrivne avdragsobligasjonar er trekte frå. Medrekna grunnkjøpsobligasjonar.

² Lån med løpetid inntil eitt år. Utanom skyldnader på inneståande fondsmidlar (gruppe 81 i statsrekneskapen).

Kjelde: Finansdepartementet.



Figur 6.1 Utviklinga i statsgjelda

¹ Ved utgangen av 3. kvartal.

brukte dei statlege låneinstrumenta til å trekkje inn overskotslikviditet frå pengemarknaden. Denne meiroplåninga fekk sitt motstykke i auka kontantbeholdning.

Ved utgangen av 2007 var staten si bruttogjeld vel 265 mrd. kroner. I tillegg utgjorde kontolån frå ordinære fond nær 94,9 mrd. kroner. Til samanlikning var statens fordringar på same tid om lag 2 889 mrd. kroner. Statens pensjonsfond – Utland inngår i dette talet. Statskassens netto fordringar utgjorde vel 2 492 mrd. kroner, jf. St.meld. nr. 3 (2007-2008) *Statsrekneskapen for 2007*.

Tabell 6.1 gir ei oversikt over utviklinga i staten si gjeld, saman med ei oversikt over utviklinga i staten si kontantbeholdning og utlån til statsbankane.

Marknadsgjelda som del av bruttonasjonalproduktet (BNP) fall fram til 2001, jf. figur 6.1B. Frå 2001 til 2003 steig denne delen noko som følgje av auke i marknadsgjelda og svak vekst i BNP. Ved utgangen av 2007 utgjorde marknadsgjelda om lag 10 pst. av BNP.

Ved utgangen av 3. kvartal 2008 var gjennomsnittleg effektiv rente på statens samla marknadssomsette gjeld 4,74 pst. Gjennomsnittleg effektiv rente i andrehandsmarknaden for statspapir var på same tidspunkt 4,51 pst.

7 Opplåninga

Statens opptak av lån i den innanlandske marknaden skjer gjennom auksjonar av statsobligasjonar eller statskassevekslar. Statsobligasjonar er langsiktige lån med opphavleg løpetid på over eitt år, medan statskassevekslar er kortsiktige lån med opphavleg 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.

7.1 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 2-2½ år og blir etter kvart bygd opp til relativt store volum. Med denne strategien søkjer staten å bidra til ein likvid og velfunge-

Tabell 7.1 Statsobligasjonar. Uteståande i referanselån per 16. oktober 2008¹

Børsnummer	Første gong lagt ut	Forfall	Nominelt pålydande beløp (mill. kroner)	Kupongrente (pst.)
NST468	26.01.98	15.05.09	44 951	5,50
NST469	09.06.00	16.05.11	43 850	6,00
NST470	27.05.02	15.05.13	48 244	6,50
NST471	27.05.04	15.05.15	36 825	5,00
NST472	19.05.06	19.05.17	23 437	4,25
NST473	22.05.08	22.05.19	12 700	4,50

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

rande andrehandsmarknad, jf. avsnitt 5.2. Det er for tida seks referanselån i marknaden, jf. tabell 7.1.

Så langt i 2008 har det vore avvikla seks auksjonar, med eit samla volum på 24,7 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 79 rentepunkt lågare enn midtrenta i rentebytemarknaden. I 2007 var renta i gjennomsnitt 64 rentepunkt under midtrenta. Uroa i finansmarknaden har verka til at skilnaden mellom statsobligasjonsrenta og swaprenta har halde seg høg i 2008.

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 vore gjennomførte hittil i år har dette forholdstalet variert mellom 1,5 og 5,2.

7.2 Kortsiktige lån

7.2.1 Statskassevekslar

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 fi-

re gonger i året. Forfall er knytt til oppgjersdato for standardkontraktar i dei internasjonale marknaden, 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 tilsvarende 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 89 rentepunkt under midtrenta i pengemarknaden på auksjonstidspunktet. I 2007 var renta i gjennomsnitt 38 rentepunkt under midtrenta. Årsaka til at differansen har vore så stor i år er uroa i finansmarknadene, jf. avsnitt 4. Resultat av auksjonane i fjerde kvartal i fjor og hittil i år er oppsummert i tabell 1.2 i vedlegg 1.

7.2.2 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, jfr. avsnitt 3.2.3.

Per 30. september 2008 var dei totale plasseringane under fullmakta for andre kortsiktige lån nær 74,2 mrd. kroner. Ein har då ikkje rekna med kontolån frå ordinære fond (kontogruppe 81 i statsrekneskapen)¹. Den største plasseraren er operatørbanken som forvaltar likviditeten i samband med

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.

Om fullmakt til å ta opp statslån o.a., og om utlån av statspapir med trygd i eller byte med obligasjonar med fortrinnsrett

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 kontolåns plasseringar varierer mykje gjennom året. Per 30. september 2008 var det uteståande kontolån på vel 71,8 mrd. kroner under denne ordninga. Hovuddelen av kontolåna frå Nordea er no 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. Denne skattebetalingsordninga er ikkje omfatta av staten si ordinære konsernkontoordning.

8 Kredittavtale mellom Sedlabanki Islands og Noregs Bank

Etter § 26 i sentralbankloven kan Noregs Bank inngå kredittavtalar med utanlandske sentralbankar. Det blir lagt til grunn at lånet er betryggande sikra. Finansdepartementet er delegert fullmakt til å godkjenne slike avtalar.

Norges Bank underteikna 16. mai 2008 ein kredittavtale med Islands sentralbank, Sedlabanki Islands. Sentralbankane i Danmark og Sverige underteikna samtidig tilsvarande avtalar.

Avtalen med Noregs Bank gjev Sedlabanki Is-

lands rett til låne opp til 500 million euro mot trygd i islandske kroner. Kredittavtalen er en swap-fasilitet som Sedlabanki Islands kan trekkje på når det er trong for det. Formålet med avtalen er å støtte dei islandske styresmaktene i arbeidet med å stabilisere den økonomiske utviklinga på Island.

Den 15. oktober 2008 trekte Sedlabanki Islands 200 mill. euro på denne kredittfasiliteten etter avtale med Noregs Bank. Sedlabanki trekte samtidig 200 mill. euro under avtalen med Danmarks sentralbank.

Noregs Bank la både spørsmålet om å inngå kredittavtalen og spørsmålet om å etterkomme Sedlabanki Islands ønskje om å trekke på avtalen fram for Finansdepartementet. Finansdepartementet godkjente kredittavtalen, og hadde ikkje innvendingar til at trekkadgangen vart nytta.

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., og om utlån av statspapir med trygd i eller byte med obligasjonar med fortrinnsrett.

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., og om utlån av statspapir med trygd i eller byte med obligasjonar med fortrinnsrett i samsvar med eit vedlagt forslag.

Forslag

til vedtak om fullmakt til å ta opp statslån o.a., og om utlån av statspapir med trygd i eller byte med obligasjoner med fortrinnsrett

I

Finansdepartementet får ei samla fullmakt til å ta opp nye langsiktige innanlandske statslån i 2008 og 2009 til eit beløp av 450 000 mill. kroner.

II

Finansdepartementet får fullmakt til å ha uteståande kortsiktige marknadslån til eit beløp av 430 000 mill. kroner i 2008 og 2009.

III

Finansdepartementet får fullmakt i 2008 og 2009 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 si fullmakt til å inngå rentebyteavtalar og tilsvarende derivatavtalar blir vidareført i 2008 og 2009

V

Finansdepartementet får i 2008 og 2009 fullmakt til utlån av statspapir med trygd i eller byte med obligasjoner med fortrinnsrett innanfor ei samla ramme på 350 000 mill. kroner.

Vedlegg 1**Tabellvedlegg**

Tabell 1.1 Opptak av obligasjonslån.

Auksjons- dato	Børs- nummer	Kupong- rente	Auksjons- volum, mill. kr	Effektiv rente	Midtrente i andrehands marknaden ¹	Midtrente i rentebyte marknaden ²	Deknings rate ³
26.11.07	NST469	6,00	3 000	4,70	4,72	5,50	2,78
28.01.08	NST470	6,50	3 000	4,38	4,35	5,20	2,85
03.03.08	NST469	6,00	3 000	4,42	4,40	5,32	2,07
19.05.08	NST473	4,50	9 700 ⁴	4,75	–	5,47	1,50
23.06.08	NST473	4,50	3 000	5,09	5,07	5,82	1,89
08.09.08	NST471	5,00	3 000	4,69	4,68	5,65	3,03
14.10.08	NST469	6,00	3 000	4,83	5,03	5,47	5,23

¹ Gjennomsnitt av kjøps- og salsrente på same obligasjon på Oslo Børs på auksjonstidspunktet.

² Gjennomsnitt av bankane sine kjøps- og salsrenter i rentebytemarknaden på auksjonstidspunktet.

³ Samla bodvolum i høve til auksjonsvolum.

⁴ Av dette 3,7 mrd. direkte til staten si eigenbeholdning for marknadspleieformål.

Kjelde: Finansdepartementet og Noregs Bank.

Tabell 1.2 Opptak av veksellån.

Auksjons- dato	Børs- nummer	Forfalls- dato	Auksjons- volum, mill. kr	Effektiv rente	Midtrente i penge- marknaden ¹	Deknings- rate ²
05.11.07	NST98	19.03.08	3 000	5,18	5,80	2,45
03.12.07	NST99	18.06.08	3 000	5,30	5,95	1,81
17.12.07	NST01	17.12.08	7 000 ³	5,17	5,86	2,24
14.01.08	NST00	17.09.08	3 000	5,26	6,00	2,13
12.02.08	NST01	17.12.08	3 000	5,20	5,72	2,31
17.03.08	NST02	18.03.09	8 000 ³	5,39	6,18	2,18
14.04.08	NST00	17.09.08	3 000	5,54	6,45	1,99
06.05.08	NST02	18.03.09	3 000	5,76	6,40	1,54
16.06.08	NST03	17.06.09	8 000 ³	6,20	6,78	1,39
02.09.08	NST02	18.03.09	3 000	6,17	6,85	2,05
15.09.08	NST04	16.09.09	8 000 ³	5,85	6,70	2,59
13.10.08	NST01	17.12.08	6 000	5,11	7,43	3,29

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

² Bodvolum i høve til auksjonsvolum.

³ Av dette 3 mrd. direkte til staten si eigenbeholdning for marknadspleieformål.

Kjelde: Finansdepartementet og Noregs Bank.



Tryckt. A/S O. Fredr. Annesen. Oktober 2008

241-01