

STATSGJELDSFORVALTNINGEN

Statsgjelden 2017

Årsrapport

MARS 2018

Statsgjeldsforvaltningen
Debtmanagement@Norges-Bank.no
www.statsgjeld.no
Tlf.: 22 31 71 40



NORGES BANK

Statsgjelden 2017

Norges Bank

Adresse: Bankplassen 2

Postadresse: Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo

Tel.: 22 31 60 00

Fax: 22 41 31 05

E-post: central.bank@norges-bank.no

Web: <http://www.norges-bank.no>

INNHOOLD

HOVEDPUNKTER	4
1 RAMMER FOR STATSGJELDSPOLITIKKEN	5
1.1 Mandat og organisering	5
1.2 Statens lånebehov	5
2 LÅNESTRATEGI	7
2.1 Låneprogrammet for 2017	7
2.2 Bruk av rentebytteavtaler i 2017	8
2.3 Kort om strategi og låneprogram for 2018	8
3 PRIMÆRHANDLERORDNINGEN	10
4 OPPLÅNINGEN I 2017	11
4.1 Markedsutviklingen	11
4.2 Auksjoner av statsobligasjoner	11
4.3 Auksjoner av statskasseveksler	12
4.4 Tilbakekjøp av NGB 05/2017 (NST 472)	12
4.5 Tildeling i auksjoner	13
5 ANNENHÅNDSMARKEDET	15
5.1 Omsetning i annenhåndsmarkedet	15
5.2 Omsetning rapportert til Oslo Børs	17
5.3 Utlån fra statens egenbeholdning	17
5.4 Eierfordeling i norske statspapirer	18
5.5 Likviditeten i annenhåndsmarkedet	18
6 LÅNEKOSTNADER	22
6.1 Ulike mål for lånekostnaden	22
6.2 Analyse av auksjonspremien	24
7 RISIKO	26
7.1 Renterisiko	26
7.2 Refinansieringsrisiko	26
7.3 Kredittrisiko	27
7.4 Operasjonell risiko	28
8 EKSTERNE RELASJONER	29
8.1 Kontakt med investorer	29
8.2 Møter med primærhandlere	29
8.3 Kontakt med kredittvurderingsbyråer	29
8.4 Internasjonalt samarbeid	30
8.5 Informasjon om statsgjelden	30
RAMMER	
1: Enkelte vurderinger i 2017 av strategi fremover	9
2: Hvem kjøper norske statspapirer i auksjonene?	13
3: Bruk av gjenkjøpsavtaler i statspapirer	21
VEDLEGG	31
A: Mandat og rammer for statsgjeldsforvaltningen	32
B: Tall for statsgjelden	33
C: Figurer	37
D: Definisjoner	41
E: Rammer i årsrapporter	44

HOVEDPUNKTER

Norges Bank har siden 2015 hatt ansvaret for forvaltningen av statsgjelden etter et mandat fastsatt av Finansdepartementet. Det overordnede målet for forvaltningen er å dekke statens lånebehov til lavest mulige kostnader innenfor gitte rammer for risiko. Måloppnåelsen må vurderes over tid. En lånestrategi som minimerer kostnaden det kommende året, vil ikke nødvendigvis føre til lav kostnad de påfølgende årene. Det er dermed vanskelig å fastsette et kortsiktig mål.

Ved utgangen av 2017 var statsgjelden 464 milliarder kroner, fordelt på 390 milliarder kroner i statsobligasjoner og 74 milliarder i statskasseveksler.

For 2017 satte Finansdepartementet en ramme på 75 milliarder kroner for opptak av obligasjonslån, mens utestående veksellån ikke skulle overstige 125 milliarder kroner.

I løpet av året ble det lagt ut statsobligasjoner for 58 milliarder kroner (inklusive emisjon til statens egenbeholdning på 8 milliarder kroner) ved 16 auksjoner. Den gjennomsnittlige renten på obligasjonsutstedelsene var 1,37 prosent, opp fra 1,19 prosent i 2016.

Som i tidligere år ble det lagt ut nye 12-måneders statskasseveksler i mars, juni, september og desember. Eksisterende veksellån ble utvidet ved de mellomliggende auksjonene. Samlet emisjonsvolum var 94 milliarder kroner (inklusive emisjoner på 32 milliarder kroner til statens egenbeholdning) ved 16 auksjoner. Utestående veksellån var på det høyeste 86 milliarder kroner i 2017.

Finansdepartementet har satt krav om at statens kontantbeholdning til enhver tid skal være på minst 35 milliarder kroner. Den var på det laveste i august 2017 med 93 milliarder kroner.

Refinansieringsrisiko er risikoen for at nye lån må tas opp til dårligere betingelser enn eksisterende lån eller at det ikke er mulig å ta opp nye lån når de gamle forfaller. Det siste ansees som lite sannsynlig for den norske stat. For staten bidrar utstedelse av lange fastrentepapirer til å begrense refinansieringsrisikoen og svingninger i rentekostnadene da dette gir kjente nominelle rentebetalinger fremover. Ved å legge ut flere, men mindre, lån oppfylles kravet i mandatet om

at mindre enn 25 prosent av utestående statsobligasjoner kan forfalle hvert år. Det ble lagt ut et nytt 10-årslån i februar, som ledd i strategien der en søker å bygge en komplett rentekurve med løpetid opp til 10 år. For å redusere refinansieringsrisikoen ble det også foretatt tilbakekjøp i obligasjonslånet med mindre enn ett år til forfall.

Renterisiko er risikoen for tap eller gevinst som følge av endringer i markedsrentene. Risikoen påvirkes av en rekke strategiske beslutninger, herunder utstedelses- og tilbakekjøpsstrategien. Ved å benytte rentebytteavtaler kan porteføljens rentebinding endres uavhengig av strategien for utstedelser og tilbakekjøp. Finansdepartementet har bestemt at rentebindingstiden på låneporteføljen (inklusive rentebytteavtaler) skal være minst 2,5 år. Ved utgangen av 2017 var rentebindingstiden 3,9 år, mot 3,7 år ved inngangen til året.

Det ble ikke inngått nye rentebytteavtaler i 2017. Dette skyldes i første rekke at den forventede besparelsen ved å låne kortsiktig ble vurdert som lav.

Oppfølging av operasjonell risiko i statsgjeldsforvaltningen er integrert i Norges Banks rammeverk for styring av operasjonell risiko.

Norges Bank legger vekt på å ha et effektivt salgssystem for statspapirene gjennom et system med primærhandlere. De bidrar også til å bedre likviditeten i annenhåndsmarkedet.

Norges Bank har et generelt ansvar for eksterne relasjoner i forbindelse med forvaltningen av låneporteføljen. Det innebærer ansvar for markedsføringsaktiviteter og annen kontakt med banker, meglere, investorer og kredittvurderingsbyråer.

I 2017 deltok Norges Bank på seminarer i Stockholm og London og hadde flere møter i Norge. Det ble holdt møter med fire kredittvurderingsbyråer. Statsgjeldsforvaltningen informerer om opplåningen gjennom kvartalsvise rapporter og løpende oppdatering på internett.

1 RAMMER FOR STATSGJELDSPOLITIKKEN

1.1 MANDAT OG ORGANISERING

Etter sentralbanklovens § 17 skal Norges Bank «yte tjenester ved opptak av statslån og forvaltning av statsgjeld». Med virkning fra 1. januar 2015 har Norges Bank ansvaret for å forvalte statsgjelden innenfor rammene av et mandat fastsatt av Finansdepartementet.

Det overordnede målet er å dekke statens lånebehov til lavest mulige kostnader. Det skal tas hensyn til den risikoen staten påtar seg i forbindelse med låneopp-takene. Statens opplåning skal bidra til et velfunge-rende finansmarked i Norge. Opplåningen skal søke å opprettholde en rentekurve for statspapirer med løpetid opp til 10 år, som kan tjene som en referanse for prising i obligasjonsmarkedet.

Statsgjelden består av statskasseveksler (med løpetid inntil ett år) og statsobligasjoner. Statspapirene utstedes ved auksjoner gjennom godkjente primærhandlere (se kapittel 3 for en omtale av primærhandlerordningen). Statspapirene noteres kun på Oslo Børs, men mandatet åpner for å ta i bruk andre salgsmetoder og handelsplattformer. Rentederivater kan benyttes for å styre rentebindingstiden på statsgjelden.

Forvaltningen er lagt til en egen seksjon – Statsgjeld – i enheten for Markedsoperasjoner og analyse. De som arbeider med statsgjelden, deltar ikke i arbeidet med pengepolitikken. Det er viktig at markedsaktørene ikke leser pengepolitiske signaler ut av den måten forvaltningen drives på. For å sikre dette er det nødvendig med en stor grad av åpenhet om de analyser og rapporter som legges til grunn for forvaltningen.

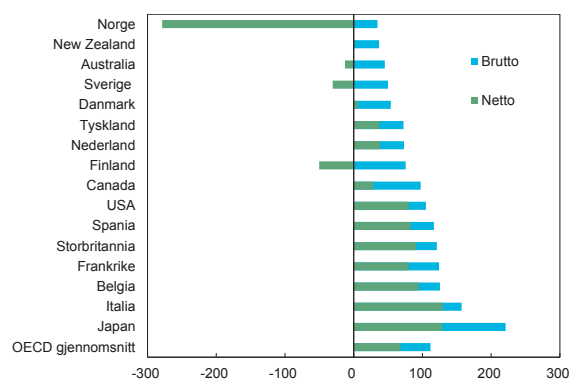
1.2 STATENS LÅNEBEHOV

Staten låner i første rekke for å dekke utlån og kapitalinnskudd til statlige låneinstitusjoner, det vil si statsbankene og andre statlige låneordninger, for å dekke forfall av eksisterende gjeld og for å sikre at staten har en tilstrekkelig kontantbeholdning. I tillegg låner staten for å sikre at statsbudsjettet blir likviditetsnøytralt.

For de fleste andre land er hovedformålet med statlig opplåning å finansiere et budsjettunderskudd og

styrke valutareservene. I Norge dekkes imidlertid det oljekorrigerede budsjettunderskuddet av overføringer fra Statens pensjonsfond utland og utløser derfor ikke noe lånebehov. Statens utestående gjeld er også mye mindre enn størrelsen på Statens pensjonsfond utland og andre fordringer. Offentlig forvaltning i Norge er derfor i netto fordringsposisjon i motsetning til de fleste andre OECD-land, se figur 1.1.

Figur 1.1 Netto og brutto gjeld for ulike land. I prosent av BNP. Anslag for 2017



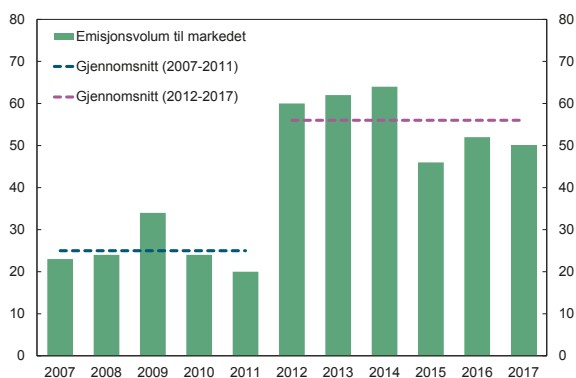
Kilde: OECD og Finansdepartementet

Lån som gis gjennom de statlige låneinstitusjonene, finansieres ved at staten selv tar opp lån. Dette gjelder blant annet for institusjoner som Statens lånekasse for utdanning, Husbanken, boliglånsordningen i Statens pensjonskasse, Innovasjon Norge og Eksportkreditt Norge AS. Det er også noen andre statlige låneordninger som finansieres på denne måten, men disse utgjør en svært liten del av den totale opplåningen.

Årlig opplåning baserer seg på tall som publiseres i statsbudsjettet. Opplåningen endres normalt ikke i forbindelse med revidert nasjonalbudsjett eller nasjonalregnskapstall. I perioden 2000–2011 ble det i gjennomsnitt utstedt obligasjoner for litt over 20 milliarder kroner årlig (det som ble emittert til statens egenbeholdning kommer i tillegg). I 2012 økte det årlige volumet til 60 milliarder kroner og har vært høyt i årene etter dette. Økningen skyldtes for det første etableringen av Eksportkreditt Norge AS i 2012. Eksportkreditt administrerer den statlige eksportkredittordningen og utlånene finansieres over statsbudsjettet. For det andre skyldtes det økte utlån fra boliglånsordningen i Statens pensjonskasse. Disse to forholdene bidro til høyere opplåning i 2012–2014, se

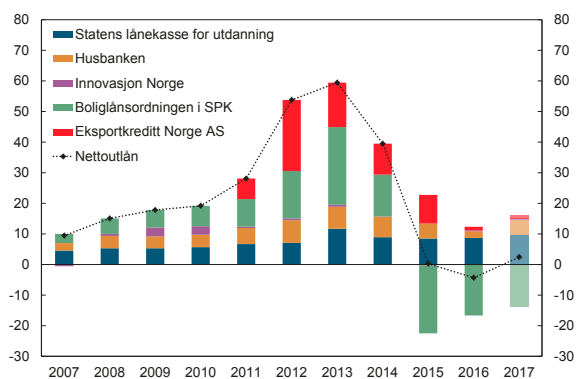
figur 1.3. Siden 2014 har utlån fra boliglånsordningen i Statens pensjonskasse falt, samtidig som tilbakebetalingene fra ordningen har økt.

Figur 1.2 Opplåning i statsobligasjoner. Milliarder kroner. 2007-2017



Kilde: Norges Bank

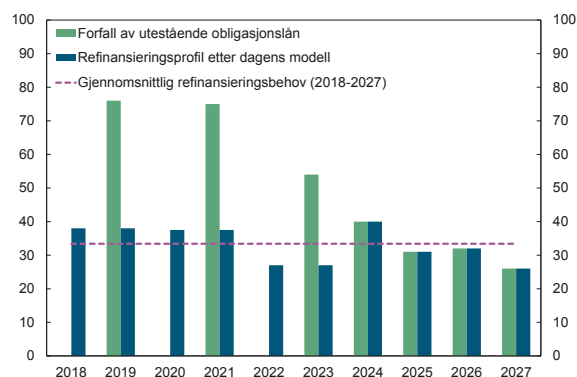
Figur 1.3 Nettoutlån fra statlige låneinstitusjoner. Milliarder kroner. Regnskapstall for 2007-2016. Anslag for 2017



Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

Staten låner også for å dekke forfall av utestående gjeld. Fram til år 2023 vil det forfalle et obligasjonslån hvert annet år (2019, 2021 og 2023). Normalt har refinansieringen av disse forfallene blitt fordelt på året før forfallsåret og forfallsåret. Så lenge refinansieringen gjøres på samme måte som i dag, vil årlig opplåning som følge av refinansiering være på i overkant av 30 milliarder kroner i året de kommende årene, se figur 1.4. Figuren er basert på utestående volum av statsobligasjoner ved utgangen av 2017.

Figur 1.4 Forfall av utestående statsobligasjoner, uten statens egenbeholdning, og refinansieringsprofil. Milliarder kroner. Basert på gjelden ved utgangen av 2017



Kilde: Norges Bank

Det er et mål at statens transaksjoner over tid ikke skal endre den samlede likviditeten i pengemarkedet. Normalt vil alle finansieringskilder i statsbudsjettet virke inndragende på likviditeten i pengemarkedet, mens statlige utbetalinger vil øke likviditeten. Disse vil utligne hverandre, slik at statsbudsjettet blir likviditetsnøytralt. Norges Banks overskudd overføres til staten etter særskilte regler. En slik overføring vil i seg selv ikke ha noen likviditetseffekt i markedet. Bruken av disse midlene vil imidlertid medføre at statsbudsjettet øker likviditeten i markedet. De årene det overføres overskudd fra Norges Bank til staten, søkes likviditetseffekten utlignet ved at opplåningen i obligasjoner økes tilsvarende overføringsbeløpet.

2 LÅNESTRATEGI

2.1 LÅNEPROGRAMMET FOR 2017

I brev av 21. desember 2016 fastsatte Finansdepartementet rammene for statsgjeldsforvaltningen i 2017:

- Maksimalt opptak av obligasjoner ble satt til 75 milliarder kroner.
- Maksimalt utestående i statskasseveksler ble satt til 125 milliarder kroner.
- Minimumsnivået for rentebindingen på statsgjelden inklusive rentebytteavtaler ble satt til 2,5 år.
- I brevet ble det ikke varslet om endringer i minimumsnivå på statens konto i Norges Bank. Minimumsnivået var derfor uendret på 35 milliarder kroner.

På bakgrunn av dette ble strategi og låneprogrammet for 2017 publisert 21. desember 2016. Låneprogrammet inneholdt en auksjonskalender med datoer for alle auksjoner. Det ble lagt opp til 16 auksjoner i obligasjoner, 16 auksjoner i vekslere og to tilbakekjøpsauksjoner.

Hovedmomenter i låneprogrammet for 2017 var:

- Låne om lag 50 milliarder kroner i obligasjoner i markedet.
- Utstede et nytt 10-årslån i februar.
- Ta sikte på å utstede for 20–30 milliarder kroner til markedet i det nye 10-årslånet i 2017.
- Ha relativt hyppige auksjoner med små volum. Normalt vil auksjonsvolumet i obligasjonslån som utvides være 3 milliarder kroner.
- Holde utestående volum av statskasseveksler i markedet på minst 40 milliarder kroner gjennom hele 2017.
- Utstede ny 12-måneders veksler med oppgjør tredje onsdag i mars, juni, september og desember (IMM-datoene¹).
- Fleksibilitet i hvilke veksellån som utvides i mellomliggende auksjoner.
- Styre mot en gjennomsnittlig rentebindingstid på låneporteføljen i området 3¾–4¼ år ved utgangen av året.
- Ikke inngå nye rentebytteavtaler i første halvår. Vurdere dette på nytt før andre halvår.
- Legge opp til to tilbakekjøpsauksjoner av obligasjonen NGB 05/2017 (NST 472).
- Vurdere å kjøpe tilbake et begrenset omfang av lån med gjenstående løpetid lengre enn ett år.

Både i låneprogrammet og i et eget informasjonsskriv publisert 4. januar 2017 ble det oppgitt låneintervall for vekslere og obligasjoner for 1. kvartal 2017. I slutten av mars, juni og september ble det publisert informasjonsskriv med låneintervall for vekslere og obligasjoner det kommende kvartalet, samt strategi for rentebytteavtaler.

Alle ordinære auksjoner ble avholdt som planlagt. Det ble ikke holdt noen ad hoc-auksjoner. Nytt 10-årslån ble introdusert 15. februar (auksjonsdag). I de to tilbakekjøpsauksjonene ble det til sammen kjøpt tilbake 6,5 milliarder kroner i NGB 05/2017. I låneprogrammet for 2017 stod det at det ville bli vurdert tilbakekjøp direkte fra rentemedlemmer på Oslo Børs ved bruk av funksjonen «Request for Quote» (RFQ) etter de to tilbakekjøpsauksjonene. RFQ ble implementert først 27. mars. Dette var så tett opp til forfallet av NGB 05/2017 at det ble vurdert som lite aktuelt med tilbakekjøp ved RFQ. Det ble ikke fremmet spesifikk interesse fra markedet for dette. Det ble heller ikke lagt opp til tilbakekjøp av lån med gjenstående løpetid lengre enn ett år.

Det ble ikke foretatt noen vesentlige endringer i det opprinnelige programmet gjennom året.

Tabell 2.1 Statsobligasjoner. Låneintervall og faktisk opplåning i 2017. Milliarder kroner

	Publisert	Faktisk
2017 samlet	Om lag 50	50
1. kvartal	15–20	19
2. kvartal	10–14	12
3. kvartal	6–9	8
4. kvartal	9–13	11

Tabell 2.2 Statskasseveksler. Låneintervall og faktisk opplåning i 2017. Milliarder kroner

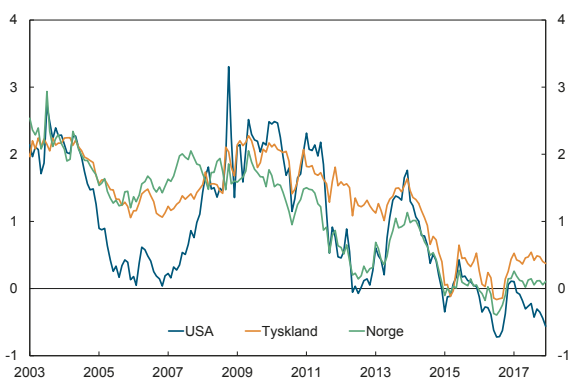
	Publisert	Faktisk
1. kvartal	14–18	16
2. kvartal	17–22	19
3. kvartal	10–14	12
4. kvartal	13–17	15

¹ «International Money Market»-dag, tredje onsdag i månedene mars, juni, september og desember.

2.2 BRUK AV RENTEBYTTEAVTALER I 2017

Statsgjeldsforvaltningen inngikk i årene 2005–2014 rentebytteavtaler for å redusere rentebindingen på statsgjelden sammenlignet med det som følger direkte av strategien der en sprer opplåningen over løpetider fra 0 til 10 år. Historiske tall viser at langsiktige lån normalt har en høyere markedsrente enn kortsiktige lån. Over tid vil derfor staten trolig kunne oppnå lavere rentekostnader ved å redusere rentebindingen på statsgjelden. På den annen side vil rentekostnadene svinge mer. Et uttrykk for merkostnadene ved å låne langsiktig fremfor kortsiktig er de såkalte terminpremiene. Beregninger tyder på at terminpremiene både i Norge og andre markeder var lave også i 2017, se figur 2.1. De lave estimerte terminpremiene har gått sammen med svært lave obligasjonsrenter. Lave terminpremier indikerer at besparelsen ved å låne kortsiktig er mindre enn tidligere.

Figur 2.1 Estimerte terminpremier i 10-års statsrenter. Prosentenheter. Månedstall. Fra utgangen av januar 2003 til utgangen av desember 2017



Kilder: Federal Reserve Bank of New York og Norges Bank

Det ble ikke inngått nye rentebytteavtaler i 2017. Dette skyldes i første rekke at den forventede besparelsen ved å låne kortsiktig ble vurdert som lav gjennom 2017.

2.3 KORT OM STRATEGI OG LÅNEPROGRAM FOR 2018

Utstedelsesstrategien for obligasjoner og vekslar vil i stor grad følge samme mønster som tidligere år. Det har siden 2014 blitt utstedt et nytt 10-års statsobligasjonslån hvert år. Eksisterende obligasjonslån har blitt utvidet etter løpende vurderinger av etterspørselen i markedet og vurderinger av gjennomsnittlig løpetid på den utestående låneporteføljen. Vekselstrategien har i mange år vært å utstede en ny 12-måneders veksel hver tredje måned og utvide den lengste vekselen i mellomliggende auksjoner. Fra 2015

har vi utvidet kortere vekslar i mellomliggende auksjoner. Både for obligasjoner og vekslar legger vi opp til hyppige auksjoner med relativt små volumer. Antallet auksjoner vil avhenge av det årlige opplåningsvolumet.

Emisjonsvolumet i obligasjoner i 2018 vil være om lag det samme som i 2017. For vekslar vil det årlige emisjonsvolumet bli noe høyere enn i 2017 som følge av at vi gjennomgående vil utvide vekslar med noe kortere gjenstående løpetid.

Nytt for 2018 er at utleggelse av nytt 10-årslån vil gjøres ved syndikering dersom forholdene ligger til rette.

Det har de siste årene blitt holdt tilbakekjøpsauksjoner i det korteste obligasjonslånet når dette har hatt mindre enn ett år igjen til forfall. Statsobligasjonslån NGB 05/2019 har forfall 22. mai 2019. Det legges opp til fire tilbakekjøpsauksjoner i dette lånet i 2018. Den første auksjonen er 27. juni. Etter de fire annonserte auksjonene er gjennomført, vil statsgjeldsforvaltningen vurdere direkte tilbakekjøp fra rentemedlemmer gjennom RFQ-funksjonaliteten på Oslo Børs.

Hovedmomenter i strategi og låneprogrammet for 2018 er:

- Låne om lag 50 milliarder kroner i obligasjoner i markedet.
- Utstede et nytt 10-års obligasjonslån i andre kvartal.
- Legge ut det nye 10-årslånet ved syndikering dersom forholdene ligger til rette.
- Ta sikte på å bygge opp det nye 10-årslånet til 20–30 milliarder kroner i markedet i løpet av 2018.
- Utvide eksisterende lån etter vurderinger av etterspørselen i markedet og gjennomsnittlig løpetid på den utestående låneporteføljen.
- Hyppige auksjoner med relativt små volumer. Normalt auksjonsvolum i statsobligasjoner som utvides, vil være 3 milliarder kroner.
- Tilby tilbakekjøp av obligasjonslånet som forfaller i mai 2019. Det vil holdes fire tilbakekjøpsauksjoner. Etter dette vil det bli vurdert å åpne for direkte tilbakekjøp ved bruk av Oslo Børs' RFQ-funksjonalitet.
- Holde utestående i vekselmarkedet på mellom 38 og 65 milliarder kroner gjennom året.
- Følge samme mønster som tidligere år der ny 12-måneders veksel utstedes med oppgjør tredje onsdag i mars, juni, september og desember (IMM-datoene). I mellomliggende auksjoner legges det opp til fleksibilitet i hvilken veksel som utvides. Disse vekselen vil ha noe kortere løpetid enn ved de mellomliggende auksjonene i 2017.

- Normalt auksjonsvolum i statskasseveksler som utvides, vil være 4 milliarder kroner.
- Holde gjennomsnittlig rentebindingstid på låneporteføljen (inkludert utestående rentebytteavtaler) i intervallet 3,3–3,9 år ved utgangen av året.
- Ikke inngå nye rentebytteavtaler i første halvår. Dette vurderes på nytt før annet halvår.

RAMME 1: ENKELTE VURDERINGER I 2017 AV STRATEGI FREMOVER

I Norge har praksis de siste årene vært å tilby tilbakekjøp av obligasjoner som har under ett år til forfall. Slike tilbakekjøp gir økt fleksibilitet for investorene ved at de kan tilpasse sine porteføljer mer gradvis i tiden før forfall. Samtidig kan slike tilbakekjøp gi økt etterspørsel etter andre statspapirer som utstedes. I enkelte tilfeller kan det også være lønnsomt for staten å kjøpe tilbake hvis det oppstår et betydelig salgspress i obligasjonen som nærmer seg forfall. Tidligere har statsgjeldsforvaltningen gjennomført tilbakekjøp etter forskjellige metoder: diskresjonære kjøp, likprisauksjon og flerprisauksjon. Det er først i de siste tre årene – med flerprisauksjon – at det er blitt kjøpt tilbake volumer av vesentlig betydning. Statsgjeldsforvaltningen vurderte i 2017 om vi burde kjøpe tilbake statsobligasjoner med løpetider over ett år for raskere å kunne bygge opp volumet i enkelte andre lån og dermed bidra til økt likviditet i disse. Analysen indikerte imidlertid at det må foretas store tilbakekjøp for å bygge opp volumet i andre lån vesentlig. Samtidig vil både tilbakekjøp av obligasjoner og økte utstedelser av de lånene som skal bygges opp, gi økte kostnader. En aktiv tilbakekjøpsstrategi vil dessuten være ressurskrevende. Videre vet vi lite om hvor store gevinstene i form av økt likviditet vil være. Den samlede vurderingen var derfor at vi viderefører praksisen med tilbakekjøp kun av obligasjoner som nærmer seg forfall.

Statsgjeldsforvaltningen vurderte også hvilken auksjonsform som bør brukes for statspapirer. Internasjonalt benyttes både flerprisauksjoner og likprisauksjoner. Konklusjonen var at vi fortsetter bruk av likprisauksjon for salg av både veksler og obligasjoner, og bruk av flerprisauksjon ved tilbakekjøp.

Gjennom 2017 vurderte vi ulike spørsmål knyttet til det å legge ut obligasjonslån ved syndikering. I den forbindelse diskuterte vi med det finske statlige lånekontoret deres erfaringer med denne salgsformen. Vi konkluderte med at syndikering kan være en aktuell salgsform ved introduksjon av nye obligasjonslån som supplement til auksjoner.

Ved vurderingen av om vi skulle inngå av nye rentebytteavtaler, ble det gjort beregninger av terminpremier i de langsiktige obligasjonsrentene. Både ved utgangen av første og annet halvår 2017 var de beregnede terminpremiene fortsatt lave. Lave terminpremier indikerer lav kostnadsbesparelse ved å redusere rentebindingstiden. Konklusjonen i analysene var vi ikke skulle inngå nye rentebytteavtaler kommende halvår.

3 PRIMÆRHANDLERORDNINGEN

For å fremme salg av statsgjeld i førstehåndsmarkedet og omsetning i annenhåndsmarkedet inngår Norges Bank hvert år primærhandleravtaler med flere banker/finansinstitusjoner som er medlemmer på Oslo Børs. Avtalene skrives særskilt for statsobligasjoner og statskasseveksler.

Primærhandlerordningen bidrar til å nå målet om lavest mulig lånekostnader i statsgjeldsforvaltningen. Primærhandlerne har enerett og plikt til å delta i auksjoner. I tillegg plikter de å stille volum og kurser på Oslo Børs for å opprettholde likviditet i annenhåndsmarkedet.

Primærhandlerne inngår rammeavtale med Norges Bank om gjenkjøpsavtaler i samtlige statspapirer. Rammeavtalen sikrer at primærhandlerne kan låne statspapirer av statens egenbeholdning, som i 2017 var på 8 milliarder kroner i hvert lån. En gjenkjøpsavtale innebærer at primærhandleren inngår avtale om å kjøpe et statspapir fra statens egenbeholdning med en samtidig avtale om å selge papiret tilbake til staten. En gjenkjøpsavtale kan inngås med en løpetid på maksimalt én uke. Denne låneadgangen gjør at primærhandlerne kan stille salgskurser på Oslo Børs til enhver tid uten å ha en stor beholdning av statspapirer på egen balanse.

Primærhandleravtalen sørger for at vi med en viss grad av sikkerhet kan stole på at vi får utstedt de lånevolumene vi ønsker uavhengig av rådende markedsf forhold. Pliktig kursstillelse på Oslo Børs gir investorer trygghet for at det er mulig å få avsetning for minimumsbeløp i samtlige lån. I tillegg har det stor verdi for statsgjeldsforvaltningen at vi har et forpliktende samarbeid og jevnlig dialog med aktører som har markedskunnskap og store kontaktnett av investorer.

Primærhandlere i mange land gir uttrykk for at det blir stadig mer kostbart å forplikte seg til å fremme omsetning av statspapirer. Endrede rammebetingelser og nye reguleringer for finansiell sektor kan gjøre det mindre lønnsomt for primærhandlerne å ha store volum av statspapirer på egen balanse. En konsekvens av dette vil kunne være at deres evne og vilje til å skape omsetning i statspapirmarkedet reduseres.

Ved utgangen av 2016 ble det besluttet å etablere en godtgjørelsesordning for primærhandlere i norske statspapirer, finansiert av Norges Bank. Formålet med ordningen er at den skal bidra til at primærhandler-systemet opprettholdes og at opplåningen fortsatt skjer til lavest mulig kostnader for staten. Rammen for godtgjørelse ble satt til maksimalt 10 millioner kroner for kalenderåret 2017.

Godtgjørelsesordningen er todelt. Det utbetales et fast grunnbeløp til de som er primærhandlere i både statskasseveksler og statsobligasjoner gjennom hele året. I tillegg vil den enkelte primærhandler motta et prestasjonsbasert beløp etter en individuell vurdering basert på statsgjeldsforvaltningens system for evaluering av primærhandlerne. Dette beregnes etter kvantitative kriterier for deltakelse i første- og annenhåndsmarkedet og kvalitative vurderinger av i hvilken grad primærhandlerne aktivt fremmer aktivitet i markedet for statspapirer. Det legges også vekt på primærhandlerens overholdelse av kravene om kursstillelse på Oslo Børs.

Statens lånebehov, slik dette er definert i statsbudsjettet, skal dekkes gjennom opplåning i statsobligasjoner. Det er opplåningen i obligasjoner som i første rekke vil ha betydning for statens samlede lånekostnader over tid. Primærhandlerens innsats i obligasjonsmarkedet vil derfor bli tillagt størst vekt ved beregning av godtgjørelse.

For 2017 har Norges Bank fastsatt samlet godtgjørelse til primærhandlerne til 7 millioner kroner. Beløpet fordeles med 1 million kroner i grunnbeløp, som deles likt mellom primærhandlerne, og en prestasjonsbasert godtgjørelse på til sammen 6 millioner kroner som fordeles etter individuell vurdering. Rangering og individuell utbetaling av godtgjørelse til den enkelte primærhandler vil ikke bli offentliggjort.

Tabell 3.1 Primærhandlere i 2017

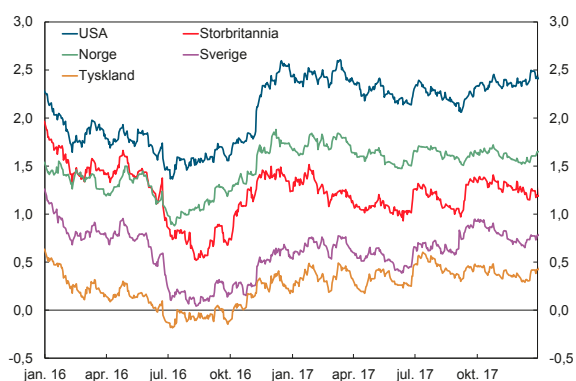
Statsobligasjoner	Statskasseveksler
Danske Bank	Danske Bank
DNB	DNB
Nordea	Nordea
SEB	SEB

4 OPPLÅNINGEN I 2017

4.1 MARKEDSUTVIKLINGEN

Internasjonalt falt de langsiktige statsobligasjonsrentene gjennom første halvår, men steg etter sommeren. Renteoppgangen var størst i Sverige og Tyskland, mens amerikanske og britiske 10-årsrenter steg kun marginalt. De langsiktige norske rentene fulgte i stor grad de internasjonale rentene, men med noe mindre bevegelser, se figur 4.1.

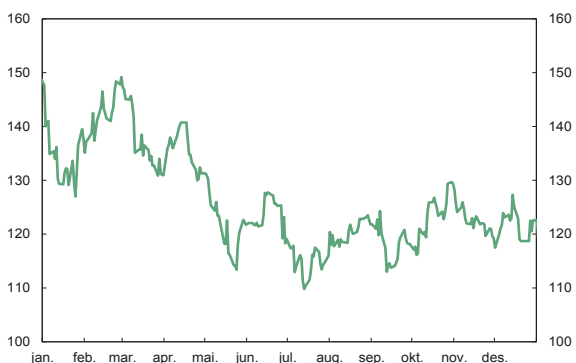
Figur 4.1 10-års statsobligasjonsrenter. Prosent. 2. januar 2016–29. desember 2017



Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

De lave langsiktige statsobligasjonsrentene må ses i lys av den ekspansive pengepolitikken i mange land. Styringsrentene har blitt holdt nært null eller lavere i en lengre periode. Flere sentralbanker har opprettholdt historisk store aktivakjøpsprogrammer for å stimulere økonomien. I 2017 kom det imidlertid signaler om nedtrapping av disse pengepolitiske tiltakene i USA og Europa. I tillegg hevet den amerikanske sentralbanken styringsrenten tre ganger i løpet av året. Dette kan ha bidratt til å trekke rentene noe opp i 2017.

Figur 4.2 Differanse mellom norsk og tysk 10-års statsobligasjonsrente. Basispunkter. 2017

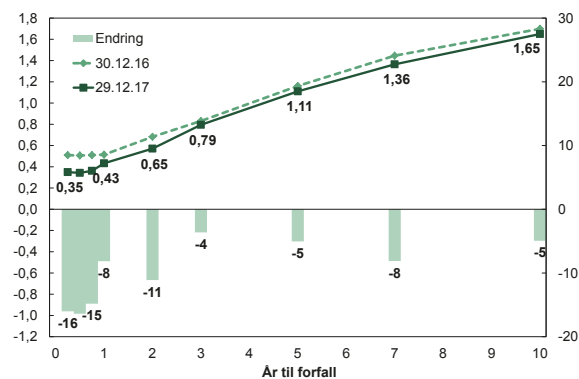


Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Rentedifferansen mot Tyskland i 10-årssegmentet falt noe i første halvår av 2017, men lå stort sett mellom 120 og 130 basispunkter fra høsten og ut året. Rentedifferansen var høyest i februar og nådde bunnen i juli, se figur 4.2. I gjennomsnitt var rentedifferansen 126 basispunkter, noe høyere enn i 2016 da den var 120 basispunkter.

De norske statsobligasjonsrentene falt noe gjennom året, se figur 4.3. Nedgangen var størst i 2-årssegmentet. Vekselrentene falt noe mer, inntil 17 basispunkter for de korteste rentene. En betydelig del av dette fallet kom på slutten av året.

Figur 4.3 Norsk syntetisk statsrentekurve ved utgangen av 2016 og 2017. Nivå i prosent (venstre akse). Endring i basispunkter (høyre akse)

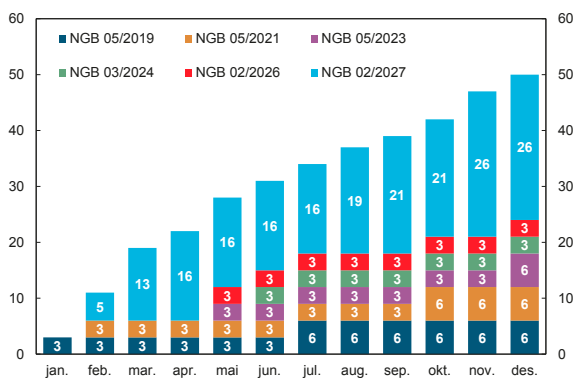


Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

4.2 AUKSJONER AV STATSOBLIGASJONER

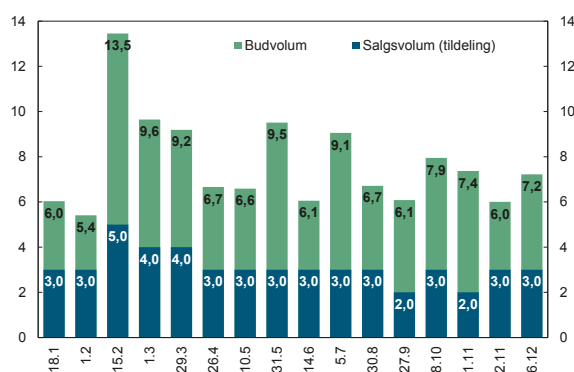
Det ble emittert statsobligasjoner for 50 milliarder kroner til markedet. I tillegg ble det emittert 8 milliarder kroner til statens egenbeholdning i det nye 10-årslånet som ble lagt ut i februar. Som planlagt ble det holdt 16 auksjoner (mot 17 auksjoner i 2016), hvorav 9 auksjoner i første halvår. Det ble samlet emittert for 31 milliarder kroner i første halvår, se figur 4.4. En oversikt over alle auksjonene er gitt i vedleggstabell B.3.

Figur 4.4 Akkumulerte obligasjonsutstedelser til markedet. Fordelt på lån. Milliarder kroner. 2017



Kilde: Norges Bank

Figur 4.5 Bud- og salgsvolum for auksjoner av statsobligasjoner. Milliarder kroner. 2017



Kilde: Norges Bank

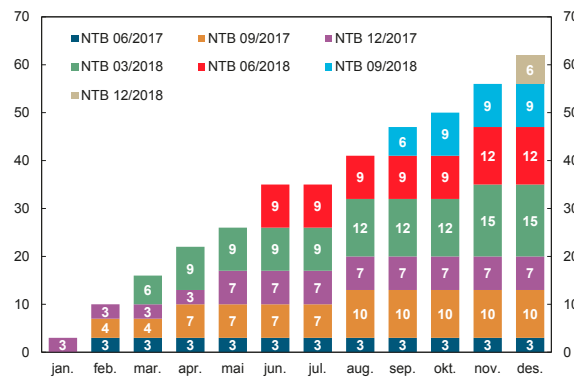
I den publiserte strategien for 2017 ble det annonsert utstedelse av et nytt 10-årslån i februar. I strategien ble det tatt sikte på å bygge opp dette lånet til et utestående volum i markedet på mellom 20 og 30 milliarder kroner i løpet av året. Det nye 10-årslånet (NGB 02/2027) ble utstedt 15. februar. Lånet ble utvidet ved åtte auksjoner slik at utestående beholdning i markedet ved årsslutt var 26 milliarder kroner.

Gjennomsnittlig etterspørselsindikator (samlet budvolum i forhold til tildelt volum) i auksjonene var 2,5. Dette var noe sterkere enn i 2016, men på linje med perioden 2005–2015. Laveste og høyeste etterspørselsindikator i løpet av året var henholdsvis 1,8 og 3,7.

4.3 AUKSJONER AV STATSKASSEVEKSLER

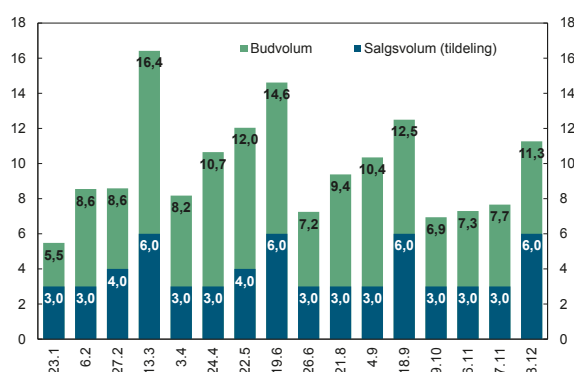
Det ble emittert statskasseveksler for 62 milliarder kroner til markedet gjennom 16 auksjoner. Staten tegnet seg i tillegg for 8 milliarder kroner i hvert av de fire nye 12-måneders veksellånene som ble lagt ut på IMM-datoene. Auksjonene mellom IMM-datoene brukes til å utvide de eksisterende vekslene.

Figur 4.6 Akkumulerte utstedelser av vekslers til markedet. Fordelt på lån. Milliarder kroner. 2017



Kilde: Norges Bank

Figur 4.7 Bud- og salgsvolum for auksjoner av statskasseveksler. Milliarder kroner. 2017



Kilde: Norges Bank

Gjennomsnittlig etterspørselsindikator for de 16 auksjonene ble 2,6. Dette var omtrent det samme som gjennomsnittet for perioden 2005–2015, og noe høyere enn i 2016 da indikatoren var 2,2.

4.4 TILBAKEKJØP AV NGB 05/2017 (NST 472)

Tilbakekjøp av obligasjoner er en vanlig del av statsgjeldsforvaltningen i mange land. Det kan være lønnsomt for staten å kjøpe tilbake hvis det oppstår et betydelig salgspres i obligasjonen når den nærmer seg forfall. Salgspreset kan skyldes at investorer ønsker å tilpasse egne porteføljer gradvis i tiden fram mot forfall. I tillegg tas statsobligasjoner ut av referanseindekser når gjenstående løpetid faller under ett år. Tilbakekjøp kan tenkes å bidra til økt etterspørsel etter andre statspapirer som utstedes. Tilbakekjøp anses derfor som god markedspleie.

Det var to tilbakekjøpsauksjoner i dette lånet i 2017. Tilbakekjøpene ble gjennomført ved flerprisauksjoner gjennom handelssystemet på Oslo Børs. I de to auksjonene kom det inn bud på til sammen 8,6 milliarder kroner, og det ble totalt kjøpt tilbake for 6,5 milliarder

kroner. I løpet av 2016 ble det kjøpt tilbake 14,8 milliarder kroner i dette lånet. Utestående i markedet før tilbakekjøpene var om lag 60 milliarder kroner. Statsobligasjonslån NGB 05/2017 (NST 472) forfalt 19. mai 2017 med 44,4 milliarder kroner, hvorav 8 milliarder kroner tilhørte statens egenbeholdning.

Avgjørelsen om tilbakekjøp ble basert på en intern prisingsmodell og på ulike kryssjekkmodeller.

4.5 TILDELING I AUKSJONER

Med virkning fra 2017 skal primærhandlerne etter hver auksjon av både veksler og obligasjoner rapportere til Norges Bank hvordan tildelingen fordeler seg på investorkategorier og regioner. Inndelingen er den samme som benyttes for primærhandlerne rapportering av omsetningen i annenhåndsmarkedet (se avsnitt 5.1).

Rapporteringen gir oss innsikt i hvordan ulike investorkategorier etterspør korte og lange statspapirer og hvordan interessen fordeler seg på geografiske områder. Se ramme 2 for en nærmere omtale av den nye statistikken.

RAMME 2: HVEM KJØPER NORSKE STATSPAPIRER I AUKSJONENE?

Siden begynnelsen av 2017 har primærhandlerne rapportert hvilke regioner og investorkategorier som har kjøpt statspapirer i auksjonene av veksler og obligasjoner. Statsgjeldsforvaltningen har tidligere mottatt rapporter kun for omsetning i annenhåndsmarkedet fordelt på regioner og investorkategorier. Primærhandlerne rapporterer kaster lys over investorsammensetningen i det norske statspapirmarkedet. Rapportene indikerer at det er noe forskjellige investorgrupper som dominerer i første- og annenhåndsmarkedet.

Statsobligasjoner

I 2017 ble det utstedt 50 milliarder kroner i statsobligasjoner. Den nye statistikken viser at norske aktører ble tildelt klart mest i auksjonene med 57 prosent av totalt utstedt volum, se figur 1. Amerikanske investorer var nest største gruppe i førstehåndsmarkedet med 28 prosent av tildelt volum.

Tildelt volum per region varierte en del etter gjenstående løpetid for obligasjonen som ble auksjonert. Norske investorer tok i gjennomsnitt en noe større andel av utstedelsesvolum i auksjoner av obligasjoner med kortere tid til forfall. Amerikanske investorer fikk generelt tildelt noe større volum når lengre obligasjoner ble emittert.

Banker og kredittforetak tok 53 prosent av emisjonsvolumet i 2017, se figur 3. Dette er ikke overraskende ettersom primærhandlerne inngår i denne kategorien. Primærhandlerne kan ha behov for å kjøpe store volum statsobligasjoner for å oppfylle sine forpliktelser som prisstillere. Noen investorer velger også ikke å delta i auksjoner, men kjøper obligasjoner i annenhåndsmarkedet av primærhandlerne i etterkant av auksjonen.

Fond, inkludert hedgefond, var den nest største aktøren i auksjonene av obligasjoner. En mulig årsak til dette er at kvantitative lettelsener i flere land har ført til mindre tilfang av obligasjoner og dårligere likviditet i disse markedene. Det kan ha gjort det norske markedet relativt mer attraktivt.

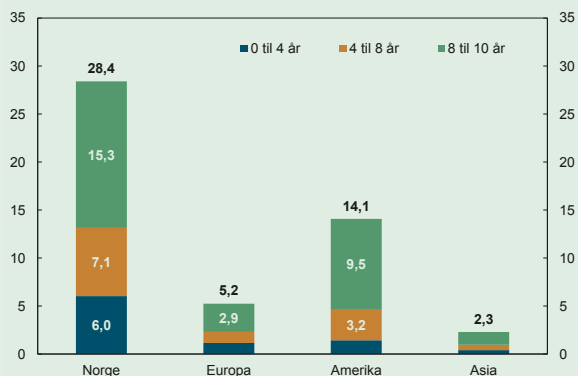
Størsteparten av primærhandlerne omsetning i annenhåndsmarkedet er mot Europa (figur 2), mens europeiske investorer har fått tildelt en relativt liten andel av auksjonsvolumet i førstehåndsmarkedet. Samtidig ser vi at primærhandlerne omsetter klart mindre mot Amerika i annenhåndsmarkedet, sammenlignet med amerikanske investorers andel av emisjonsvolumet i 2017.

Statskasseveksler

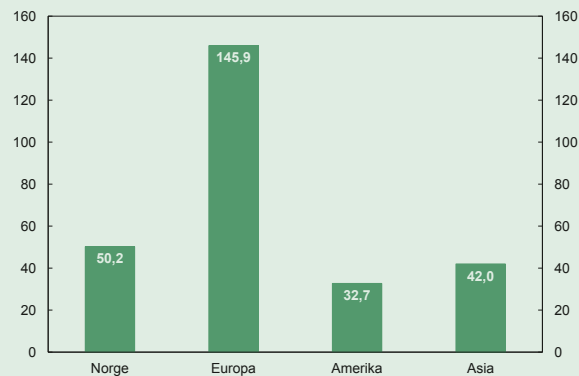
Norske investorer dominerer i førstehåndsmarkedet i statskasseveksler. I auksjonene gikk 95 prosent av utstedt volum til norske budgivere, mens 4 prosent gikk til Europa og 1 prosent gikk til Asia. Det ble utstedt 62 milliarder kroner i statskasseveksler i 2017. Det var banker og kredittforetak og fond, inkludert hedgefond, som tok størst volum i disse auksjonene, se figur 4. Mens banker og kredittforetak kjøpte om lag like mye i alle vekslene, uavhengig av tid til forfall, kjøpte fond og hedgefond klart mest av de lengste vekslene.

Bildet som primærhandlerrapportene tegner i annenhåndsmarkedet, er noe annerledes. Norske investorer står for 76 prosent av primærhandlernes omsetning, mens europeiske investorer står for 20 prosent og amerikanske for 3 prosent. Det er viktig å understreke at primærhandlernes rapporter fra annenhåndsmarkedet bare inkluderer handler hvor en av primærhandlerne har deltatt. Handler utenom en primærhandler fanges ikke opp av statistikken.

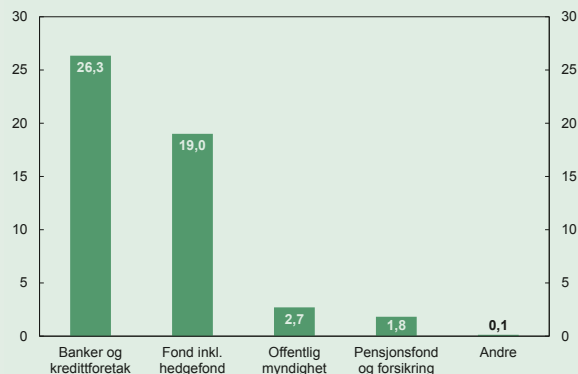
Figur 1. Statsobligasjoner. Tildelt volum i alle auksjoner per region og tid til forfall. Milliarder kroner. 2017



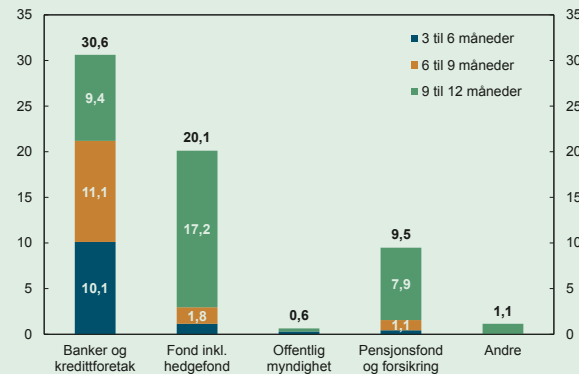
Figur 2. Statsobligasjoner. Omsetning i annenhåndsmarkedet per region. Milliarder kroner. 2017



Figur 3. Statsobligasjoner. Tildelt volum i alle auksjoner i per investorkategori. Milliarder kroner. 2017



Figur 4. Statskasseveksler. Tildelt volum i alle auksjoner per investorkategori og tid til forfall. Milliarder kroner



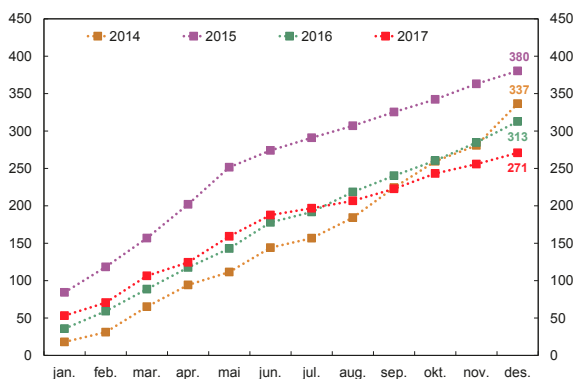
5 ANNENHÅNDSMARKEDET

Norske statspapirer omsettes i markedet for automatisk slutning² på Oslo Børs, direkte mellom aktører («over-the-counter») og på andre organiserte markedsplasser som for eksempel Bloomberg, Eurex Bonds og Tradeweb. De norske statspapirene er notert på Oslo Børs og selges i førstehåndsmarkedet kun på Oslo Børs. Det innebærer at primærhandlerne må være medlem av Oslo Børs for å kunne handle i statspapirene.

5.1 OMSETNING I ANNENHÅNDSMARKEDET

Primærhandlerne rapporterer hver måned alt av kjøp og salg av statspapirene til Norges Bank.³ I rapportene blir kjøp og salg fordelt på hvilken region motparten tilhører og hva slags investor motparten er. Det er kun handel i annenhåndsmarkedet som er rapporteringspliktig. Gjenkjøpsavtaler skal ikke rapporteres. Statistikken (som kun omfatter omsetning der en norsk primærhandler er involvert) gir et bilde av hvilke regioner og investorkategorier som kjøper og selger de norske statspapirene. Fordeling på mange regioner og mange ulike investorer indikerer at det er en bred investorbase for norske statspapirer, noe som kan bidra til å øke likviditeten i de enkelte papirene.

Figur 5.1 Statsobligasjoner. Akkumulert omsetning (kjøp og salg) fordelt per måned. Milliarder kroner. 2014–2017

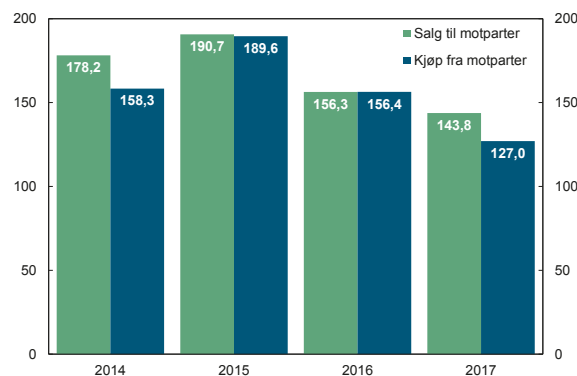


Kilde: Norges Bank

Figur 5.1 viser hvordan den rapporterte omsetningen for statsobligasjoner fordeler seg på de enkelte månedene i årene 2014–2017. I 2017 var rapportert omsetning (kjøp og salg) fra primærhandlerne litt under 271 milliarder kroner. Det var den laveste omsetningen i denne fireårsperioden. Omsetningen var særlig lav i annet halvår.

I 2017 solgte primærhandlerne for nesten 17 milliarder kroner mer enn hva de kjøpte fra sine motparter. I både 2015 og 2016 var salgene og kjøpene om lag det samme, se figur 5.2.

Figur 5.2 Statsobligasjoner. Primærhandlerens salg til og kjøp fra motparter. Milliarder kroner. 2014–2017



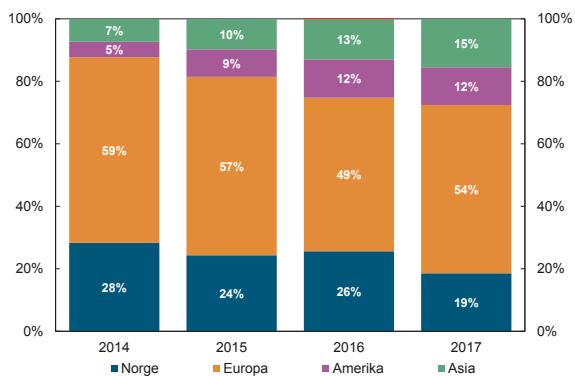
Kilde: Norges Bank

I årene 2014–2016 utgjorde primærhandlerens omsetning med motparter i Norge 26 prosent av rapportert omsetning. I 2017 falt denne andelen til 19 prosent, se figur 5.3. Motparter lokalisert i Europa stod for om lag 55 prosent av samlet omsetning. Asia økte sin andel av rapportert omsetning til 15 prosent i 2017. Primærhandlerne rapporterer også at omsetningen med motparter i Amerika (Nord-, Sør- og Mellom-Amerika) øker noe.

2 I markedet for automatisk slutning stiller primærhandlerne bindende kurser og volum hver handelsdag i henhold til primærhandleravtalen. Medlemmer på Oslo Børs kan handle på disse kursene og volumene direkte i handelssystemet.

3 Rapporteringen bygger på EUs «Harmonized reporting format» som er utarbeidet i samarbeid mellom de ulike statsgjeldskontorene i euroområdet og European Primary Dealers Association (EPDA). I Norge begynte rapporteringen i 2013.

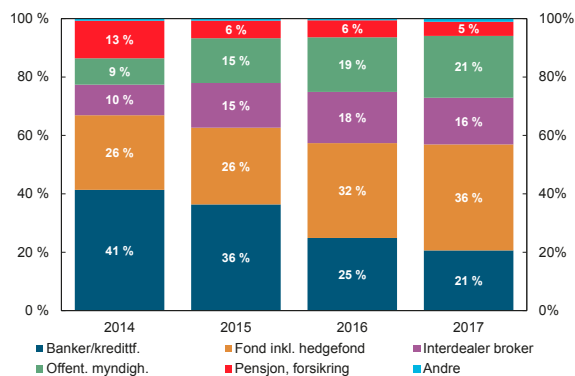
Figur 5.3 Statsobligasjoner. Primærhandlerens omsetning fordelt på regioner. Andeler. 2014–2017



Kilde: Norges Bank

Mens investorkategorien banker og kredittforetak stod for vel 40 prosent av rapportert omsetning i 2014, falt denne andelen til noe over 20 prosent i 2017, se figur 5.4. Også investorkategorien pensjons- og forsikringsselskaper har i årene fra 2014 til 2017 hatt en fallende andel av rapportert omsetning. Det er fond inkludert hedgefond som har økt sin andel mest i denne perioden. Også offentlige myndigheter/overstatlige institusjoner har økt sin andel. Primærhandlerne rapporterte at 16 prosent av samlet omsetning i 2017 var med «interdealer brokers». Dette er omsetning hvor primærhandlerne ikke har kjennskap om hvilken sluttinvestor som står bak ordren.

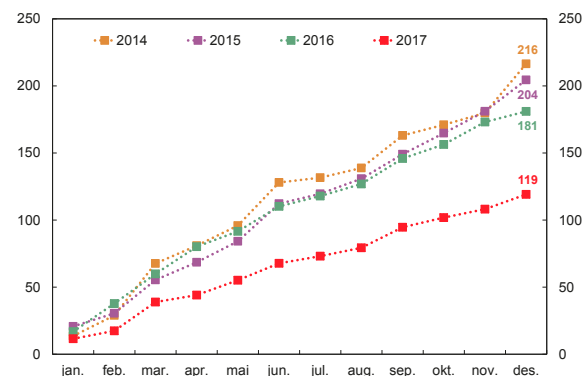
Figur 5.4 Statsobligasjoner. Primærhandlerens omsetning fordelt på investorkategorier. Andeler. 2014–2017



Kilde: Norges Bank

Figur 5.5 viser hvordan den rapporterte omsetningen for statskasserveksler fordeler seg på de enkelte månedene i årene 2014–2017. I 2017 var rapportert omsetning (kjøp og salg) fra primærhandlerne om lag 119 milliarder kroner. Det var klart lavere enn de foregående årene.

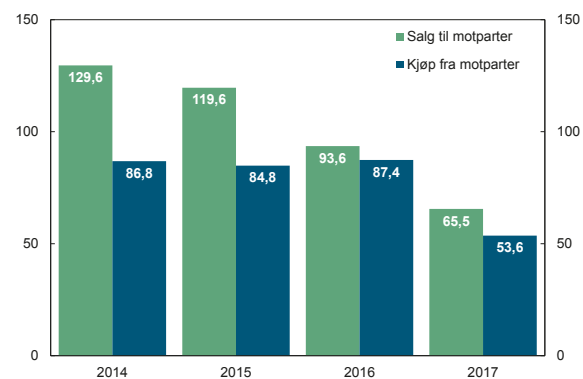
Figur 5.5 Statskasserveksler. Akkumulert omsetning (kjøp og salg) fordelt per måned. Milliarder kroner. 2014–2017



Kilde: Norges Bank

I 2017 solgte primærhandlerne for 12 milliarder kroner mer enn hva de kjøpte fra sine motparter, mens tilsvarende differanse var om lag det halve i 2016.

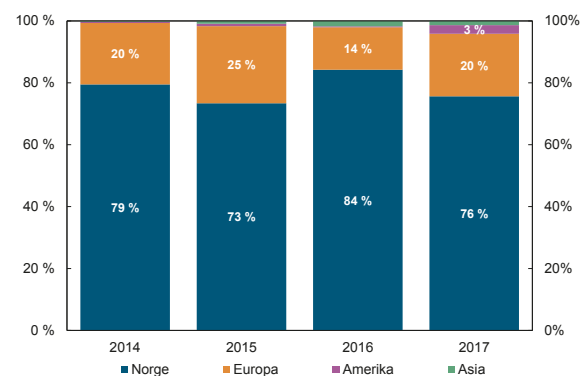
Figur 5.6 Statskasserveksler. Primærhandlerens salg til og kjøp fra motparter. Milliarder kroner. 2014–2017



Kilde: Norges Bank

Primærhandlerne rapporterte at det i 2017 ble omsatt vekslere for litt over 90 milliarder kroner til motparter i Norge, en reduksjon på rundt 62 milliarder kroner fra 2016. Norske motparter står gjennomgående for 75–80 prosent av samlet omsetning. De korte statspapirene er således først og fremst et produkt som henvender seg til innenlandske aktører.

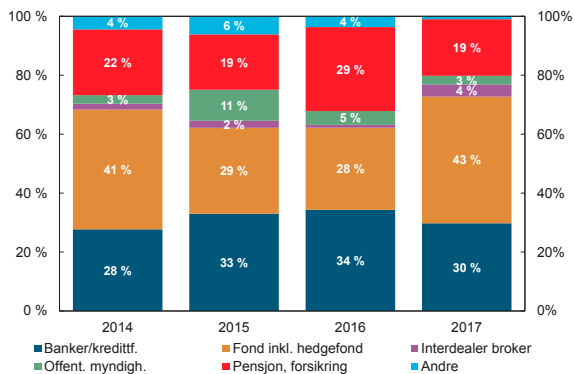
Figur 5.7 Statskasserveksler. Primærhandlerens omsetning fordelt på regioner. Andeler. 2014–2017



Kilde: Norges Bank

I årene 2014–2017 har de tre investorkategoriene banker og kredittforetak, fond inkludert hedgefond og pensjon- og forsikringsselskaper stått for nær 90 prosent av samlet omsetning av statskasseveksler, se figur 5.8.

Figur 5.8 Statskasseveksler. Primærhandlerens omsetning fordelt på investorkategorier. Andeler. 2014–2017

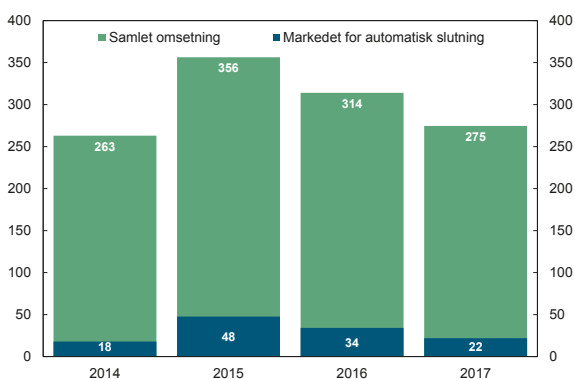


Kilde: Norges Bank

5.2 OMSETNING RAPPORTERT TIL OSLO BØRS

Registrert omsetning av statsobligasjoner på Oslo Børs var i 2017 på 275 milliarder kroner, målt etter pålydende verdi. Dette var en reduksjon i forhold til de to foregående årene, se figur 5.9. Av omsetningen i 2017 utgjorde markedet for automatisk slutning 8 prosent. Siden 2014 har gjennomsnittlig årlig andel av total omsetning for dette markedet vært på om lag 10 prosent.

Figur 5.9 Statsobligasjoner. Registrert omsetning på Oslo Børs¹. Samlet og i markedet for automatisk slutning. Pålydende verdi. Milliarder kroner. 2014–2017



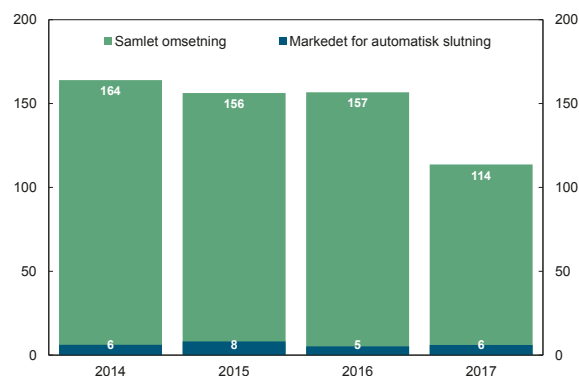
¹ Uten emisjoner og tilbakekjøpsauksjoner.

Kilde: Oslo Børs

For statskasseveksler var den registrerte omsetningen i 2017 på i underkant av 114 milliarder kroner. Gjennomsnittlig omsetning i perioden 2014–2016 var 159 milliarder kroner. Av omsetningen i 2017 utgjorde markedet for automatisk slutning 5 prosent. I årene

2014–2016 har gjennomsnittlig årlig andel av total omsetning for dette markedet vært 4 prosent.

Figur 5.10 Statskasseveksler. Registrert omsetning på Oslo Børs¹. Samlet og i markedet for automatisk slutning. Pålydende verdi. Milliarder kroner. 2014–2017



¹ Uten emisjoner og tilbakekjøpsauksjoner.

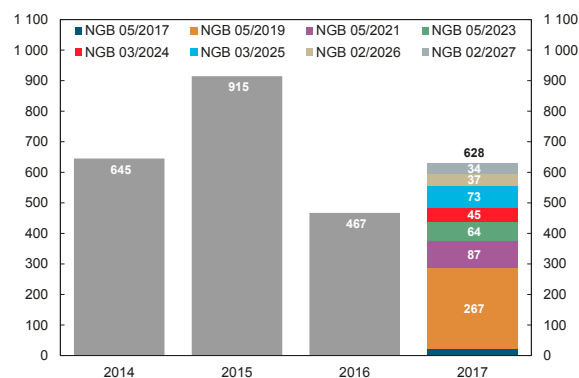
Kilde: Oslo Børs

5.3 UTLÅN FRA STATENS EGENBEHOLDNING

Primærhandlerne har anledning til å låne statspapirer fra statens egenbeholdning gjennom en gjenkjøpsavtale, se kapittel 3 om primærhandlerordningen. En gjenkjøpsavtale kan inngås med en løpetid på maksimalt én uke, men de fleste avtalene har løpetid på én dag. Normalt blir slike avtaler rullert hver dag for kortere eller lengre perioder.

Utlån av statsobligasjoner fra statens egenbeholdning akkumulert over 2017 beløp seg til 628 milliarder kroner i pålydende verdi, en økning på 161 milliarder kroner fra 2016. I 2017 stod NGB 05/2019 for over 42 prosent av samlet utlån av statsobligasjoner fra statens egenbeholdning. Det nye 10-årslånet NGB 02/2027 stod for i underkant av 6 prosent av samlet utlån av statsobligasjoner.

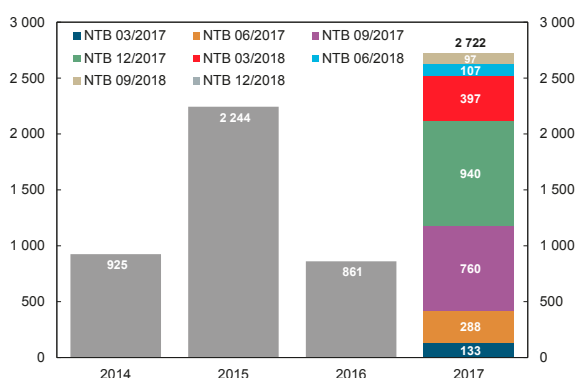
Figur 5.11 Statsobligasjoner. Akkumulerte utlån fra statens egenbeholdning til primærhandlerne. Fordelt på de enkelte utestående lånene i 2017. Milliarder kroner. 2014–2017



Kilde: Norges Bank

Utlån av statskasseveksler fra statens egenbeholdning akkumulert over 2017 beløp seg til 2 722 milliarder kroner i pålydende verdi, en økning på hele 1 861 milliarder kroner fra 2016. Økningen må ses i sammenheng med noe lavere utestående volum og bruk av veksler som et plasseringsinstrument for kortsiktig likviditet, blant annet for banker, ulike fond og livsforsikrings-selskaper og pensjonskasser. Utnyttelsen av låneadgangen er gjennomgående høyest for den til enhver tid korteste vekselen.

Figur 5.12 Statskasseveksler. Akkumulerte utlån fra statens egenbeholdning til primærhandlerne. Fordelt på de enkelte utestående lånene i 2017. Milliarder kroner. 2014–2017



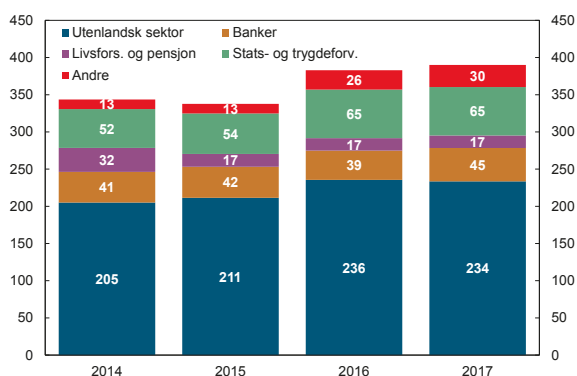
Kilde: Norges Bank

Ramme 3 beskriver hvordan bruken av statspapirer i gjenkjøpsavtaler har utviklet seg de senere årene.

5.4 EIERFORDELING I NORSE STATSPAPIRER

Statistikk fra Verdipapirsentralen (VPS) gir informasjon om hvem som eier de norske statspapirene. Statistikken identifiserer institusjonell sektor kun for norske eiere.

Figur 5.13 Statsobligasjoner. Eierfordeling ved utgangen av året. Milliarder kroner. 2014–2017



Kilde: Verdipapirsentralen

Ved utgangen av 2017 eide utenlandske investorer i underkant av 234 milliarder kroner i norske statsobliga-

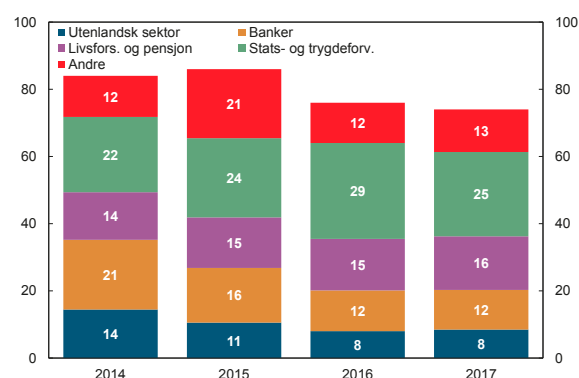
sjoner. Dette utgjorde 60 prosent av utestående beholdning. Eierandelen har vært stabil de siste årene. Figur 5.13 viser at siden 2014 har utenlandsk sektor økt sin beholdning fra 205 milliarder kroner til 234 milliarder kroner.

Av de innenlandske investorene er det banker som har de største beholdningene av statsobligasjoner. De store beholdningene til stats- og trygdeforvaltningen skyldes at staten eier 8 milliarder kroner i hvert utestående statsobligasjonslån for bruk i gjenkjøpsavtaler med primærhandlerne. Ved utgangen av desember i både 2016 og 2017 utgjorde dette 56 milliarder kroner.

Et nytt 10-årslån (NGB 02/2027) ble utstedt i februar og utvidet gjennom året slik at utestående ved årsslutt var 26 milliarder kroner i markedet. Ved utgangen av året eide utenlandske investorer nesten 17 milliarder kroner i NGB 02/2027, mens innenlandske banker og kredittforetak eide litt over 7 milliarder kroner.

Ved utgangen av 2017 var samlet utestående av statskasseveksler 74 milliarder kroner. De største eierne, utenom staten, var norske banker og livsforsikrings-selskaper og pensjonskasser med henholdsvis 12 og 16 milliarder kroner. Utenlandsk sektor eide litt over 8 milliarder kroner. Staten har en egenbeholdning på 8 milliarder kroner i hvert vekselån.

Figur 5.14 Statskasseveksler. Eierfordeling ved utgangen av året. Milliarder kroner. 2014–2017



Kilde: Verdipapirsentralen

5.5 LIKVIDITETEN I ANNEHÅNDSMARKEDET

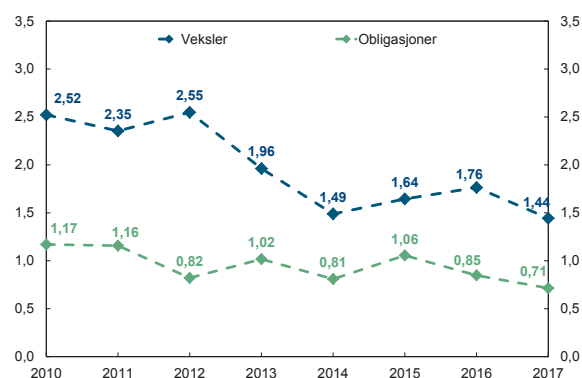
Et likvid marked blir ofte beskrevet som en markeds-plass der en innenfor et kort tidsrom kan kjøpe eller selge aktiva uten store omkostninger. Likvide markeder bidrar til effektiv omfordeling av risiko og kapital. Svak likviditet i et marked kan resultere i at investorene krever en likviditetspremie.

Likviditetspremier er ikke direkte observerbare. Det er heller ikke slik at et marked enten er likvid eller illikvid. Statsgjeldsforvaltningen ser på flere indikatorer for å overvåke likviditeten i annenhåndsmarkedet for statspapirer, blant annet omsetningshastighet, Amihuds illikviditetsindikator, relativ kursforskjell og spørreundersøkelser blant investorer.

Omsetningshastighet er definert som summen av total omsetning i løpet av ett år delt på gjennomsnittlig utestående volum i løpet av året. En høyere tallverdi på omsetningshastigheten indikerer høyere aktivitet i annenhåndsmarkedet, noe som kan bety et mer likvid marked.

Omsetningshastigheten for statsobligasjoner og statskasseveksler nådde i 2017 sine laveste nivåer siden 2010, se figur 5.15. Dette indikerer at likviditeten i statspapirmarkedet kan ha blitt dårligere. Lavere omsetningshastighet i vekslermarkedet må sees i sammenheng med at utestående volum var lavere i 2017 enn det har vært. Den fallende omsetningshastigheten i statsobligasjoner er vanskeligere å forklare. Tidligere har omsetningshastigheten gjerne vært høyere i år hvor en obligasjon forfaller, men vi så ikke den samme økningen i omsetningshastighet i forbindelse med forfallet av NGB 05/2017.

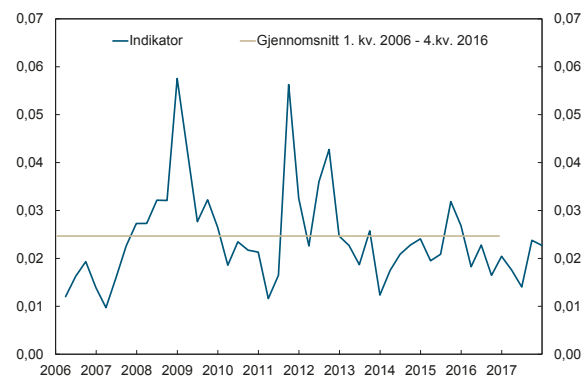
Figur 5.15. Omsetningshastighet for statsobligasjoner og statskasseveksler. 2010–2017



Kilder: Oslo Børs og Norges Bank

De andre likviditetsindikatorerne tegner et noe annet bilde av likviditeten i statsobligasjonsmarkedet. Amihuds illikviditetsindikator er definert som avkastning i en statsobligasjon delt på handlet volum samme dag. Denne gir en indikasjon på hvordan omsetning påvirker prisstillelsen i markedet. Relativ kursforskjell måler transaksjonskostnadene i markedet som forskjellen mellom kjøps- og salgskurs i prosent av midtkurs. Begge indikatorene er konstruert slik at jo lavere verdi indikatoren har, jo mer likvid er markedet.

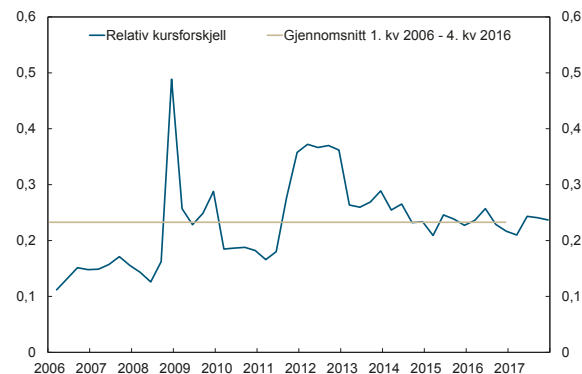
Figur 5.16 Amihuds illikviditetsindikator for statsobligasjoner. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2017



Kilder: Oslo Børs, Thomson Reuters og Norges Bank

Både Amihuds illikviditetsindikator og relativ kursforskjell var om lag som gjennomsnittet for perioden 2006–2016 gjennom hele 2017, se figur 5.16 og 5.17. Begge disse indikatorene peker mot at likviditeten i statsobligasjonsmarkedet var uforandret eller marginalt bedre i 2017 enn i tidligere år.

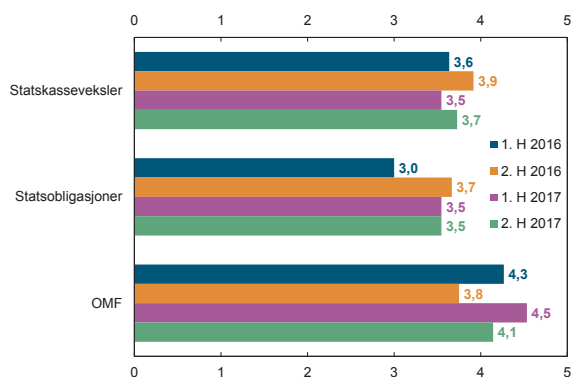
Figur 5.17 Relativ kursforskjell for statsobligasjoner. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2017



Kilder: Oslo Børs, Thomson Reuters og Norges Bank

Høsten 2016 satte Norges Bank i gang en halvårlig spørreundersøkelse om likviditeten i de ulike delene av det norske sertifikat- (inkludert statskasseveksler) og obligasjonsmarkedet. Spørsmålene ble stilt til et utvalg institusjonelle investorer og rentemeglerne på Oslo Børs. Undersøkelsen kan fange opp forhold som ikke vises i rapporterte tall for omsetning og prisstillelse på børs. Undersøkelsene er også omtalt i Norges Banks rapporter om finansiell stabilitet.

Figur 5.18 Vurdering av markedslikviditeten. Gjennomsnitt av respondenter. Skala 1 (dårlig), 2-3 (middels), 4-5 (meget god)



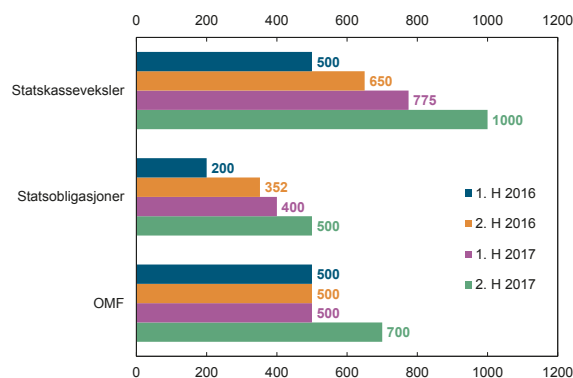
Kilde: Norges Bank

I undersøkelsen definerer Norges Bank at «med likviditet menes muligheten til å gjøre handler i et papir relativt raskt uten at det skaper vesentlige bevegelser i prisene». Både i første og annet halvår 2017 ble likviditeten i statskasseveksler og statsobligasjoner oppfattet som litt bedre enn middels. Resultatene for statspapirmarkedet var noe svakere enn vurderingen av OMF-markedet, se figur 5.18. Gruppen av respondenter er ikke lik for disse markedene. Av de 11 som har besvart spørsmål om statspapirmarkedet, er 7 investorer og 4 prisstillere. For OMF er det 7 investorer og 8 prisstillere som har besvart.

Norges Bank stiller også spørsmål om hvor store volum som kan handles i en enkelt obligasjon uten at prisene endrer seg betydelig. Oppgitt volum fra respondentene økte noe både i første og andre halvår for statskasseveksler, statsobligasjoner og OMF, se figur 5.19.

Samlet sett gir spørreundersøkelsene inntrykk av at likviditeten har vært ganske stabil siden første halvår 2016. Likevel trekker respondenter fram at bankreguleringer har bidratt til noe dårligere likviditet.

Figur 5.19 Vurdering av volum som kan omsettes i annenhåndsmarkedet uten at prisene endrer seg betydelig. Medianbesvarelse. Millioner kroner



Kilde: Norges Bank

RAMME 3: BRUK AV GJENKJØPSAVTALER I STATSPAPIRER

En gjenkjøpsavtale (repoavtale) er et salg av et verdipapir der man samtidig gjør en avtale om å kjøpe papirene tilbake på et senere tidspunkt til en avtalt pris. En gjenkjøpsavtale innebærer dermed et «byttelån» av verdipapirer mot kontanter i en gitt periode. En part låner ut verdipapirer og mottar penger, mens motparten låner ut penger og mottar verdipapirer. Den som låner penger, betaler en implisitt rente bestemt av differansen mellom salgs- og tilbakekjøpsprisen på verdipapirene. De siste årene har bruken av gjenkjøpsavtaler, spesielt i statsobligasjoner, økt betraktelig. Denne utviklingen fortsatte i 2017.

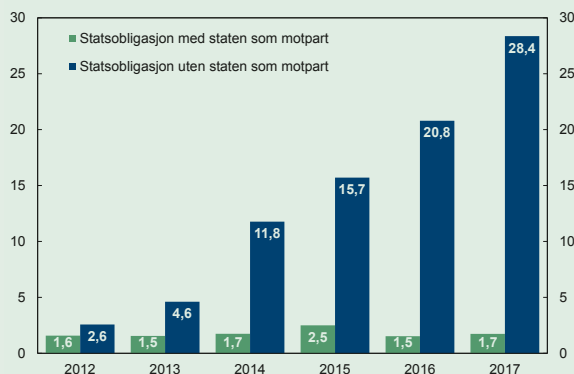
Det er viktig å skille mellom to typer gjenkjøpsavtaler i det norske markedet – gjenkjøpsavtaler gjort med staten som motpart og gjenkjøpsavtaler uten staten som motpart. Statsgjeldsforvaltningen har en egenbeholdning av statspapirer som primærhandlerne kan låne ved å inngå gjenkjøpsavtaler med staten. I en slik gjenkjøpsavtale låner staten ut statspapir og mottar kontanter som sikkerhet. Slike avtaler gjøres for å sikre at primærhandlerne kan levere statspapirer til kundene sine. Formålet er å bidra til et mer velfungerende og likvid statspapirmarked. Bruken av statsgjeldsforvaltningens gjenkjøpsadgang i statsobligasjoner utgjorde kun en liten andel av utestående gjenkjøpsavtaler i statsobligasjoner i 2017, se figur 1.

Det gjøres også gjenkjøpsavtaler i norske statspapirer uten staten som motpart. Omfanget av slike gjenkjøpsavtaler har vært jevnt økende siden 2012, se figur 1. Markedsaktørene bruker disse gjenkjøpsavtalene blant annet til å låne ut penger mot sikkerhet i statsobligasjoner. På den andre siden kan parten som låner ut statsobligasjonen bruke en gjenkjøpsavtale for å låne penger til å finansiere selve kjøpet av statsobligasjonen. Norske og utenlandske banker, utenlandske fond og utenlandske myndigheter er blant aktørene i dette markedet.

I vekselmarkedet er bildet noe annerledes. Det gjøres et relativt stort volum av gjenkjøpsavtaler i statsgjeldsforvaltningens gjenkjøpsadgang. Volumet utenom Norges Banks gjenkjøpsadgang har vært relativt lavt siden 2012, se figur 2.

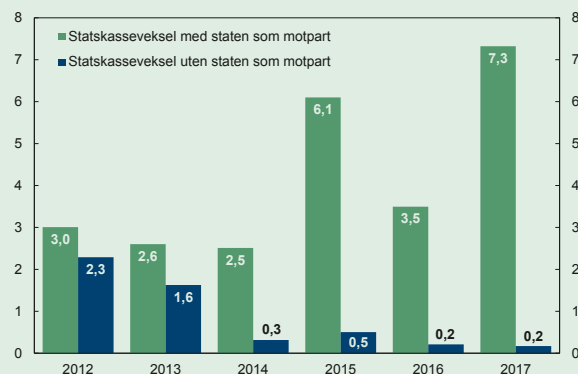
Økt bruk av gjenkjøpsavtaler kan bidra til å gjøre annenhåndsmarkedet for statspapirer mer likvid og attraktivt for investorer. Gjenkjøpsavtaler kan for eksempel bidra til å finansiere primærhandlerne beholdninger av statsobligasjoner. De kan også bidra til å utjevne overskudd eller knapphet av statsobligasjoner i annenhåndsmarkedet i kortere perioder. Så fremt denne aktiviteten bedrer likviditeten i annenhåndsmarkedet, vil likviditetspremien i norske statsrenter reduseres og statens lånekostnader falle. På den annen side kan økt omfang av gjenkjøpsavtaler også gjøre likviditeten i annenhåndsmarkedet mer sårbar i urolige tider.

Figur 1. Gjennomsnittlig utestående volum per dag i gjenkjøpsavtaler i norske statsobligasjoner. Milliarder kroner. 2012–2017



Kilde: Oslo Børs og Norges Bank

Figur 2. Gjennomsnittlig utestående volum per dag i gjenkjøpsavtaler i norske statskassveksler. Milliarder kroner. 2012–2017



Kilde: Oslo Børs og Norges Bank

Referanser: Norges Bank (2017): «Finansiell Stabilitet 2017», side 41. BIS (2017): «Repo market functioning», CFGS Papers No 59, April 2017, Committee on the Global Financial System.

6 LÅNEKOSTNADER

Finansdepartementet fastsetter mål og rammer for statsgjeldsforvaltningen. Målet er å dekke statens lånebehov til lavest mulige kostnader innenfor de rammer som er gitt. Dette må forstås som et mål om over tid å dekke lånebehovet billigst mulig. En lånestrategi som minimerer kostnaden det kommende året, vil ikke nødvendigvis føre til lav kostnad de påfølgende årene. Det er dermed vanskelig å fastsette et kortsiktig mål. Måloppnåelsen må vurderes over tid.

Markedsprisene påvirkes av den valgte opplåningsstrategien. Dette gjør det vanskelig å måle kvantitativt om den valgte strategien er bedre enn alternative strategier.

Det oljekorrigerte underskuddet på statsbudsjettet i Norge blir finansiert ved overføring fra Statens pensjonsfond utland. I de fleste andre land finansieres underskuddet på statsbudsjettet ved gjeldsutstedelse. Ulikt formål og forutsetninger for statsgjeldsforvaltningen i ulike land vanskeliggjør en sammenlikning med andre land.

6.1 ULIKE MÅL FOR LÅNEKOSTNADEN

Det er ikke opplagt hvordan kostnaden for statsgjelden skal beregnes. Statsgjeldsforvaltningen benytter to ulike metoder for å belyse statens lånekostnader; gjennomsnittlig emisjonsrente for utestående beholdning og regnskapsførte kostnader etter kontantprinsippet. Det er viktig å presisere at de ulike målene ikke kan brukes til å avgjøre om en gjeldsstrategi er billigere enn en annen. I dette avsnittet er statens egenbeholdning og bytteordningen holdt utenfor i beregningene.

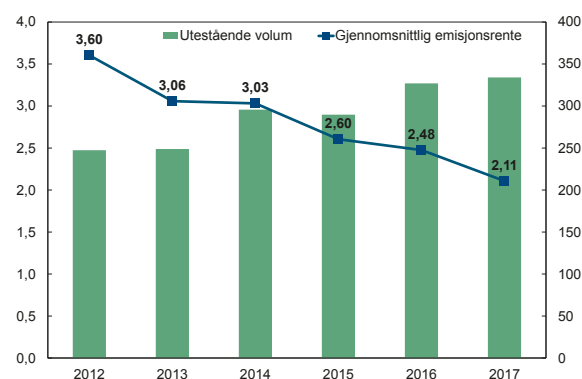
6.1.1 Gjennomsnittlig emisjonsrente

Gjennomsnittlig emisjonsrente for en låneportefølje beregnes ved å vekte emisjonsrenten for utestående lån med nominelt volum. Målet viser den renten som de utestående lånene, på et gitt tidspunkt, i gjennomsnitt er tatt opp til.

Ved utgangen av 2017 var utestående volum av obligasjoner 334 milliarder kroner (ekskl. statens egenbeholdning) med en gjennomsnittlig emisjonsrente på 2,11 prosent. Det er en nedgang på 0,37 prosentpoeng siden utgangen av 2016. Løpetiden er uendret siden

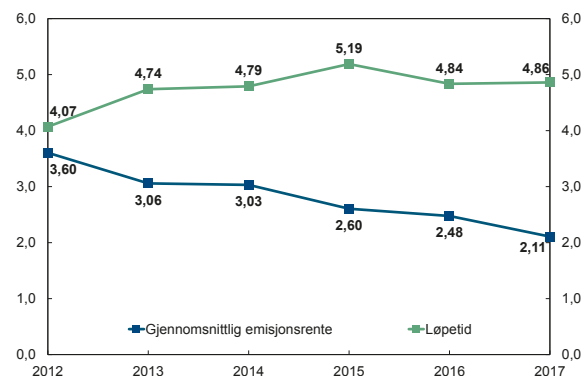
2016, se figurene 6.1 og 6.2. Gjennomsnittlig emisjonsrente er siden 2012 redusert med 1,50 prosentpoeng.

Figur 6.1 Statsobligasjoner. Gjennomsnittlig emisjonsrente i prosent (venstre akse) og utestående volum ved utgangen av hvert år i milliarder kroner (høyre akse). Ekskludert statens egenbeholdning. 2012–2017



Kilde: Norges Bank

Figur 6.2 Statsobligasjoner. Gjennomsnittlig emisjonsrente i prosent og løpetid i år. Ekskludert statens egenbeholdning. Ved utgangen av hvert år. 2012–2017

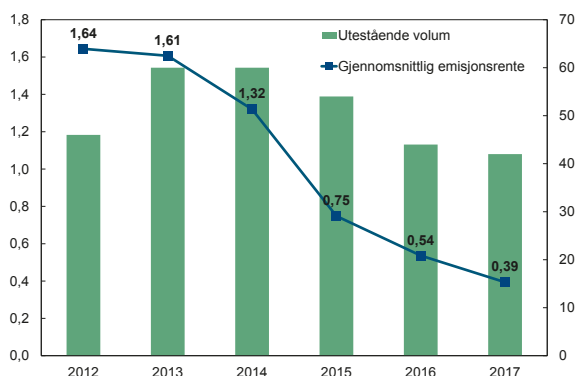


Kilde: Norges Bank

Gjennomsnittlig emisjonsrente for statskassevekslene var 0,39 prosent for den utestående beholdningen ved utgangen av 2017. Det er ned 0,14 prosentpoeng siden utgangen av 2016, se figurene 6.3 og 6.4. Sammenlignet med 2012 er det en nedgang på 1,25 prosentpoeng.

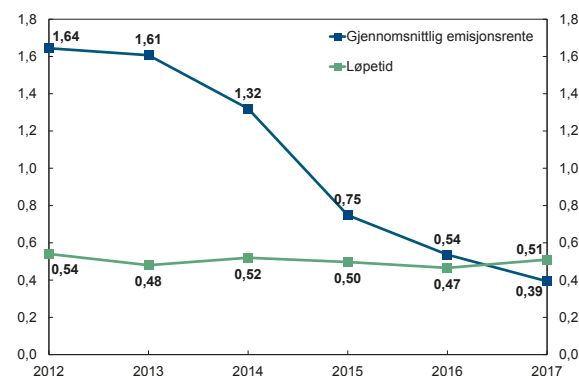
Utestående volum av statskasseveksler (ekskl. statens egenbeholdning) var ved utgangen av 2017 på 42 milliarder kroner. Løpetiden har de siste seks årene vært stabil på om lag et halvt år, se figur 6.4, og gjenspeiler en jevn utstedelse av veksler.

Figur 6.3 Statskasseveksler. Gjennomsnittlig emisjonsrente i prosent (venstre akse) og utestående volum ved utgangen av hvert år i milliarder kroner (høyre akse). Ekskludert statens egenbeholdning og bytteordningen. 2012-2017



Kilde: Norges Bank

Figur 6.4 Statskasseveksler. Gjennomsnittlig emisjonsrente i prosent og løpetid i år. Ekskludert statens egenbeholdning og bytteordningen. Ved utgangen av hvert år. 2012-2017



Kilde: Norges Bank

Den korte løpetiden gjør at statskassevekslene har en relativt høy omsetning. Nedgangen i markedsrentene får dermed raskt gjennomslag. Den lengre løpetiden for statsobligasjonsporteføljen gjør at gjennomsnittlig emisjonsrente i større grad påvirkes av de lån som ble tatt opp da rentenivået var høyere. Lange renter kan i tillegg, over tid, forventes å være høyere enn korte.

6.1.2 Regnskapsmessig kostnad

Staten fører regnskapet etter kontantprinsippet. Utgifter og inntekter inngår i regnskapet den perioden de blir betalt/mottatt. Unntak er periodisering av overkurs og underkurs ved emisjon av statsobligasjonslån, samt føring av underkurs ved emisjon av statskasseveksler.

Det foretas jevnlig utvidelser av eksisterende lån. Utvidelsene er de senere årene i stor grad gjort til overkurs. Overkurs oppstår når staten utsteder obligasjoner med en kupongrente som overstiger markedsrenten. De senere årene har det vært et generelt fall i rentenivået. Kupongrenten er dermed høyere enn markedsrenten for obligasjonslånene. Regnskaps-

messig fordeles overkurs og underkurs over gjestående løpetid til lånene. I 2017 ble det inntektsført 2,8 milliarder kroner til amortisert kost for statsobligasjoner. Emisjoner gjort til overkurs førte til inntektsføring også i perioden 2012 til 2016.

Obligasjonene betaler på den andre siden en kupongrente. I 2017 utbetalte staten 10,4 milliarder kroner i kupong på utestående obligasjonsbeholdning.

Statskasseveksler har ingen kupong og utstedes normalt til underkurs og blir regnskapsført på forfallstidspunktet. I 2017 ble det kostnadsført 0,3 milliarder kroner til amortisert kost for statskassevekslene.

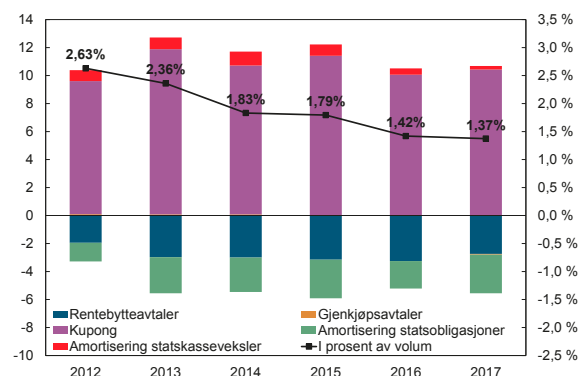
Rentebytteavtalene ble inngått på et tidspunkt da rentenivået var høyere. De siste seks årene har staten mottatt en fastrente som er høyere enn den flytende renten som er betalt. I 2017 mottok staten netto 2,7 milliarder kroner på sine rentebytteavtaler, det er 0,5 milliarder kroner mindre enn i 2016. I løpet av 2017 har nominell beholdning av rentebytteavtaler gradvis blitt redusert fra 91,9 til 66,9 milliarder kroner.

Ved utgangen av 2017 hadde statens portefølje av rentebytteavtaler en samlet markedsverdi på 4,9 milliarder kroner i statens favør. Om fremtidige pengemarkedsrenter blir slik de implisitte fremtidsrentene indikerer, vil staten dermed også ha en positiv kontantstrøm fra rentebytteavtalene i årene som kommer.

Staten har i tillegg utgifter i forbindelse med gjenkjøpsavtaler, men dette utgjør kun et marginalt beløp.

Netto regnskapsførte kostnader utgjorde 1,37 prosent av gjennomsnittlig nominelt volum av veksler og obligasjoner i 2017. Det er 0,05 prosentpoeng lavere enn året før, og 1,26 prosentpoeng lavere enn for 2012, se figur 6.5.

Figur 6.5 Regnskapsførte inntekter og kostnader. Ekskludert statens egenbeholdning og bytteordningen. Milliarder kroner (venstre akse) og prosent av volum (høyre akse). 2012-2017

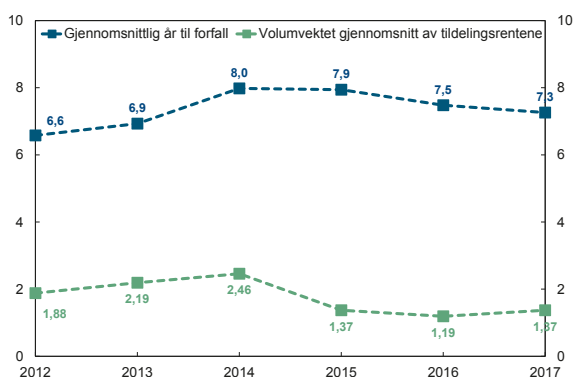


Kilde: Norges Bank

6.2 ANALYSE AV AUKSJONSPREMIEN

I 2017 var gjennomsnittlig volumvektet tildelingsrente 1,37 prosent for de statsobligasjonene som ble auksjonert det året, mot 1,19 prosent i 2016 (figur 6.6).

Figur 6.6 Statsobligasjoner. Volumvektet gjennomsnitt av tildelingsrentene i auksjonene hvert enkelt år. Gjennomsnittlig år til forfall for emitterte lån på auksjonstidspunktet. 2012–2017



Kilde: Norges Bank

Oppgangen kan forklares med høyere gjennomsnittlig volumvektet tildelingsrente i de to nye 10-årslånene i henholdsvis 2016 og 2017. I 2016 var gjennomsnittlig volumvektet tildelingsrente for NGB 02/2026 1,34 prosent, mens tilsvarende for NGB 02/2027 i 2017 var 1,67 prosent. I første halvår av 2016 ble det emittert for 22 milliarder kroner i NGB 02/2026, men kun 7 milliarder kroner i andre halvår av 2016. For NGB 02/2027 var tilsvarende fordeling i første og andre halvår av 2017 henholdsvis 16 og 10 milliarder kroner.

Renteoppgangen for 10-års syntetisk norsk statsobligasjonsrente i andre halvår 2016 var nesten 70 basispunkter, mens den i første halvår 2017 falt med kun 4 basispunkter. Dermed ble det meste av NGB 02/2026 i 2016 emittert til vesentlig lavere rentenivå enn hva som var tilfellet for NGB 02/2027 i første halvår 2017.

Lånene som ble auksjonert i 2017 hadde en gjennomsnittlig tid til forfall på 7,3 år målt på auksjonstidspunktet, en nedgang på 0,2 år fra 2016.

6.2.1 Tildelingsrente vurdert mot salgsrente

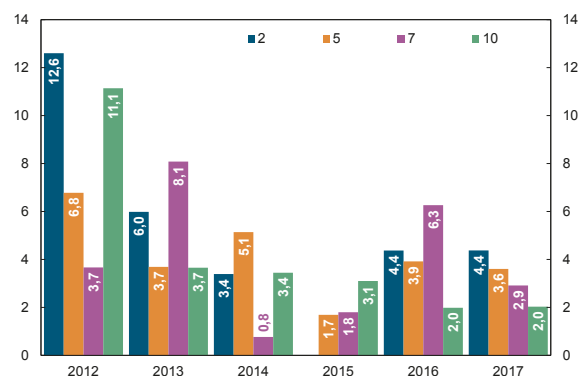
Statsgjeldsforvaltningen vurderer auksjonspremiene som avviket mellom tildelingsrenten og samtidig salgsrente («ask»-rente) i annenhåndsmarkedet. For staten vil et lavt avvik innebære et godt resultat siden tildelingsrenten er nær tilsvarende salgsrente i annenhåndsmarkedet. Tabell 6.1 oppsummerer auksjonspremiene tilbake til 2012 for 101 auksjoner, det vil si med unntak av førstegangsemisjoner hvor det ikke

eksisterer noen kursstillelse i annenhåndsmarkedet på auksjonstidspunktet.

Tabellen viser at gjennomsnittlig auksjonspremie var noe bedre for staten i 2017 enn i 2016. Gjennomsnittlig auksjonspremie i perioden 2012–2017 er 4,19 basispunkter.

Det er en klar overvekt av auksjoner i lån som har hatt om lag 10 år til forfall (49 av 101 auksjoner) i perioden siden 2012, mens det har vært avholdt 24 auksjoner i 5-årssegmentet. Det kan derfor være interessant å se på hvordan auksjonspremiene kan variere mellom de ulike segmentene av år til forfall. I figur 6.7 er gjennomsnittlig auksjonspremie presentert fordelt på de ulike segmentene. Siden 2014 er det utstedt en ny 10-åring hvert år, mens det i 2012 ble utstedt en ny 11-åring. Det mest interessante er at auksjonspremiene for 10-åringene har falt gjennom hele perioden. Det kan tyde på at markedet i større grad etterspør en 10-åring enn en 11-åring.

Figur 6.7 Statsobligasjoner. Auksjonspremiene fordelt på gjestående år til forfall for lånet som utvides. Basispunkter. 2012–2017



Kilder: Oslo Børs og Norges Bank

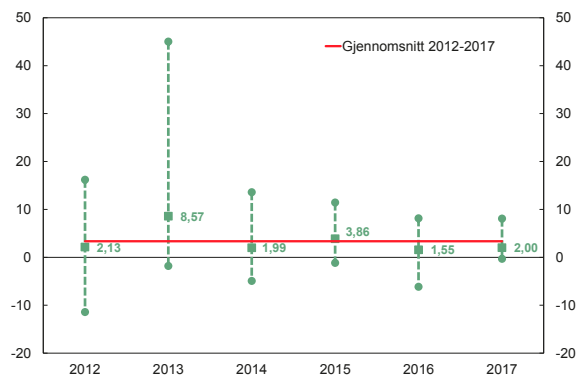
En alternativ måte å vurdere auksjonspremiene er å sammenligne tildelingsrenten med salgsrenten på det aktuelle obligasjonslånet før publisering av auksjonen⁴. I 2017 hadde gjennomsnittlig auksjonspremie blitt 2 basispunkter høyere dersom vi hadde målt tildelingsrenten mot salgsrenten i markedet dagen før publisering av anbudsinnbydelsen i stedet for samtidig salgsrente på auksjonstidspunktet, se figur 6.8. I forhold til 2016 er dette en oppgang på om lag 1/2 basispunkt. Gjennomsnittlig auksjonspremie for årene 2012–2017 ville ha vært 3,35 basispunkter høyere målt på den alternative måten.

Det er ikke uvanlig at det umiddelbart etter kunngjøring av en auksjon skjer en reprising av obligasjons-

⁴ Sluttnoteringen på Oslo Børs i det aktuelle lånet dagen før anbudsinnbydelse blir offentliggjort. Anbudsinnbydelsene gir markedsaktørene informasjon om lån og volum i den kommende auksjonen.

lånet slik at renten stiger (kursen faller). Det ble i årsrapporten for 2016 vist i en enkel analyse at kunn-
gjøring av auksjon normalt medfører en slik rente-
økning for det aktuelle obligasjonslånet.

Figur 6.8 Statsobligasjoner. Utfallsrom og gjennomsnitt for auksjonspremien målt mot salgsrenten dagen før publisering av anbudsinnbydelsen i forhold til samtidig salgsrente på auksjonstidspunktet. 2012–2017



Kilder: Oslo Børs og Norges Bank

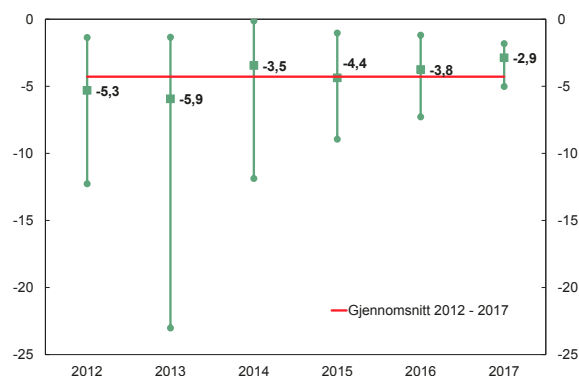
6.2.2 Salgsvolum og tildelingsrente

Salgsvolumet vil kunne påvirke auksjonspremien. Normalt vil det være slik at et høyt salgsvolum vil innebære lavere salgskurs (høyere rente) enn et lavere salgsvolum. Hvis salgsvolumet av obligasjoner er høyt, og kanskje høyere enn hva markedet forventer, vil tildelingsrenten i auksjonen bli høyere. Basert på faktiske bud i avholdte emisjoner har vi sett på hva

tildelingsrentene ville vært dersom salgsvolumet hadde vært halvert i hver auksjon. Vi har antatt at alle innkomne bud fra primærhandlerne hadde vært uforandret.

I 2017 hadde gjennomsnittlig uveid tildelingsrente vært nesten 3 basispunkter lavere, med en spredning som varierte mellom -2 og -5 basispunkter, se figur 6.9. Gjennomsnittet i 2017 er lavere enn gjennomsnittet for de foregående årene, samt at spredningen er mindre. Det kan indikere at salgsvolumet i hver auksjon ikke er satt for høyt i forhold til hva markedet kan absorbere i en enkelt auksjon.

Figur 6.9 Statsobligasjoner. Differansen mellom tildelingsrenten og skjæringsrente ved halvering av salgsvolumet. Basispunkter. Gjennomsnitt og utfallsrom per år. 2012–2017



Kilder: Norges Bank

Tabell 6.1 Statsobligasjoner. Auksjoner i perioden 2012–2017

	Antall auksjoner fordelt på år til forfall				Gjennomsnittlig år til forfall	Emisjonsvolum ¹ (mrd. kr)	Gjennomsnittlig auksjonspremie ² (basispunkter)
	2	5	7	10			
2012	3	4	5	4	6,3	3,4	7,99
2013	3	5	5	8	6,9	3,0	5,05
2014	1	4	2	12	7,9	3,1	3,52
2015		4	3	7	7,8	2,9	2,42
2016	2	3	1	10	7,4	2,9	2,91
2017	2	4	1	8	7,1	3,0	2,82

¹ Gjennomsnitt per auksjon.

² Avvik mellom tildelingsrenten og samtidig salgsrente («ask») i basispunkter.

Kilde: Norges Bank

7 RISIKO

7.1 RENTERISIKO

Renterisiko er risikoen for tap eller gevinst som følge av endringer i markedsrentene. For staten bidrar utstedelse av lange fastrentepapirer til å begrense refinansieringsrisikoen og svingninger i rentekostnadene da dette gir kjente nominelle rentebetalinger fremover. Ved et fall i rentenivået vil imidlertid staten ha låst inne en høyere rente enn gjeldende markedsrente. Potensielt tap begrenses av det historisk svært lave rentenivået for lange rentebærende papirer.

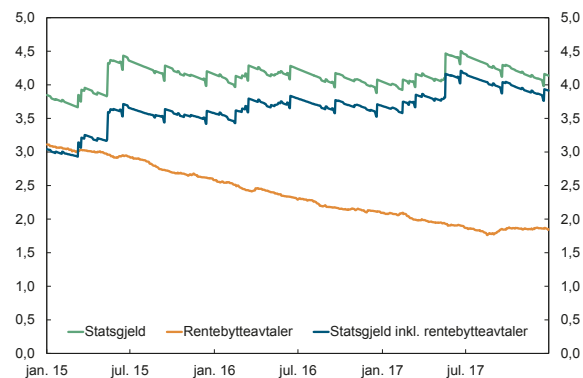
Staten budsjetterer og fører regnskap etter kontantprinsippet og legger derfor mindre vekt på endringer i markedsverdier. I motsetning til markedet, som normalt bruker durasjon som mål på renteesponering, brukes rentebinding som mål på renterisiko på låneporteføljen.

Renterisikoen påvirkes av en rekke strategiske beslutninger, herunder utstedelses- og tilbakekjøpsstrategien. Ved å benytte rentebytteavtaler kan porteføljen rentebinding endres uavhengig av strategien for utstedelser og tilbakekjøp. Minimumsnivået for rentebindingen på statsgjelden, inklusive rentebytteavtaler, er av Finansdepartementet satt til 2,5 år.

Porteføljen av statskasseveksler og statsobligasjoner hadde ved utgangen av 2017 en rentebindingstid på 4,1 år. Porteføljen av rentebytteavtaler hadde på samme tid en rentebindingstid på 1,8 år. Dette reduserte rentebindingstiden for låneporteføljen (statsgjelden inkl. rentebytteavtaler) til 3,9 år. Rentebindingstiden for porteføljen av veksler og obligasjoner var 0,1 år lengre enn ved utgangen av 2016, mens rentebindingstiden for den samlede låneporteføljen var 0,2 år lengre, se figur 7.1.

Det ble ikke inngått nye rentebytteavtaler i 2017. Som følge av forfall, ble utestående volum av rentebytteavtaler redusert med 25,0 milliarder kroner til 66,9 milliarder i løpet av 2017. Dette utgjorde 17 prosent av utestående volum av statsobligasjoner ved utgangen av 2017. I følge mandatet gitt av Finansdepartementet skal utestående volum av rentebytteavtaler ikke overstige utestående volum av statsobligasjoner, inklusive statens egenbeholdning. Rentebindingstiden for porteføljen av rentebytteavtaler ble redusert med 0,2 til 1,8 år i 2017.

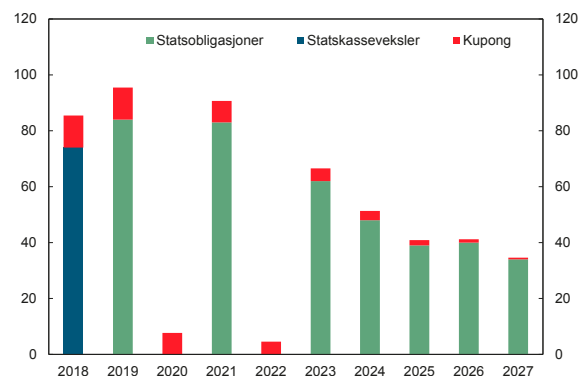
Figur 7.1 Rentebindingstid. Låneporteføljen. År. 2. januar 2015 – 29. desember 2017



Kilde: Norges Bank

Rentebindingstiden sammenfatter hele forfallsprofilen til låneporteføljen i ett tall og inneholder ikke informasjon om den absolute størrelsen eller den tidsmessige spredningen på statsgjeldsporteføljen renteesponering. Svært ulike porteføljer kan ha den samme rentebindingen. Figur 7.2 viser forfallsstrukturen for statens portefølje av veksler og obligasjoner. Som figuren viser, har porteføljen en relativt god spredning på sin renteesponering ut til 10 år.

Figur 7.2 Forfallsprofil. Forfall av hovedstol og kupong per år. Milliarder kroner. Per 29. desember 2017



Kilde: Norges Bank

7.2 REFINANSIERINGSRISIKO

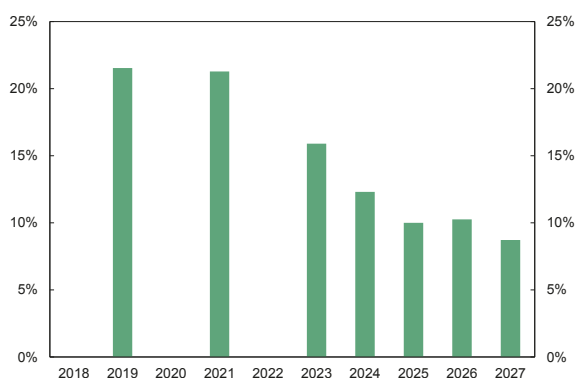
Refinansieringsrisiko er risikoen for at nye lån må tas opp til dårligere betingelser enn eksisterende lån eller at det ikke er mulig å ta opp nye lån når de gamle forfaller. Det siste tilfellet ansees som lite sannsynlig for den norske stat. Refinansieringsrisiko handler også om muligheten til på lengre sikt å kunne utstede

obligasjoner slik at ønsket rentebindingstid og forfallsprofil kan opprettholdes. Refinansieringsrisikoen er således nært knyttet til renterisikoen.

Statsgjeldsforvaltningen søker å begrense refinansieringsrisikoen ved å ha lange lån med god spredning på forfallene slik at andelen av den totale gjelden som forfaller på samme tid, begrenses. Lånestrategien skal i henhold til mandatet utformes med sikte på at mindre enn 25 prosent av utestående statsobligasjoner skal forfalle hvert år.

Figur 7.3 viser fremtidig forfall av hovedstol i prosent av nominelt utestående volum av statsobligasjoner ved utgangen av 2017. I hvert av årene 2019 og 2021 vil drøyt 20 prosent av nåværende portefølje forfalle.

Figur 7.3 Statsobligasjoner. Forfall per år i prosent av totalt utestående volum per 29. desember 2017



Kilde: Norges Bank

Refinansieringsrisikoen kan reduseres ytterligere ved å dekke finansieringsbehovet i god tid, sikre en bred investorbase og ved å ha en høy likviditetsberedskap. Tilbakekjøp av papirer jevner ut avdragsprofilen og kan dermed også benyttes til å redusere refinansieringsrisikoen.

Beløpet som forfaller i en obligasjon, er resultat av opplåning gjennom lang tid og er betydelig større enn det som normalt kan tas opp i én emisjon. En forfalt obligasjon erstattes derfor gradvis av utstedelser i flere obligasjoner over tid. Ved å ha et langsiktig og transparent låneprogram med små og jevnlig emisjoner spres refinansieringen over lang tid.

Ulike indikatorer kan benyttes som kvantitativt mål på refinansieringsrisikoen. Statsgjeldsforvaltningen ser på forfallsprofil, kortsiktig refinansieringsomfang og rentebindingstid. De enkelte indikatorene bør ikke ses isolert. For eksempel kan en portefølje bestående av statskasseveksler og 10-års statsobligasjoner ha en relativt høy rentebindingstid, men samtidig en uakseptabel høy kortsiktig refinansieringsrisiko.

Forfallsprofilen viser hvor store betalingsforpliktelser staten står overfor per kalenderår de kommende 10 år, se figur 7.2. Fram til 2023 vil det være forfall av statsobligasjoner bare hvert andre år. Fra 2023 vil forfallene være årlige.

7.3 KREDITTRISIKO

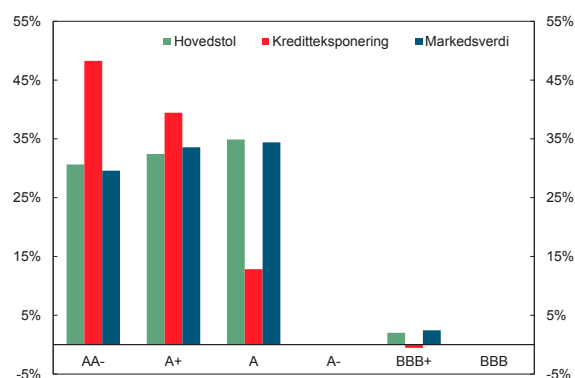
Kredittrisiko er risikoen for tap som følge av at en motpart ikke overholder sine betalingsforpliktelser.

En rentebytteavtale med en positiv markedsverdi i statens favør eksponerer staten overfor motpartens betalingsevne. Risikoen begrenses ved bruk av sikkerhetsstillelsesavtaler (standardiserte ISDA/CSA-avtaler), ved at motparten må stille kontanter som sikkerhet når verdien av avtalen overstiger en viss terskelverdi. Grensen for når sikkerhet må stilles reduseres gradvis med fallende kredittvurdering. Det er ikke knyttet kredittrisiko til hovedstolen i rentebytteavtalen.

Staten inngår bare ensidige sikkerhetsstillelsesavtaler. Det innebærer at motparten må stille sikkerhet når rentebytteavtalen har en positiv verdi for staten (over terskelverdien). Når rentebytteavtalen har en positiv verdi for motparten, stiller ikke staten sikkerhet. Staten inngår rentebytteavtaler kun med motparter med en tilfredsstillende kredittvurdering hos de største kredittvurderingsselskapene på avtaletidspunktet.

Statens portefølje av rentebytteavtaler besto av 185 avtaler med en samlet hovedstol på 66,9 milliarder kroner ved utgangen av 2017. Det er ikke inngått nye avtaler de siste årene. Endring i porteføljen av rentebytteavtaler skyldes dermed kun forfall av eksisterende avtaler. Bare 2 prosent av rentebytteavtalenes hovedstol var inngått med motparter som ved utgangen av 2017 hadde en kredittvurdering på A- eller lavere, se figur 7.4.

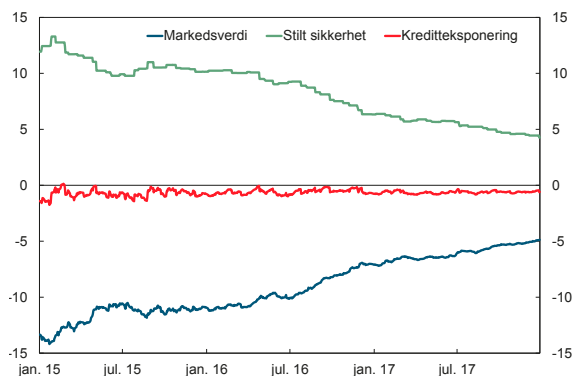
Figur 7.4 Hovedstol, kreditteksponering og markedsverdi rentebytteavtaler. Andel av totalen per 29. desember 2017 fordelt etter kredittvurdering



Kilde: Norges Bank

Statens samlede kreditteksponering er summen av kreditteksponeringen mot alle motparter. Ved utgangen av 2017 hadde statens portefølje av rentebytteavtaler en samlet markedsverdi på 4,9 milliarder kroner i statens favør. Stille sikkerheter reduserer kreditteksponeringen til 0,6 milliarder kroner. Utviklingen siden 2015 er vist i figur 7.5.

Figur 7.5 Kreditteksponering. Milliarder kroner. 2. januar 2015 – 29. desember 2017



Kilde: Norges Bank

Staten beregner og utveksler sikkerhet to ganger per måned. I perioden mellom tidspunkt for sikkerhetsstillelse kan motpartseksponeringen øke utover terskelverdien. Kredittrisikoen er dermed avhengig av svingninger i rentenivået, restløpetid på avtalene og motpartens betalingsevne.

Staten har inngått rammeavtaler med i alt 18 motparter. Ved utgangen av 2017 hadde staten aktive rentebytteavtaler med 9 av disse motpartene. Ved å inngå rentebytteavtaler med flere motparter spres kreditteksponeringen. For å begrense motpartsrisikoen er det gitt rammer for utestående volum av rentebytteavtaler mot en enkelt motpart, og det er krav til kredittvurdering.

Ved utgangen av 2017 sto tre motparter for 87 prosent av samlet hovedstol. Kreditteksponeringen mot disse motpartene var imidlertid bare 43 prosent av samlet kreditteksponering.

Statsgjeldsforvaltningen inngår gjenkjøpsavtaler med primærhandlerne. Det er ikke knyttet kredittrisiko til gjenkjøpsavtalene utover vanlig oppgjørstrisiko, da dette i praksis er ordinære salg av papirer med et avtalt tilbakekjøp.

7.4 OPERASJONELL RISIKO

Oppfølging av operasjonell risiko i statsgjeldsforvaltningen er integrert i Norges Banks rammeverk for styring av operasjonell risiko. Rammeverket definerer og avgrensner begrepet operasjonell risikostyring. Operasjonelle risikofaktorer identifiseres, vurderes etter sannsynlighet og konsekvens. Norges Banks etablerte praksis oppfylder mandatets krav om måling og styring av operasjonell risiko.

8 EKSTERNE RELASJONER

Statsgjeldsforvaltningen har i henhold til mandatet et generelt ansvar for eksterne relasjoner i forbindelse med forvaltning av låneporteføljen. Det innebærer ansvar for markedsføringsaktiviteter og annen kontakt med banker, meglere, investorer og kredittvurderingsselskaper.

8.1 KONTAKT MED INVESTORER

Tett kontakt med de viktigste aktørene i statspapirmarkedet er nyttig fordi det øker vår forståelse av drivkreftene i finansmarkedene. Møter med aktørene er også en arena for tilbakemeldinger fra markedet på den løpende forvaltningen av statsgjelden og vårt rammeverk og kan bidra til å utvide investorbasen.

Tabell 8.1 gir oversikt over de viktigste aktivitetene overfor innenlandske og utenlandske investorer gjennom 2017. Til sammen deltok om lag 60 norske og internasjonale institusjoner på de ulike seminarne og bilaterale møtene med statsgjeldsforvaltningen.

Gjennom året deltok statsgjeldsforvaltningen på eksterne arrangementer i regi av banker som er primærhandlere. I januar var det et større arrangement i London der noen av de nordiske utstederne av statsgjeld møtte investorer. Vi deltok også på et liknende arrangement i Stockholm i mai. I løpet av høsten ble det holdt møter med grupper av investorer i Norges Bank. I tillegg møtte vi norske forvaltere bilateralt.

Tabell 8.1. Oppsummering av investorkontaktaktiviteter i 2017

Aktivitet	Detaljer	Antall institusjoner
Seminarer utenfor Norges Bank	- Statsgjeldsseminar, 12. jan., London	12
	- Investorseminar, 5. mai, Stockholm	10
Presentasjoner for grupper i Norges Bank	- To møter	27
Individuelle møter i Norge	- Elleve møter	11
Sum		60

8.2 MØTER MED PRIMÆRHANDLERE

Statsgjeldsforvaltningen har løpende kontakt med primærhandlerne om markedsutviklingen. I tillegg arrangeres bilaterale møter normalt to ganger hvert år. I disse møtene får primærhandlerne tilbakemelding på vår evaluering av deres innsats i første- og annenhåndsmarkedet og deres bidrag i arbeidet med rådgiving og investorrelasjoner. Evalueringene av innsatsen i 2017 dannet grunnlaget for utbetaling av godtgjørelse i 2018. I møtene i første halvår 2017 ble også primærhandlernes bruk av og syn på ulike markeds plasser diskutert. I møtene i andre halvår ble primærhandlerne bedt om innspill til strategi og låneprogram for 2018.

I 2017 ble det utover dette avholdt bilaterale møter og et fellesmøte med primærhandlerbanker for å diskutere spørsmål knyttet til eventuell syndikering som alternativ salgsmetode for statsobligasjonslån.

8.3 KONTAKT MED KREDITTVURDERINGSBYRÅER

Kredittvurderinger av norske statspapirer er nødvendig fordi profesjonelle investorer stiller krav om dette. Finansdepartementet betaler kredittvurderingsselskapene Moody's og Standard & Poor's for å kredittvurdere norsk statsgjeld. I tillegg kredittvurderes den norske staten uoppfordret av Fitch Ratings, DBRS Ratings, Scope Ratings AG og Japan Credit Rating Agency (JCR). Norges Bank har ansvar for kontakten med kredittvurderingsselskapene, mens Finansdepartementet bidrar i prosessen ved behov.

Fire av de nevnte kredittvurderingsselskapene pleier å ha to møter hvert år med Norges Bank og Finansdepartementet som ledd i forberedelsene til sine rapporter. Statsgjeldsforvaltningen planlegger og koordinerer møteprogrammene for Standard & Poor's og Moody's. Vi avtaler møter med sentrale norske

aktører som Finanstilsynet, ulike departementer, partene i arbeidslivet, politiske kommentatorer og private analysemiljøer. Formålet er å bidra til at kredittvurderingsselskapene får et godt grunnlag for sine vurderinger. Norges Bank og Finansdepartementet får normalt tilsendt utkast til rapportene før publisering slik at vi får mulighet til å korrigere eventuelle faktafeil.

Som utsteder av statslån har Kongeriket Norge lang-siktig kredittvurdering «Trippel A» med stabile utsikter fra alle de nevnte selskapene. «Trippel A» er best mulige kredittvurdering. Kredittvurderingsselskapene trekker ofte fram Norges sterke statsfinansielle stilling, høye netto fordringer overfor utlandet, politisk stabilitet og høyt inntektsnivå som viktige faktorer bak de sterke kredittvurderingene. Tabellen under gir en oversikt over kredittvurderingene som er gitt til Norge som utsteder av statslån.

Tabell 8.2 Oversikt over kredittvurdering av statsgjeld utstedt av Kongeriket Norge

	Langsiktig kredittvurdering	Utsikter	Siden
Moody's	Aaa	Stabil	11. august 1995
Standard & Poor's	AAA	Stabil	27. juli 1992
DBRS*	AAA	Stabil	4. juli 2014
Fitch*	AAA	Stabil	14. desember 2005
Scope*	AAA	Stabil	18. august 2017
JCR*	AAA	Stabil	21. januar 1997

* Uoppfordret kredittvurdering (eng. 'unsolicited rating'). Ved uoppfordret kredittvurdering er det bare utstederen som får en vurdering, ikke de enkelte lånene.

8.4 INTERNASJONALT SAMARBEID

De ulike statsgjeldskontorene i Norden har tett dialog om forvaltningen av statsgjeld. Nordiske låntakermøter arrangeres hvert år for å drøfte felles problemstillinger. I 2017 ble møtet arrangert av den norske statsgjeldsforvaltningen i Oslo. Blant temaene var hvordan små land med begrenset lånebehov kan oppnå best mulig likviditet i statspapirmarkedene. Videre ble muligheter for fremtidig bruk av sentral motpart ved rentebytteavtaler diskutert, samt konsekvenser av MiFID II-regelverket for utstedere av statsgjeld. Det arrangeres også møter der juridiske problemstillinger tas opp, såkalte nordiske låntakerjuristmøter.

Statsgjeldsforvaltningen hadde i løpet av året også bilaterale møter med det finske lånekontoret, State Treasury. Tema for møtet var syndikering av statsobligasjonslån. Bakgrunnen var at det i 2018 er aktuelt for Norge å benytte syndikering som salgsmetode ved utstedelse av nytt statsobligasjonslån. Det finske lånekontoret har lang erfaring med syndikering av statsgjeld.

OECD arrangerer årlige låntakermøter for statsgjeld – såkalte «OECD Working Party on Public Debt Management». Fra Norge deltar representanter både fra Finansdepartementet og Norges Bank. Blant temaene på årets møte var utviklingen i likviditeten

i statspapirmarkedene, fordeler og ulemper ved «ultra-lange» løpetider på obligasjonslån, og håndtering av feilede auksjoner.

8.5 INFORMASJON OM STATSGJELDEN

Statsgjeldsforvaltningen har en egen internettside med domenet «www.statsgjeld.no», som en del av Norges Banks internettsider. På disse sidene finner publikum blant annet «Strategi og låneprogram for 2017», oversikt over primærhandlere og primærhandleravtaler, anbudsinnbydelser og generelle vilkår. Tidlig i hvert kvartal publiseres en kvartalsrapport som omtaler utviklingen i det norske statspapirmarkedet i det foregående kvartalet. I forkant av hvert kvartal publiserer vi informasjon om planlagt volum for utstedelser både i vekslar og obligasjoner. Publikum finner også informasjon om hvorfor den norske stat har gjeld og mandatet for statsgjeldsforvaltningen. I tillegg publiseres regneark med nøkkeltall.

Siden november 2015 har Statsgjeldsforvaltningen benyttet Oslo Børs' nyhetsportal NewsWeb (www.newsweb.no) for å annonsere nyheter om auksjoner. På tidspunkter fastlagt i det årlige låneprogrammet annonseres hvilket statspapir som skal utstedes og volum. Auksjonsresultater publiseres også. All informasjon som publiseres på NewsWeb, legges samtidig ut på hjemmesiden (www.statsgjeld.no).

VEDLEGG

A: Mandat og rammer for statsgjeldsforvaltningen

B: Tall for statsgjelden

B.1: Utestående statsgjeld ved utgangen av 2016 og 2017

B.2: Utviklingen i statsgjelden, ved utgangen av året, 2005–2017

B.3: Auksjonsresultater fra 2017

B.4: Tilbakekjøpsauksjoner i 2017

B.5: Rentebytteavtaler

C: Figurer

D: Definisjoner

E: Rammer i årsrapportene

VEDLEGG A: MANDAT OG RAMMER FOR STATSGJELDSFORVALTNINGEN

Finansdepartementet fastsatte 2. oktober 2014 et mandat for forvaltningen av statsgjelden. Etter mandatet skal Norges Bank utstede statsgjeld og inngå finansielle kontrakter innenfor statsgjeldsforvaltningen i Finansdepartementets navn. Målet for forvaltningen er å dekke statens lånebehov til lavest mulige kostnader. Det skal tas hensyn til statens renterisiko og til at det bør finnes en likvid rentekurve for statspapirer ut til ti års løpetid.

Finansdepartementet setter hvert år rammer for hvor mye som kan lånes ved utstedelse av vekslere og obligasjoner, samt et krav om at statens kontantbeholdning til enhver tid skal være over et visst minstebeløp. Departementet skal fastsette et minstekrav til rentebindingstid for porteføljen. Ved forvaltningen kan Norges Bank gjøre bruk av rentederivater for å styre rentebindingstiden på statsgjelden.

Innenfor disse rammene skal Norges Bank fastsette en lånestrategi og et årlig program for opplåning fordelt på vekslere og obligasjoner med en kalender for utstedelser. Refinansieringsrisikoen begrenses ved at ikke mer enn 25 prosent av obligasjonsgjelden skal forfalle hvert år. Banken skal fastsette prinsipper

for måling og styring av motparteksponering og operasjonell risiko. Norges Bank kan inngå avtaler i Finansdepartementets navn. Dette gjelder såkalte ISDA-avtaler, godkjenning av lånedokumentasjon, godkjenning av motparter, mv.

Norges Bank skal søke å unngå at det oppstår interessekonflikter mellom statsgjeldsforvaltningen og bankens øvrige virksomhet. Åpenhet om organiseringen og forvaltningen vil bidra til å redusere slike konflikter.

Statsgjelden opptas på statens balanse og alle transaksjoner skal føres i statsregnskapet. Forvaltningen skal i utgangspunktet ikke ha betydning for Norges Banks balanse. Etter mandatet skal departementet fastsette en årlig kostnadsramme for Norges Banks forvaltning av statsgjelden, og banken vil bli godtgjort kun for faktiske kostnader innenfor rammen.

Norges Bank skal regelmessig fremlegge analyser av lønnsomhet og risiko ved forvaltningen, samt vurderinger av måloppnåelse for Finansdepartementet. Både analysene og evalueringen skal publiseres. Mandatet trådte i kraft 1. januar 2015.

Rammer for 2017 fastsatt av Finansdepartementet

	Beskrivelse	Grense	Faktisk	Mandat
Langsiktige lån	Maksimalt opptak av nye langsiktige lån (statsobligasjoner).	75 mrd. kroner	58 mrd. kroner per 31.12.2017	§ 3-2
Kortsiktige markedslån	Maksimalt utestående i kortsiktige markedslån (statskasseveksler).	125 mrd. kroner	Høyest utestående var 86 mrd. kroner 1.-14.3.2017	§ 3-2
Rentebinding	Minimumsnivået for rentebindingen på statsgjelden inklusive rentebytteavtaler.	> 2,5 år	Laveste nivå var 3,58 14.2.2017	§ 3-2
Statens konto	Minimumsnivå på statens konto i Norges Bank.	35 mrd. kroner	Laveste nivå var 93,1 mrd. kroner 17.8.2017	§ 2-2 (3)

Mandat for forvaltning av statsgjeld

	Beskrivelse	Grense	Faktisk per 31. desember 2016	Mandat
Refinansieringsrisiko	Lånestrategien skal utformes med sikte på at mindre enn 25 pst. av utestående statsobligasjoner kan forfalle hvert år.	< 25 %	Oppfylt	§ 3-4
Rentebytteavtaler	Utestående volum av rentebytteavtaler skal ikke overstige utestående volum av statsobligasjoner, inklusive statens egenbeholdning av statsobligasjoner.	< 100 %	Utestående volum av rentebytteavtaler var på det høyeste 24 % av obligasjonsbeholdningen	§ 3-5

VEDLEGG B: TALL FOR STATSGJELDEN

B.1: UTESTÅENDE STATSGJELD VED UTGANGEN AV 2016 OG 2017, PÅLYDENDE BELØP I MILLIONER KRONER

Lån	Børs id.	ISIN-nummer	Lånets datering	Forfallsdato	Kupong	2016	2017	
						Utestående ved årsslutt	Utestående ved årsslutt	Hvorav statens egenbeholdning
<i>Statsobligasjoner</i>								
NGB 05/2017	NST 472	NO 0010313356	19.5.2006	19.5.2017	4,25	50 959	-	-
NGB 05/2019	NST 473	NO 0010429913	22.5.2008	22.5.2019	4,50	78 000	84 000	8 000
NGB 05/2021	NST 474	NO 0010572878	25.5.2010	25.5.2021	3,75	77 000	83 000	8 000
NGB 05/2023	NST 475	NO 0010646813	24.5.2012	24.5.2023	2,00	56 000	62 000	8 000
NGB 03/2024	NST 476	NO 0010705536	14.3.2014	14.3.2024	3,00	45 000	48 000	8 000
NGB 03/2025	NST 477	NO 0010732555	13.3.2015	13.3.2025	1,75	39 000	39 000	8 000
NGB 02/2026	NST 478	NO 0010757925	19.2.2016	19.2.2026	1,50	37 000	40 000	8 000
NGB 02/2027	NST 479	NO 0010786288	17.2.2017	17.2.2027	1,75	-	34 000	8 000
Totalt statsobligasjoner						382 959	390 000	56 000
<i>Statskasseveksler</i>								
NTB 03/2017	NST 34	NO 0010759442	16.3.2016	15.3.2017		27 000	-	-
NTB 06/2017	NST 35	NO 0010767171	15.6.2016	21.6.2017		20 000	-	-
NTB 09/2017	NST 36	NO 0010774516	21.9.2016	20.9.2017		15 000	-	-
NTB 12/2017	NST 37	NO 0010780984	21.12.2016	20.12.2017		14 000	-	-
NTB 03/2018	NST 38	NO 0010788458	15.3.2017	21.3.2018		-	23 000	8 000
NTB 06/2018	NST 39	NO 0010798275	21.6.2017	20.6.2018		-	20 000	8 000
NTB 09/2018	NST 40	NO 0010806060	20.9.2017	19.9.2018		-	17 000	8 000
NTB 12/2018	NST 41	NO 0010812472	20.12.2017	19.12.2018		-	14 000	8 000
Totalt statskasseveksler						76 000	74 000	32 000
Total statsgjeld						458 959	464 000	88 000

B.2: UTVIKLINGEN I STATSGJELDEN, VED UTGANGEN AV ÅRET, 2005-2017, I MILLIONER KRONER

År	Statsobligasjoner				Statskasseveksler		Samlet gjeld ved årsslutt
	Utstedt til marked	Utstedt til egenbeholdning	Tilbakekjøpt og nedskrevet	Forfall	Utestående volum ved årsslutt	Utestående volum ved årsslutt	
2005	18 000				152 000	55 000	207 000
2006	34 100 ¹	4 800	6 374		184 533	54 014	238 547
2007	23 000	7 300		29 526	185 307	45 000	230 370
2008	24 000	3 700			213 007	94 987	307 994
2009	34 000	2 300		44 951	204 356	291 564	495 920
2010	24 000	8 000			236 556	279 117	515 673
2011	20 000			46 150	210 406	206 166	416 572
2012	60 000	4 000			274 406	197 402	471 808
2013	62 000	19 000		66 544	288 862	161 940	450 802
2014	64 000	8 000	17 206		343 656	84 000	427 656
2015	46 000	8 000		59 919	337 737	86 000	423 737
2016	52 000	8 000	14 778		382 959	76 000	458 959
2017	50 000	8 000	6 520	44 439	390 000	74 000	464 000

¹ Inkluderer 9,1 milliarder kroner utstedt direkte til Folketrygdfondet da Folketrygdfondets deltagelse i kontolånsordningen ble avsluttet i desember 2016.

År	Statskasseveksler						
	Utstedt til marked u. bytteordningen	Utstedt til egenbeholdning	Forfall ordinære	Bytteordningen auksjoner	Bytteordningen rulleringer	Forfall bytteordningen	Utestående volum ved årsslutt
2005	54 000	12 000	77 000				55 000
2006	53 014	12 000	66 000				54 014
2007	50 831	12 000	71 845				45 000
2008	44 000	27 000	63 000	41 987			94 987
2009	46 000	24 000	52 000	187 517	241 697	20	291 564
2010	45 000	24 000	68 000		442 988	13 449	279 117
2011	32 000	24 000	60 000		332 467	62 734	206 166
2012	62 000	24 000	69 000		271 778	25 703	197 402
2013	70 000	24 000	80 000		171 723	49 480	161 940
2014	67 000	24 000	91 000			78 068	84 000
2015	65 000	40 000	103 000				86 000
2016	68 000	32 000	110 000				76 000
2017	62 000	32 000	96 000				74 000

B.3: AUKSJONSRESULTATER I 2017

Dato	Lån	År til forfall på auksjonsdagen	Volum tildelt markedet (mill. kroner)	Totalt budvolum (mill. kroner)	Tegningsrate	Kurs (%)	Effektiv rente (%)	Avvik samtidig salgsrente ¹ (basispunkter)
<i>Statsobligasjoner</i>								
18.1.	NGB 05/2021	4,35	3 000	6 035	2,01	111,58	1,01	8
1.2.	NGB 05/2019	2,30	3 000	5 409	1,80	108,56	0,73	6
15.2.	NGB 02/2027	10,01	5 000	13 451	2,69	99,41	1,82	
1.3.	NGB 02/2027	9,97	4 000	9 647	2,41	100,10	1,74	2
29.3.	NGB 02/2027	9,89	4 000	9 192	2,30	100,43	1,70	1
26.4.	NGB 02/2027	9,81	3 000	6 663	2,22	100,93	1,65	2
10.5.	NGB 02/2026	8,78	3 000	6 589	2,20	99,47	1,56	0
31.5.	NGB 05/2023	5,98	3 000	9 511	3,17	105,00	1,13	2
14.6.	NGB 03/2024	6,75	3 000	6 055	2,02	111,26	1,25	3
5.7.	NGB 05/2019	1,87	3 000	9 055	3,02	107,23	0,61	3
30.8.	NGB 02/2027	9,47	3 000	6 713	2,24	101,85	1,54	2
27.9.	NGB 02/2027	9,39	2 000	6 085	3,04	101,41	1,59	3
18.10.	NGB 05/2021	3,60	3 000	7 949	2,65	109,96	0,92	0
1.11.	NGB 02/2027	9,30	2 000	7 370	3,69	101,28	1,60	2
22.11.	NGB 02/2027	9,24	3 000	6 004	2,00	101,95	1,52	4
6.12.	NGB 05/2023	5,46	3 000	7 220	2,41	104,74	1,10	4
			50 000		2,49			3
<i>Statskasseveksler</i>								
23.1.	NTB 12/2017	0,90	3 000	5 482	1,83	99,49	0,57	9
6.2.	NTB 06/2017	0,36	3 000	8 550	2,85	99,81	0,52	6
27.2.	NTB 09/2017	0,56	4 000	8 588	2,15	99,72	0,50	5
13.3.	NTB 03/2018	1,02	6 000	16 416	2,74	99,52	0,48	
3.4.	NTB 03/2018	0,96	3 000	8 175	2,73	99,54	0,48	7
24.4.	NTB 09/2017	0,40	3 000	10 650	3,55	99,81	0,47	6
22.5.	NTB 12/2017	0,58	4 000	12 035	3,01	99,77	0,40	4
19.6.	NTB 06/2018	1,00	6 000	14 613	2,44	99,61	0,39	
26.6.	NTB 06/2018	0,98	3 000	7 247	2,42	99,60	0,41	6
21.8.	NTB 12/2017	0,33	3 000	9 380	3,13	99,88	0,38	5
4.9.	NTB 03/2018	0,54	3 000	10 350	3,45	99,80	0,37	6
18.9.	NTB 09/2018	1,00	6 000	12 496	2,08	99,61	0,39	
9.10.	NTB 09/2018	0,94	3 000	6 943	2,31	99,61	0,42	8
6.11.	NTB 03/2018	0,36	3 000	7 295	2,43	99,84	0,43	9
27.11.	NTB 06/2018	0,56	3 000	7 660	2,55	99,82	0,32	1
18.12.	NTB 12/2018	1,00	6 000	11 264	1,90	99,72	0,28	
			62 000		2,60			6

¹ Samtidig salgsrente («ask»-rente) på Oslo Børs kl. 11.00.

B.4: TILBAKEKJØPSAUKSJONER I 2017

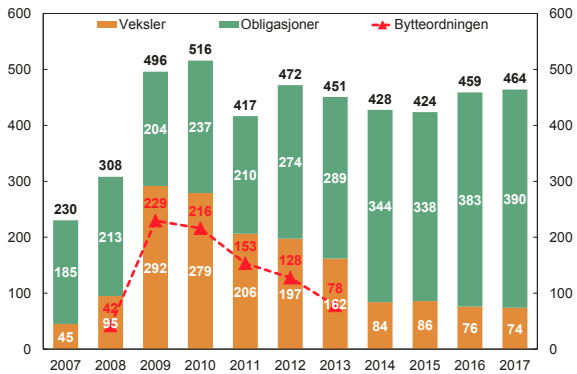
Dato	Lån	År til forfall på auksjonsdagen	Volum kjøpt tilbake (mill. kroner)	Høyeste aksepterte kurs (%)	Laveste aksepterte rente (%)	Veid gjennomsnittlig rente (%)
23.1.	NGB 05/2017	0,31	6 270	101,1648	0,50	0,53
27.2.	NGB 05/2017	0,22	250	100,8080	0,50	0,51
			6 520			

B.5: RENTEBYTTEAVTALER

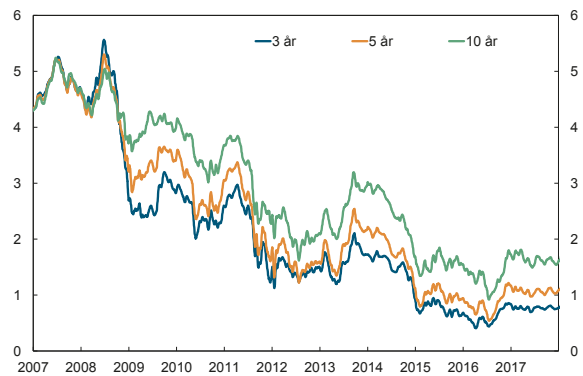
År	Inngåtte kontrakter		Kontrakter til forfall		Utestående ved årsslutt	
	Antall	Volum (mill. kroner)	Antall	Volum (mill. kroner)	Antall	Volum (mill. kroner)
2005	39	13 750			39	13 750
2006	59	21 250			98	35 000
2007	75	24 550			173	59 550
2008	50	19 850			223	79 400
2009	62	24 900			285	104 300
2010	53	22 450	17	6 900	321	119 850
2011	66	23 350	14	4 950	373	138 250
2012	26	8 250	40	14 350	359	132 150
2013	18	6 100	30	11 950	347	126 300
2014	18	6 650	24	11 750	341	121 200
2015			35	13 150	306	108 050
2016			45	16 200	261	91 850
2017			76	24 950	185	66 900
2018			46	17 000	139	49 900
2019			43	15 300	96	34 600
2020			35	13 950	61	20 650
2021			39	13 400	22	7 250
2022			13	4 150	9	3 100
2023			8	2 850	1	250
2024			1	250	0	0

VEDLEGG C: FIGURER¹

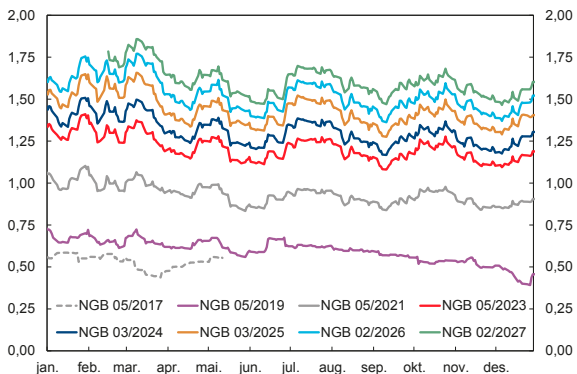
Figur 1: Utestående statsgjeld
Ved utgangen av året for 2007–2017 Milliarder kroner



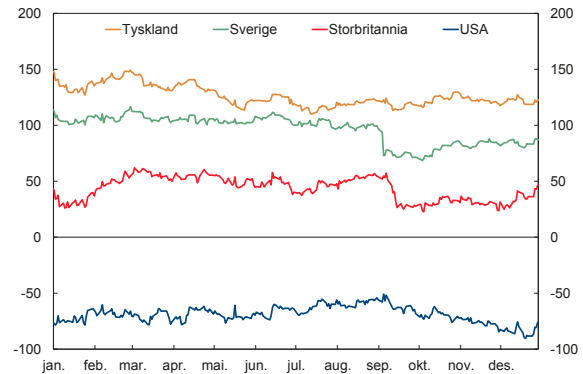
Figur 2: Norsk syntetisk 3-, 5- og 10-års statsrente
10-dagers bevegelig gjennomsnitt.
2. januar 2007 – 29. desember 2017. Prosent



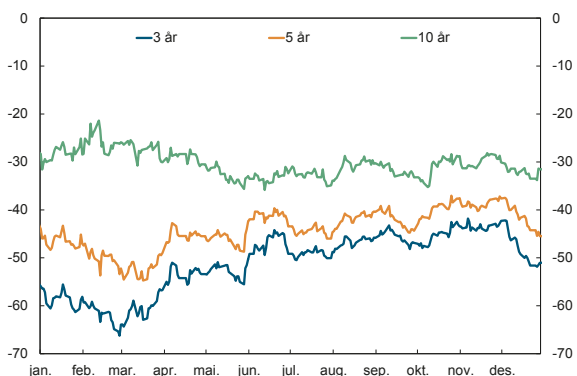
Figur 3: Renter på norske statsobligasjoner
2. januar – 29. desember 2017. Prosent



Figur 4: Rentedifferanse mellom Norge og utvalgte land
Renten på statsobligasjonen med gjenværende løpetid
nærmest 10 år. 2. januar – 29. desember 2017. Basispunkter

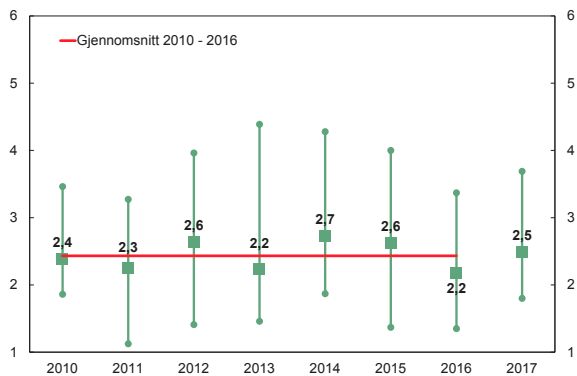


Figur 5: Differanse mellom stats- og swaprente
Statsrenter minus swaprenter. Syntetiske statsrenter.
2. januar – 29. desember 2017. Basispunkter

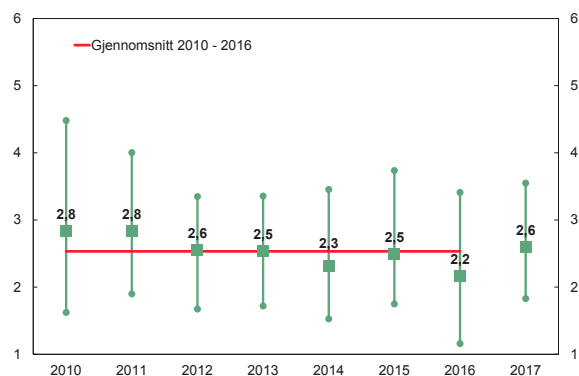


¹ Kilder: Oslo Børs, Thomson Reuters, Verdipapirsentralen og Norges Bank,

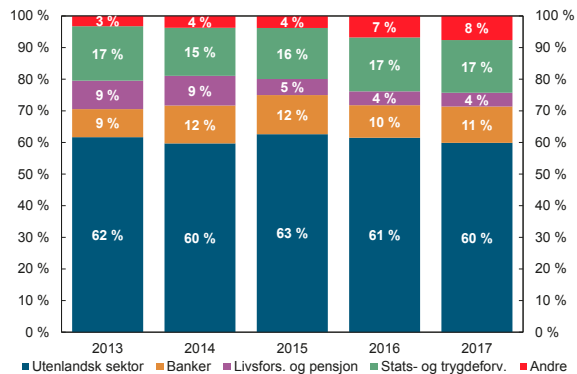
Figur 6: Etterspørselsindikator obligasjonsauksjoner
Utfallsrom per år for årene 2010-2017.
Gjennomsnitt for årene 2010-2016



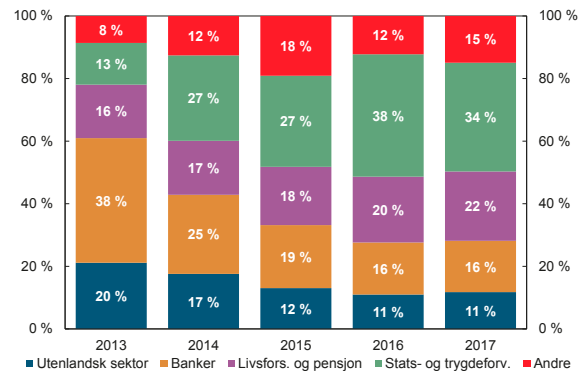
Figur 7: Etterspørselsindikator vekselauksjoner
Utfallsrom per år for årene 2010-2017.
Gjennomsnitt for årene 2010-2016



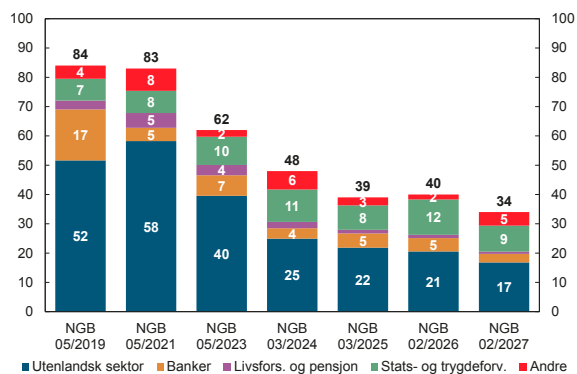
Figur 8: Eierfordeling obligasjoner. Andeler
Siste mandag i desember. 2013-2017



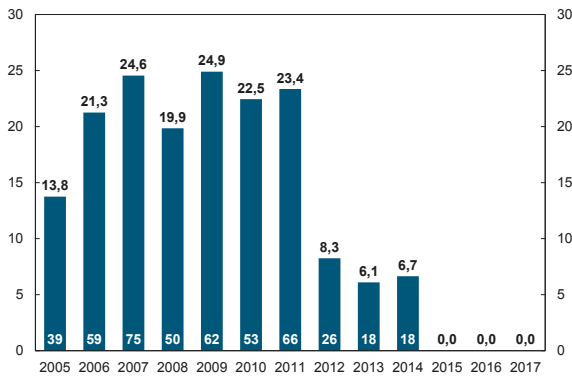
Figur 9: Eierfordeling vekslar. Andeler
Siste mandag i desember. 2013-2017



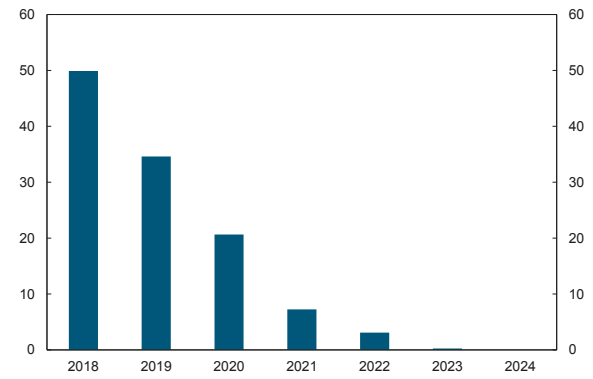
Figur 10: Eierfordeling obligasjoner fordelt på lån
Inkludert statens egenbeholdning. Milliarder kroner.
Per 25. desember 2017



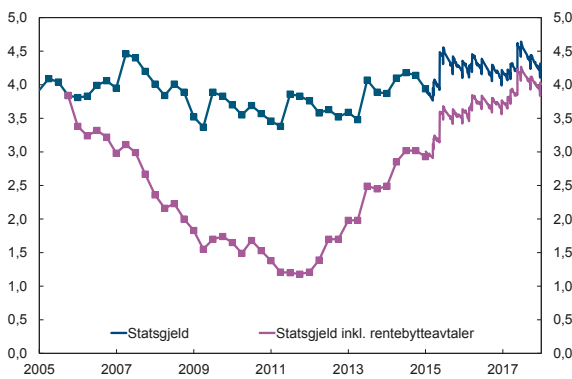
Figur 11: Volum og antall inngåtte rentebytteavtaler
Milliarder kroner. 2005–2017



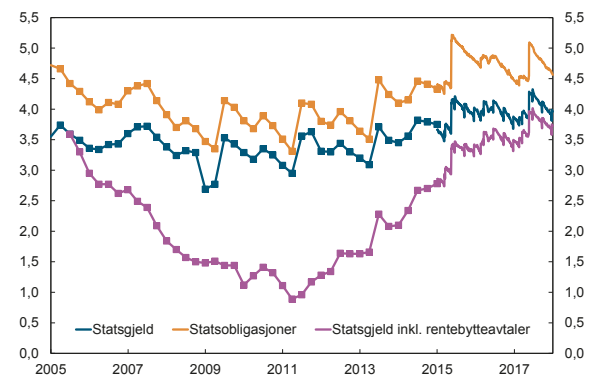
Figur 12: Gjenstående hovedstol ved utgangen av året
for rentebytteavtalene
Milliarder kroner. Per 29. desember 2017



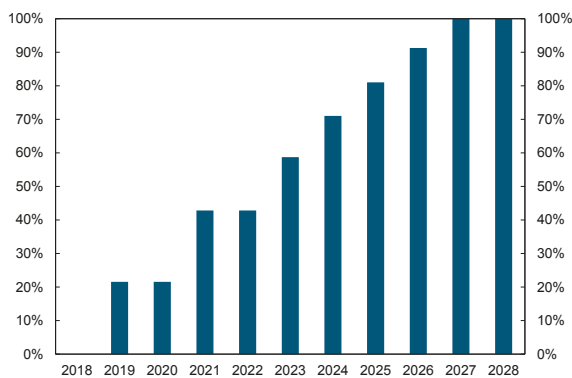
Figur 13: Løpetid
Låneporteføljen. År. Kvartalsvise data 2005–2014.
Daglige data fra 2015



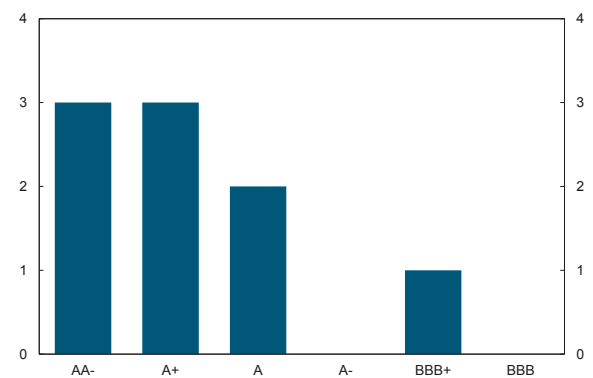
Figur 14: Modifisert durasjon
Låneporteføljen. Kvartalsvise data, ekskl. statens
egenbeholdning, 2005–2014. Daglige data fra 2015



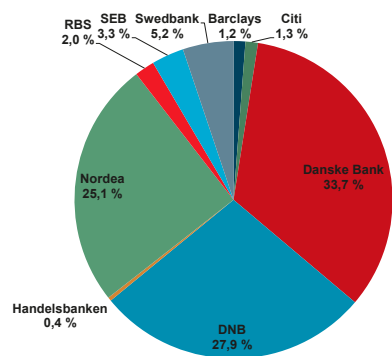
Figur 15: Forfallsprofil
Statsobligasjoner. Akkumulert forfall i prosent av totalt
utestående volum per 29. desember 2017



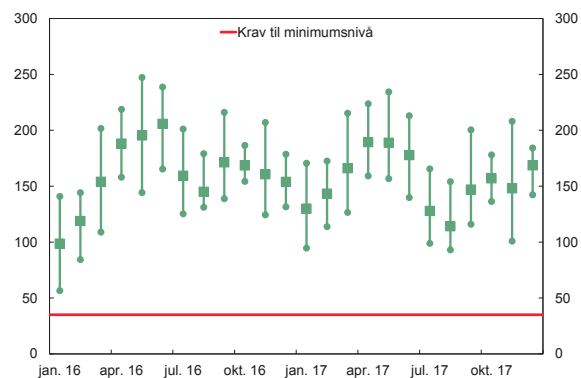
Figur 16: Kredittvurdering motparter i rentebytteavtaler
Antall motparter per 29. desember 2017



Figur 17: Hovedstol rentebytteavtaler
 Fordelt etter motpart.
 Per 29. desember 2017



Figur 18: Statens kontantbeholdning
 Gjennomsnitt og utfallsrom per måned for
 januar 2016 – desember 2017. Milliarder kroner



VEDLEGG D: DEFINISJONER

Amihuds illikviditetsindikator

Amihuds illikviditetsindikator er lik absoluttverdien av daglig avkastning i en statsobligasjon delt på daglig handlet volum i samme statsobligasjon. Avkastning er regnet som forskjellen i midtkurs fra dag til dag i prosent av midtkurs dagen før. En tar så gjennomsnittet per papir per måned, for så å finne gjennomsnittet for alle utestående statsobligasjoner i samme måned.

Basispunkt

Et basispunkt er en hundredels prosentenheter (0,01 prosentenheter). Kalles også rentepunkt eller yieldpunkt.

Durasjon (Macaulay durasjon)

Den vektete gjennomsnittstiden til forfall på et lån beregnet ut fra nåverdien på fremtidige kontantstrømmer. Durasjonen er aldri lengre enn løpetiden, og er det lån med kupongutbetaling vil den være kortere. For obligasjoner uten kupong er durasjonen lik løpetiden. Durasjonen er også et mål for hvor følsom prisen på instrumentet er for renteendringer.

Etterspørselsindikator (tegningsrate)

Budvolum delt på tildelt volum. Kalles også «bid-to-cover».

Forfallsprofil

Forfallsprofilen gir et bilde av hvor store betalingsforpliktelser (forfall av hovedstol, samt kupongrente) staten står overfor per kalenderår de kommende 10 år, gitt utestående gjeld pr dato.

Gjenkjøpsavtale

Salg av verdipapirer der man samtidig gjør en avtale om å kjøpe papirene tilbake på et senere tidspunkt til en avtalt pris. Kalles også repo-avtaler.

Hovedstol

Det opprinnelige beløpet i et krav, det vil si beløp uten renter og omkostninger.

IMM-datoer

Vanlig brukte forfallsdager for standardiserte pengek-markedsprodukter (forkortelsen står for International Money Market). IMM-dager er den tredje onsdagen i mars, juni, september og desember.

Interpolert rente / syntetisk rente

En beregnet rente som er utledet ved å vekte flere observerte renter. For eksempel kan interpolert femårsrente finnes ved å vekte rentene til to kjente papirer, ett med kortere og ett med lengre løpetid enn fem år.

Kortsiktig refinansieringsomfang

Det kortsiktige refinansieringsomfanget er summen av forfall av eksisterende statskasseveksler, statsobligasjoner og kupongbetalinger de kommende 12 månedene. Indikatoren gir et uttrykk for størrelsen på betalingene som staten står overfor det kommende året. Med en antagelse om uendret nominell størrelse på gjelden angir summen av veksler og obligasjoner det beløpet som skal refinansieres til en ny rente. Hvis rentenivået øker med en prosentenheter, vil statens kostnader isolert sett øke med ca. 1 prosent av dette beløpet de kommende 12 månedene.

Kredittrisiko

Kredittrisiko er risikoen for tap som følge av at en motpart ikke overholder sine betalingsforpliktelser.

Kupong

Den årlige faste renten på et obligasjonslån.

Likviditetsrisiko

Likviditetsrisiko er risiko for ikke å kunne oppfylle finansielle forpliktelser på avtalt tidspunkt.

Løpetid

Løpetid er definert som tid til forfall av hovedstol for veksler, obligasjoner og det faste benet i rentebytteavtalene, mens tid til fixing av neste rente benyttes for det flytende benet i rentebytteavtalene. Nominell verdi/hovedstol benyttes til vekting. Verken størrelse på kupongene, markedsverdier eller rentenivå påvirker beregningen.

Låneportefølje

Samlet mengde av utestående lån. For statsgjelden utgjør låneporteføljen summen av alle utestående gjeldsinstrumenter (statskasseveksler og statsobligasjoner) og inngåtte finansielle kontrakter (rentebytteavtaler).

Modifisert durasjon (rentefølsomhet)

Beregnes på grunnlag av durasjonen og uttrykker verdifølsomheten for renteendringer. Jo høyere den modifiserte durasjonen er, desto mer vil porteføljens verdi svinge ved endringer i markedsrentene.

Operasjonell risiko

Operasjonell risiko defineres som risikoen for økonomiske tap eller tap av omdømme som følge av svikt i interne prosesser, menneskelige feil, systemfeil, eller andre tap som skyldes eksterne forhold.

Primærhandler

Bank/meglerforetak som har inngått avtale med Norges Bank om å stille bindende priser i norske statspapirer på Oslo Børs. Primærhandlerne har enerett og plikt til å delta i auksjoner av statspapirer. Primærhandleravtaler inngås for obligasjons- og vekselmarkedet separat, og for ett år av gangen.

Refinansieringsrisiko

Refinansieringsrisiko er risikoen for at nye lån må tas opp til dårligere betingelser enn eksisterende lån eller at det ikke er mulig å ta opp nye lån når de gamle forfaller.

Relativ kursforskjell

Relativ kursforskjell er differansen mellom beste salgs- og kjøpskurs i en statsobligasjon delt på midtkursen. Etter å ha funnet daglig relativ kursforskjell for hvert papir finner en gjennomsnittet for alle statsobligasjoner per dag, for så å finne gjennomsnittet for alle statsobligasjoner per måned.

Rentebindingstid

Rentebindingstid er lik durasjon gitt en effektiv rente på null. Dette er analogt til beregningen av løpetid, men kupongene inngår i beregningen. Markedsverdi gitt en effektiv rente på null benyttes til vekting. Alle kontantstrømmer vektet med andre ord med sin nominelle verdi. Verken dagens markedsverdi eller rentenivå påvirker beregningen.

Rentebytteavtale (renteswap)

Avtale mellom to parter om å bytte rentebetalinger knyttet til en avtalt hovedstol i en avtalt periode. Slike avtaler gjør det mulig å skille valget av rentebinding fra valget av tid til forfall. Avtalen innebærer vanligvis at den ene parten mottar en på forhånd avtalt rentesats (fast rente) over hele hovedstolens løpetid, mens den andre mottar den til enhver tid gjeldende markedsrenten (flytende rente).

Renterisiko

Renterisiko er risikoen for tap eller gevinst som følge av endringer i markedsrentene.

Spread

Differanse, f.eks. mellom kjøpskurs og salgskurs, eller mellom kjøpsrente og salgsrente.

Statens egenbeholdning

Staten eier selv statsobligasjoner og statskasseveksler. Disse brukes i gjenkjøpsavtaler med primærhandlerne for å sikre at primærhandlerne kan levere obligasjoner og veksler til sine kunder.

Statskasseveksel

Gjeldsinstrument med løpetid inntil ett år som utstedes som nullkupongpapirer.

Norske statskasseveksler utstedes i norske kroner med oppgjør på IMM-datoene i mars, juni, september og desember. Vekslene forfaller på IMM-datoene i samme måned året etter. Mellom IMM-datoene utvides eksisterende statskasseveksellån. Omtales også kun som «veksel».

Statsobligasjon

Gjeldsinstrument med opprinnelig løpetid over ett år, med utbetaling av en fast kupongrente hvert år. Norske statsobligasjoner utstedes i norske kroner. Opptak av langsiktige statslån skjer ved utstedelse av nye obligasjonslån og utvidelse av eksisterende obligasjonslån. Omtales også kun som «obligasjon».

Swap

Avtale mellom to parter om å bytte fremtidige kontantstrømmer. For eksempel kan den ene parten betale den andre flytende rente, mens den selv mottar fast rente. Se også rentebytteavtale.

Swapsread

Differansen mellom statsrente og swaprente med samme løpetid eller durasjon.

Syntetisk rente

Se interpolert rente.

OM TALL OG BEREGNINGER

Kurser og renter fra Oslo Børs

Før 2016: Kursene som benyttes er sist omsatte hvis sist omsatte kurs er innenfor beste kjøps- og salgskurs (ved børs-slutt). Dersom siste omsatte kurs er utenfor de kvoterde beste kjøps- og salgskursene (ved børs-slutt), velges den kvoterde kursen som er nærmest siste omsatt kurs (beste kjøps- eller salgskurs avhengig av hvilken side siste omsatte var på). Hvis det ikke har vært omsetning i løpet av børsdagen, brukes midtkursen (ved børs-slutt).

Fra 2016: Det blir bare brukt midtkursen (ved børs-slutt).

Interpolert rente / Syntetisk rente

Den syntetiske renten er beregnet ved å vekte statsobligasjoner med henholdsvis kortere og lengre gjenstående løpetid (lineær interpolasjon). Finnes det ikke noe lengre papir, blir renten beregnet ved at man bruker de to nærmeste obligasjonene med kortere løpetid og viderefører trenden ut til den løpetiden man ønsker (ekstrapolert rente).

VEDLEGG E: RAMMER I ÅRSRAPPORTER

- 2015:**
- 1: Terminpremier
 - 2: Salgsauksjoner av norske statspapirer
 - 3: Primærhandlerordningen i Norge
- 2016:**
- 1: Terminpremier
 - 2: Godtgjørelse til primærhandlerne for 2017
 - 3: Indikatorer for likviditeten i statsobligasjonsmarkedet
 - 4: Begrepet «Lavest mulige kostnader»
- 2017:**
- 1: Enkelte vurderinger i 2017 av strategi fremover
 - 2: Hvem kjøper norske statspapirer i auksjonene?
 - 3: Bruk av gjenkjøpsavtaler i statspapirer

