



Strategi og låneprogram for 2017

21. DESEMBER 2016

STRATEGI OG LÅNEPROGRAM
FOR 2017

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

Statsgjelden – Strategi og låneprogram for 2017

Norges Bank

Adresse: Bankplassen 2

Postadresse: Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo

Tel.: 22 31 71 40

E-post: debtmanagement@norges-bank.no

Web: <http://www.statsgjeld.no>

INNHOOLD

HOVEDPUNKTER FOR 2017	4
1 FORVALTNINGEN AV STATSGJELDEN	5
2 STATENS LÅNEBEHOV I 2017	7
3 LÅNEPROGRAM I 2017	9
3.1 Emisjoner statsobligasjoner	9
3.2 Rentebindingstid og bruk av rentebytteavtaler	10
3.3 Emisjoner statskasseveksler	13
3.4 Tilbakekjøp	13
4 EKSTERNE RELASJONER OG PRIMÆRHANDLERE	15
Boks 1: Terminpremier	16
Boks 2: Rentekostnader ved ulike kombinasjoner av løpetid på nye lån	17
Kalender for 2017	20

Notatet er basert på informasjon fram til og med 12. desember 2016.

HOVEDPUNKTER FOR 2017

Statsgjeldsforvaltningen tar i 2017 sikte på å:

- Låne om lag 50 milliarder kroner i statsobligasjonsmarkedet. Opplåningen i 2016 var 52 milliarder kroner.
- Utstede en ny 10-årig statsobligasjon i februar.
- Tilby å kjøpe tilbake deler av obligasjonslånet som forfaller i mai 2017.
- I andre halvår vurdere å kjøpe tilbake et begrenset omfang av lån med gjenstående løpetid lengre enn ett år. Disse eventuelle tilbakekjøpene vil motsvares av økt utstedelsesvolum i andre obligasjoner. Samlet utstedelsesvolum kan i så fall bli noe høyere enn 50 milliarder kroner.
- Holde utestående i vekselmarkedet på minst 40 milliarder kroner gjennom hele 2017. I tillegg vil det være 32 milliarder kroner utestående i statens egenbeholdning.
- Styre mot en gjennomsnittlig rentebindingstid på låneporteføljen i området $3\frac{3}{4}$ – $4\frac{1}{4}$ år ved utgangen av året. Det innebærer at det ikke vil bli inngått nye rentebytteavtaler inntil videre. Dette vurderes på nytt før andre halvår.

Statsobligasjoner:

Planlagt opplåning er 50 milliarder kroner i markedet

Låneintervall første kvartal: 15–20 milliarder kroner i markedet

Statskasseveksler:

Holde utestående i markedet på minst 40 milliarder kroner gjennom hele 2017

Låneintervall første kvartal: 14–18 milliarder kroner i markedet

1 FORVALTNINGEN AV STATSGJELDEN

Statens opplåning skal dekke utlån og kapitalinnskudd til statsbankene og andre statlige låneordninger, forfall av eksisterende statsgjeld og sikre en viss kontantbeholdning for staten. De siste årene er det også lånt opp for å sikre at statsbudsjettet gjøres opp likviditetsnøytralt. Det oljekorrigerede budsjettunderskuddet finansieres av overføringer fra Statens pensjonsfond utland og utløser derfor ikke noe lånebehov.

Opplåningen utføres av Statsgjeldsforvaltningen i Norges Bank på vegne av Finansdepartementet, i henhold til mandat fastsatt 2. oktober 2014. Mandatet innebærer at Norges Bank utsteder statsgjeld og inngår finansielle kontrakter innenfor statsgjeldsforvaltningen i Finansdepartementets navn. Departementet fastsetter årlige rammer for forvaltningen, herunder en øvre grense for brutto lånevolum og minstekrav til rentebindingstid på låneporteføljen. Låneporteføljen består av statskasseveksler, statsobligasjoner og inngåtte rentebytteavtaler. Statens lånebehov dekkes i sin helhet ved låneopptak i norske kroner.

Målet for forvaltningen er å dekke statens lånebehov til så lave kostnader som mulig, samtidig som det tas hensyn til den risikoen staten påtar seg i forbindelse med låneopptakene. I tillegg skal statens opplåning bidra til et velfungerende finansmarked i Norge. Opplåningen skal søke å opprettholde en rentekurve for statspapirer med løpetid opp til 10 år, som kan tjene som referanse for prising i obligasjonsmarkedet.

For å nå målene har statsgjeldsforvaltningen en langsiktig strategi. Hovedtrekkene er:

- Statens årlige lånebehov skal i hovedsak dekkes gjennom opptak av langsiktige lån i markedet (statsobligasjoner) med fast rente. Staten låner i tillegg ved å utstede statskasseveksler, som er lån med løpetid på ett år eller kortere. Noe av finansieringsbehovet kan dekkes midlertidig gjennom trekk på statens kontantbeholdning.
- Statsgjeldsforvaltningen tar sikte på å utstede et nytt tiårslån hvert år. Tiårslånene vil bygges opp gradvis, og mest det første året. I tillegg vil vi utvide de eksisterende obligasjonslånene.
- Statsgjeldsforvaltningen vil tilby å kjøpe tilbake lån som nærmer seg forfall. Det åpner for en mer gradvis tilpasning av investorenes egne porteføljer. I tillegg kan tilbakekjøp bidra til økt etterspørsel etter andre statspapirer som utstedes.
- Statsgjeldsforvaltningen vil hvert år vurdere hva som er den mest hensiktsmessige rentebindingstiden på statsgjelden i lys av den løpende utviklingen i obligasjonsmarkedene og minimumsnivået som er fastsatt av Finansdepartementet.
- Statsgjeldsforvaltningen kan inngå rentebytteavtaler for å redusere rentebindingen på statsgjelden sammenliknet med det som følger direkte av strategien der en sprer opplåningen over løpetider opp til 10 år.

Staten låner hovedsakelig for å finansiere statlige låneordninger, forfall av eksisterende gjeld og for å sikre staten en kontantbeholdning

Norges Bank utfører opplåningen etter et mandat fra Finansdepartementet

- For å fremme salg av norsk statsgjeld i førstehåndsmarkedet og omsetningen i annenhåndsmarkedet inngår Norges Bank hvert år avtaler med primærhandlere i norske statsobligasjoner og statskasseveksler.
- Vi legger vekt på å gi markedet god informasjon om lånestrategien. Strategi og låneprogram publiseres for ett år av gangen i desember året før. I forkant av nytt kvartal gis det informasjon om et intervall for planlagt opplåningsvolum det kommende kvartalet. Vi publiserer også kvartalsrapporter om utviklingen i statspapirmarkedet.
- Statsgjeldsforvaltningen legger stor vekt på løpende kontakt med markedsaktørene for å sikre god informasjonsflyt.

Finansdepartementet har fastsatt rammene for 2017. Øvre grense for opptak av nye langsiktige lån ble satt til 75 milliarder kroner. Maksimalt utestående i statskasseveksler (kortsiktige markedslån) ble satt til 125 milliarder kroner. Minimumsnivået for rentebindingen på låneporteføljen ble satt til 2,5 år. Innestående på statens konto i Norges Bank skal til enhver tid være minst 35 milliarder kroner. Låneprogrammet er utarbeidet med utgangspunkt i disse rammene samt anslagene for statens lånebehov i statsbudsjettet for 2017.

2 STATENS LÅNEBEHOV I 2017

Planlagt opplåning følger det anslåtte lånebehov for staten i statsbudsjettet for 2017. Lånebehovet er anslått til om lag 50 milliarder kroner. Dette vil bli dekket gjennom opplåning i statsobligasjoner.

*Lånebehovet er om lag
50 milliarder kroner*

Statens opplåning skal dekke utlån og kapitalinnskudd til statsbankene og andre statlige låneordninger. Sammensetningen av lånebehovet er vist i tabell 1. De største postene er Eksportkreditt Norge AS, boliglånsordningen i Statens pensjonskasse, Husbanken, Statens lånekasse for utdanning og Innovasjon Norge. Netto nye utlån fra statsbankene og statlige låneordninger er anslått til om lag 1,5 milliarder kroner i 2017. Netto utlånsvekst er lavere enn tidligere år, noe som skyldes en reduksjon i nye utlån og økte tilbakebetalinger under boliglånsordningen i Statens pensjonskasse.

Staten låner også for å dekke forfall av allerede utestående gjeld. Fram til år 2023 vil det forfalle et obligasjonslån hvert annet år (2017, 2019, 2021 og 2023). Med forfall hvert annet år har refinansieringen blitt fordelt over året før forfallsåret og forfallsåret. I 2017 vil om lag 30 milliarder kroner lånes for refinansiering av obligasjonen NGB 05/2017 som forfaller i mai 2017.

*Finansierte forfall av
NGB 05/2017*

I statsbudsjettet er det anslått at det vil bli overført 17,8 milliarder kroner i overskudd og renteinntekter fra Norges Bank til staten i 2017. Normalt vil alle finansieringskilder i statsbudsjettet virke inndragende på likviditeten i pengemarkedet, mens statlige utgifter vil øke likviditeten. Disse vil utligne hverandre, slik at statsbudsjettet blir likviditetsnøytralt. En overføring fra Norges Bank til staten vil i seg selv ikke ha noen likviditetseffekt i markedet. Bruken av disse midlene vil imidlertid medføre at statsbudsjettet øker likviditeten i markedet. Det er et mål at statens transaksjoner over tid ikke skal endre den samlede likviditeten i pengemarkedet. Den positive likviditetseffekten utlignes ved at det lånes et tilsvarende beløp i statsobligasjoner.

Normalt gjøres det ikke endringer i det årlige måltallet for låneopptaket i forbindelse med revidert nasjonalbudsjett eller nasjonalregnskapstall. I tillegg til anslag på opplåningen for 2017 i dette strateginotatet publiseres det et intervall for opplåning i obligasjoner og vekslere hvert kvartal. Denne informasjonen publiseres i forkant av nytt kvartal.

*Låneintervall publiseres
hvert kvartal*

Statsgjeldsforvaltningen skal sikre at staten til enhver tid har et minstebeløp innestående på sin konto i Norges Bank (statens kontantbeholdning). Minstebeløpet er satt til 35 milliarder kroner i 2017. Skulle prognosen vise at kontantbeholdningen går under dette nivået, vil det bli lånt opp ekstra. Overføringen fra Norges Bank til staten tilsier at statens kontantbeholdning vil være godt over minstenivået i hele 2017. Det høye nivået på statens kontantbeholdning vil ikke påvirke opplåningen.

*Statens kontant-
beholdning skal være
minst 35 milliarder kroner*

Tabell 1: Anslag for låneopptak ved inngangen til året, for 2016 og 2017.
Milliarder kroner

	2016	2017
Nye utlån og kapitalinnskudd til statsbankene mv.:		
Eksportkreditt Norge AS	15,0	12,0
Boliglånsordningen i Statens pensjonskasse	6,2	4,5
Husbanken	16,8	16,2
Statens lånekasse for utdanning	24,3	26,0
Innovasjon Norge	42,9	41,9
Andre	1,4	1,9
Brutto lånebehov og kapitalinnskudd til statsbankene mv.	106,6	102,5
Tilbakebetalinger statsbankene:		
Eksportkreditt Norge AS	10,2	10,7
Boliglånsordningen i Statens pensjonskasse	17,0	18,4
Husbanken	11,0	11,3
Statens lånekasse for utdanning	14,6	16,4
Innovasjon Norge	42,5	41,4
Andre	1,2	2,8
Sum tilbakebetalinger statsbankene	96,5	101,0
Netto lånebehov og kapitalinnskudd til statsbankene mv.	10,0	1,5
Forfall av utestående obligasjonsgjeld¹	30,0	30,0
Andre justeringer:		
Budsjettert overføring fra Norges Bank til staten	15,0	17,8
Anslag låneopptak i markedet	55,0²	49,3

1 I 2016 var dette første del av refinansieringen av NGB 05/2017. I 2017 er dette siste del av refinansieringen av NGB 05/2017.

2 Anslått ved utgangen av 2015. Faktisk opplåning ble 52 milliarder kroner.

3 LÅNEPROGRAM I 2017

3.1 EMISJONER STATSOBLIGASJONER

Siden 2014 er det utstedt et nytt 10-årslån hvert år. Samtidig er eksisterende lån blitt utvidet på basis av løpende vurderinger av etterspørselen i markedet og vurderinger av gjennomsnittlig løpetid på den utestående låneporteføljen. De nye 10-årslånene ble utstedt i mars 2014 (NGB 03/2024), mars 2015 (NGB 03/2025) og februar 2016 (NGB 02/2026). Siden introduksjonen av den nye ti-åringen i februar, har omsetningen i lånet i annenhåndsmarkedet på Oslo Børs utgjort 21 prosent av totalomsetningen av statsobligasjoner. Det er en høyere andel enn de andre utestående lånene.

Statsgjeldsforvaltningen tar sikte på å utstede et nytt 10-årslån i februar 2017. Utstedelsestidspunktet kan bli utsatt dersom det skulle oppstå urolige markedsforhold. Ved å utstede et nytt 10-årslån hvert år, vil vi vedlikeholde rentekurven opp til 10 år, slik mandatet tilsier. Ved midten av 2017 vil vi etter planen ha lån med løpetider på rundt 2, 4, 6, 7, 8, 9 og 10 år.

Nytt 10-årslån i februar

Introduksjon av nytt 10-årslån hvert år vil bidra til at mindre volumer forfaller på samme tid. Store forfall påvirker i betydelig grad nivået på likviditeten i pengekmarkedet og statens kontantbeholdning og øker samtidig statens refinansieringsrisiko.

Blant investorene er det generelt interesse for både kortere og lengre løpetider. Staten har imidlertid et begrenset lånebehov. Det vil derfor ikke bli introdusert flere nye lån enn det planlagte 10-årslånet i 2017.

Det blir viktig å bygge opp det nye 10-årslånet gjennom hele året. Samlet tar vi sikte på å utstede for om lag 20–30 milliarder kroner til markedet i dette lånet i 2017. I tillegg vil det bli emittert 8 milliarder kroner til statens egenbeholdning ved utstedelsen. Det resterende lånebehovet vil dekkes ved utvidelser av eksisterende lån. Hvilke løpetider som vil gi lavest rentekostnader over tid, vil naturlig nok avhenge av hvordan avkastningskurven utvikler seg i årene fremover. Analysen i boks 2 illustrerer at rentekostnadene over tid i flere scenarier kan bli lavere ved å utstede i både korte og lange løpetider fremfor å utstede bare i tiårspunktet.

Nytt 10-årslån vil bli bygget opp relativt raskt

Det legges opp til 16 auksjoner i statsobligasjoner i 2017, mot 17 avholdte i 2016. Det er planlagt flest auksjoner i første halvår. Uforutsigbare og til tider urolige markedsforhold internasjonalt gjør at det er mer hensiktsmessig med hyppige auksjoner med relativt små volumer enn færre auksjoner med større volum. Normalt vil auksjonsvolumet i lån som utvides, være 3 milliarder kroner.

Auksjonsvolumet i obligasjoner vil normalt være 3 milliarder kroner

3.2 RENTEBINDINGSTID OG BRUK AV RENTEBYTTEAVTALER

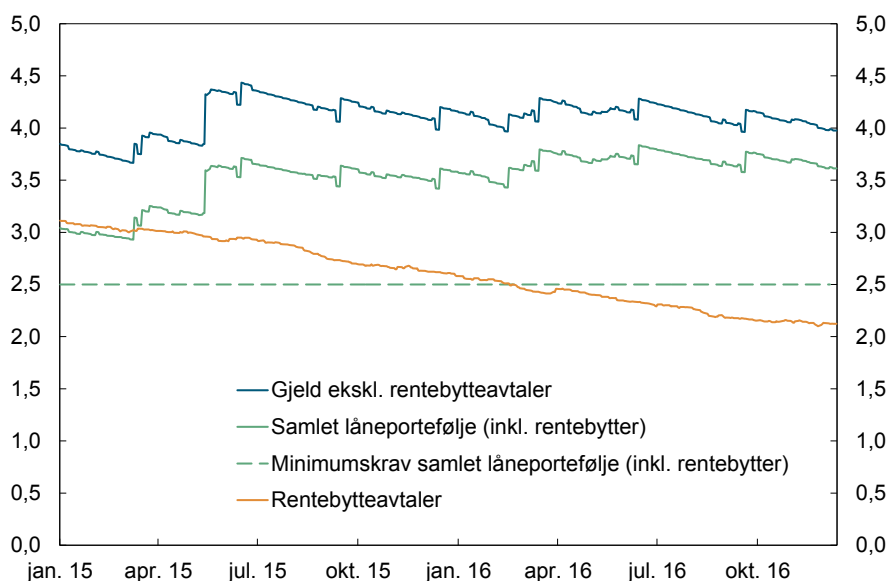
Rentebindingstiden måler hvor lang tid et låneinstrument betaler den samme renten. For norske statsobligasjoner, som har fast rente, men ikke avdrag, er rentebindingstiden tilnærmet lik løpetiden (se ramme nedenfor). Den gjennomsnittlige rentebindingstiden gir uttrykk for statsgjeldens renteeksponering. Jo lavere rentebinding på en gjeldsportefølje, desto raskere vil endrede markedsrenter slå ut i lånekostnadene. Motsatt vil lengre rentebindingstid innebære at rentekostnadene låses fast i en lengre periode. Rentebindingstiden sammenfatter hele forfallsprofilen til låneporteføljen i ett tall. Svært ulike porteføljer kan ha den samme gjennomsnittlige rentebindingen.

Løpetid er definert som tid til forfall for låneporteføljen, som består av vekslers, obligasjoner og rentebytteavtaler. Ved beregning av rentebinding tas i tillegg tid til forfall av kupongutbetalinger med. I praksis er det liten forskjell mellom disse to målene ved lavt rentenivå og korte løpetider.

Finansdepartementet fastsetter årlig et minimumskrav for rentebindingstiden på låneporteføljen. For 2017 er minstekravet satt til 2,5 år, slik det har vært helt siden mandatet trådte i kraft i januar 2015. Staten kan inngå rentebytteavtaler for å redusere rentebindingen fra det som følger direkte av opplåningen der en sprer gjelden over løpetider på opp til 10 år. Rentebindingstiden på statsgjelden med og uten rentebytteavtaler var henholdsvis 3,6 år og 4,0 år i midten av desember, se figur 1.

Minstekravet til rentebinding er satt til 2,5 år

Figur 1: Rentebindingstid. År. 1. januar 2015–12. desember 2016



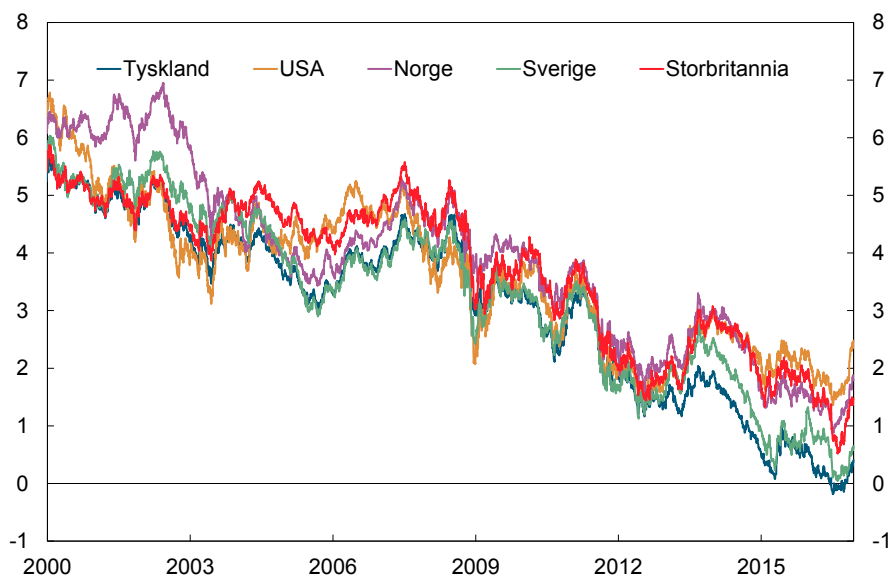
Kilde: Norges Bank

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 den annen side vil rentekostnadene da svinge mer. Mer kortsiktig opplåning vil dessuten øke refinansieringsrisikoen fordi gjelden må rulleres hyppigere.

Et uttrykk for merkostnadene ved å låne langsiktig fremfor kortsiktig er de såkalte terminpremiene, se boks 1. Beregninger tyder på at terminpremiene både i Norge og andre markeder har vært uvanlig lave de siste to-tre årene. De lave estimerte terminpremiene i Norge og andre land har gått sammen med svært

lave obligasjonsrenter, se figur 2. Pengepolitikken i mange land har vært uvanlig ekspansiv de senere årene. Styringsrentene er nær null, og kvantitative lettelser er tatt i bruk i flere sentralbanker. Det har trolig bidratt til lave langsiktige renter gjennom lavere terminpremier.

Figur 2: 10-års statsobligasjonsrenter i ulike land. Prosent. 1. januar 2000-12. desember 2016



Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Mål for rentebindingstid og løpetid på statsgjelden varierer mye mellom land. Flere land har økt rentebindingstiden og/eller løpetiden på statsgjelden de senere årene (se ramme på neste side for noen eksempler). Det har sammenheng med at besparelsen ved å låne kortsiktig har vært ansett som liten og mindre enn tidligere. Samtidig bidrar lengre løpetid til at rentekostnadene blir mer forutsigbare og refinansieringsrisikoen lavere.

Lavere terminpremier trekker isolert sett i retning av å øke rentebindingstiden også i Norge. Det er stor usikkerhet om utviklingen i renter og terminpremier fremover, men situasjonen med lave terminpremier kan vare ved en stund.

Terminpremiene er lave

Når rentene internasjonalt er svært lave, vil potensialet for videre fall i de langsiktige rentene trolig være noe mer begrenset enn potensialet for høyere renter. En slik utvikling trekker isolert sett i retning av lengre rentebindingstid enn ellers. Markedsrentene kan likevel falle ytterligere eller bli værende lave lenger enn det markedet nå priser inn. I så fall kan det være kostnadsbesparende å redusere rentebindingstiden. Beregninger tyder imidlertid på at merkostnadene over noen år ved å låne noe mer langsiktig kan bli begrenset også i slike tilfeller, se boks 2.

Samlet sett er vår vurdering at den forventede besparelsen ved å låne kortsiktig for tiden er lav. Samtidig vil lengre rentebindingstid kunne bidra til å begrense både refinansieringsrisikoen og svingningene i rentekostnadene. Vi legger derfor opp til at den gjennomsnittlige rentebindingstiden i 2017 blir noe høyere enn dagens nivå. Rentebindingstiden vil øke i mai 2017 når obligasjonen NGB 05/2017 forfaller, men deretter avta gradvis.

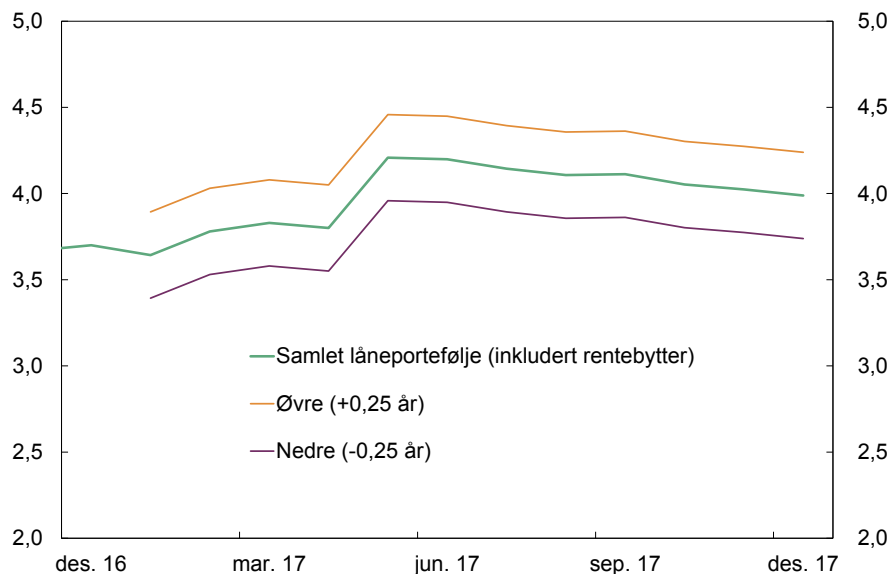
Gjennomsnittlig rentebindingstid øker noe i 2017

Rentebindingstiden på statsgjelden bestemmes i hovedsak av rentebindingstiden på obligasjonene og forholdet mellom volumet av utestående veksler og obligasjoner. Staten har siden 2005 inngått rentebytteavtaler for å redusere rentebindingstiden. Utestående volum av rentebytteavtaler ved utgangen av

2016 er om lag 92 milliarder kroner. I figur 3 vises fremskrivninger gjennom 2017 av rentebindingstiden for statsgjelden inkludert tidligere inngåtte rentebytteavtaler (låneporteføljen). Det er lagt til grunn en obligasjonsopplåning på 50 milliarder der om lag halvparten er med løpetid rundt 10 år. Med en slik opplåning og uten flere rentebytteavtaler, vil rentebindingstiden kunne øke til mellom 3 ¾ og 4 ¼ år ved utgangen av 2017. Det eksakte forløpet vil avhenge av hvilke løpetider som faktisk blir emittert. Markedsforholdene gjennom året vil påvirke disse valgene. En slik strategi gir etter vår vurdering et rimelig forløp for rentebindingstiden. Vi legger derfor ikke opp til å inngå rentebytteavtaler i første halvår. Skulle situasjonen i obligasjonsmarkedene endre seg vesentlig, vil dette bli vurdert på nytt i forkant av andre halvår.

Det legges ikke opp til å inngå nye rentebytteavtaler inntil videre

Figur 3: Fremskrivninger av rentebindingstid. År. Desember 2016–desember 2017



Kilde: Norges Bank

I november 2016 besluttet den svenske regjeringen at målintervallet for løpetiden på statsgjelden i Sverige skal øke fra 2,6–3,6 år til 2,9–3,9 år. Forlengelsen skjer gjennom redusert bruk av rentebytteavtaler. Begrunnelsen var at kostnadsfordelen ved å låne kortsiktig er blitt mindre, samtidig som lengre løpetid reduserer variasjonen i rentekostnadene. Målet gjelder for nominelle kroneinstrumenter med opptil 12 års løpetid. I praksis er den gjennomsnittlige løpetiden på gjelden i svenske kroner lengre siden de også har utstedt obligasjoner med løpetider over 12 år.

I Nederland tar myndighetene sikte på å øke den gjennomsnittlige løpetiden på statsgjelden fra om lag 5 år ved utgangen av 2015 til 6,4 år +/- 0,25 år ved utgangen av 2019. Begrunnelsen er at lavere renter på lengre løpetider har gjort det mer attraktivt med lang rentebinding.

Danmark har et mål om gjennomsnittlig løpetid på statsgjelden i 2017 på 11,0 år +/- 0,5 år.

I Finland har ikke State Treasury publisert en konkret målsetting, men rentebindingstiden på statsgjelden har økt de seneste årene og er nå om lag 5 år.

3.3 EMISJONER STATSKASSEVEKSLER

Det vil bli utstedt en ny 12-måneders veksel med oppgjør tredje onsdag i mars, juni, september og desember (IMM-datoene). Det vil normalt bli emittert 6 milliarder kroner til markedet og 8 milliarder kroner til statens egenbeholdning. Mellom disse auksjonene vil eksisterende veksellån bli utvidet ved tre auksjoner. Emisjonsvolum ved utvidelser vil normalt være 3 milliarder kroner. Ved den første auksjonen etter introduksjon av ny veksel vil normalt denne vekselen utvides. Ved de to neste auksjonene legges det opp til at kortere veksellån kan utvides. Det legges ikke opp til å utvide den korteste vekselen. Det planlegges 16 vekselauksjoner i 2017.

Ny 12-måneders veksel på IMM-datoer

Utestående volum i vekselmarkedet ble redusert i 2016 som følge av noe lavere etterspørsel. I løpet av 2016 varierte utestående i markedet mellom 67 og 44 milliarder kroner. Ved utgangen av 2016 var utestående 44 milliarder kroner. Det tas sikte på at utestående i markedet vil være minst 40 milliarder kroner gjennom hele 2017. I tillegg vil statens egenbeholdning være på 32 milliarder. Utstedelsesvolumet i 2017 kan dermed bli noe lavere enn i 2016.

Tar sikte på at utestående i vekselmarkedet vil være minst 40 milliarder kroner gjennom 2017

3.4 TILBAKEKJØP

Statsobligasjonslån NGB 05/2017 har forfall 19. mai 2017. Statsgjeldsforvaltningen anser det som god markedspleie at investorer skal få muligheten til å selge tilbake til staten lån som nærmer seg forfall. Det åpner for en mer gradvis tilpassning av egne porteføljer. I tillegg kan det bidra til økt etterspørsel etter andre statspapirer som utstedes. Det ble derfor gjennomført fire tilbakekjøpsauksjoner i NGB 05/2017 i 2016. Det ble kjøpt tilbake obligasjoner for nær 15 milliarder kroner. Utestående volum ved utgangen av året vil dermed være om lag 51 milliarder kroner, inkludert statens egenbeholdning.

I «Strategi og låneprogram for 2016» ble det kunngjort at det ville bli vurdert direkte tilbakekjøp etter den siste tilbakekjøpsauksjonen i november. Direkte tilbakekjøp kan etter hvert gjennomføres ved bruk av Oslo Børs' «Request for Quote»-funksjonalitet, se ramme på neste side. Denne løsningen kommer imidlertid ikke til å være klar til årsskiftet. Det vil derfor bli avholdt to tilbakekjøpsauksjoner i NGB 05/2017 i begynnelsen av året, én i januar og én i februar.

Det vil bli avholdt tilbakekjøpsauksjoner av NGB 05/2017 i 2017

Når «Request for Quote»-funksjonaliteten er klar, vil Statsgjeldsforvaltningen vurdere tilbakekjøp direkte fra rentemedlemmer på Oslo Børs. Tilbud om tilbakekjøp vil ikke bli vurdert de siste 10 virkedagene før et kunngjort rentemøte i Norges Bank og fram til rentebeslutningen er offentliggjort.

I løpet av andre halvår 2017 vil Statsgjeldsforvaltningen også vurdere å gjennomføre tilbakekjøp av statspapirer med lengre tid til forfall enn ett år dersom det er interesse blant obligasjonseierne. Omfanget av kjøpene vil i så fall være begrenset og pris må være akseptabel for staten. Tilbakekjøpene vil motsvares av økt utstedelsesvolum i andre obligasjoner. Formålet med dette tiltaket er å bidra til bedre likviditet i statsobligasjonsmarkedet.

Tilbakekjøp av obligasjoner med lengre løpetider vil bli vurdert

«Request for Quote» åpner for at rentemedlemmene på Oslo Børs kan kontakte Statsgjeldsforvaltningen når de ønsker å selge statsobligasjoner. Statsgjeldsforvaltningen vil da sende ut en forespørsel gjennom «Request for Quote». Det gir alle rentemedlemmene på Oslo Børs mulighet til å komme med et pristilbud. Statsgjeldsforvaltningen vil så vurdere avgitte pristilbud mot interne prisingsmodeller og avgjøre om et tilbakekjøp skal gjennomføres til beste tilbudte pris.

4 EKSTERNE RELASJONER OG PRIMÆRHANDLERE

Statsgjeldsforvaltningen har i henhold til mandatet ansvar for markedsføring av norsk statsgjeld og kontakt med banker, meglere og investorer. Slik kontakt er nyttig for å fange opp utviklingstrekk i statspapirmarkedene og for å få tilbakemelding på vår forvaltning av statsgjelden. I løpet av 2017 vil statsgjeldsforvaltningen delta på arrangementer i regi av primærhandlerne og ha møter med flere nasjonale og internasjonale investorer. Vi vil også ta imot investorer som ønsker å komme til Norges Bank for å få informasjon om statsgjelden og drøfte utviklingen i markedene.

For å fremme salg av norsk statsgjeld i auksjonene og omsetning av norsk statsgjeld i annenhåndsmarkedet inngår Norges Bank hvert år avtaler med primærhandlere i norske statsobligasjoner og statskasseveksler. Primærhandlerne har enerett og plikt til å gi bud ved auksjoner. De stiller bindende kjøps- og salgskurser for et minstevolum i hvert statslån på Oslo Børs sitt elektroniske system for annenhåndsmarkedet.

I 2015 ble det etablert et system for evaluering av primærhandlere. Systemet er et virkemiddel for å gi bedre og mer systematiske tilbakemeldinger til primærhandlerne.

BOKS 1: TERMINPREMIER

Terminpremien kan defineres som den meravkastningen en investor krever for å eie en obligasjon med lang rentebindingstid, sammenliknet med å investere og reinvestere i en serie av rentepapirer med kortere rentebinding. Terminpremien kan ikke observeres direkte fordi det er vanskelig å måle hvilke forventninger til korte renter som ligger innbakt i lange renter. Det er støtte i forskningslitteraturen for en positiv terminpremie over lange horisonter, men premien varierer mye og kan også være negativ i perioder. Det finnes flere modeller for beregning av terminpremier.

Det er en nær sammenheng mellom renten på ulike renteplasseringer med ulik tid til forfall. Den enkleste og mest kjente hypotesen for sammenhengen mellom kortsiktige og langsiktige renter er den såkalte «forventningshypotesen». Denne hypotesen sier at renter med lang løpetid skal være lik gjennomsnittet av forventede kortsiktige renter i samme periode. Eksempelvis skal 2-årsrenten i dag være lik gjennomsnittet av de åtte etterfølgende 3-månedersrentene som dekker samme 2-årsperiode.

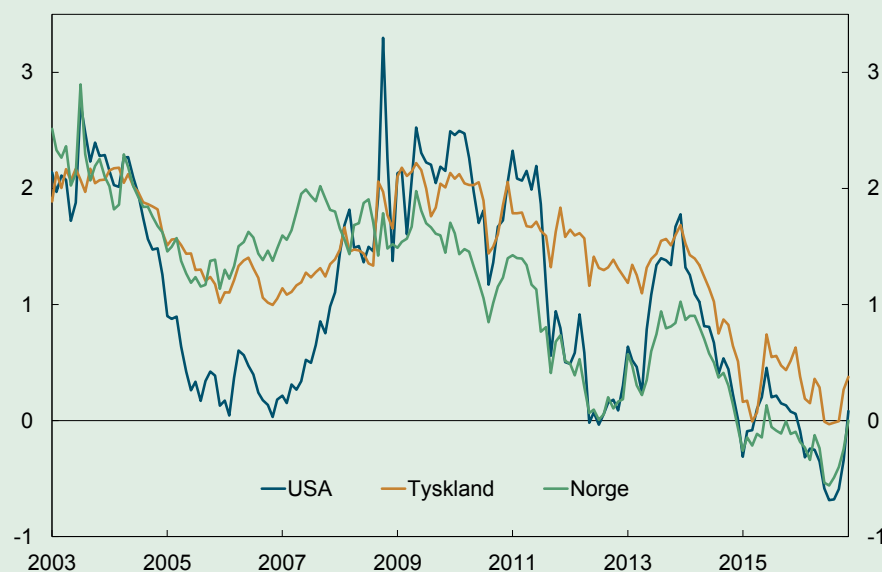
Forventningshypotesen er et godt utgangspunkt for å forstå utviklingen i langsiktige renter, men hypotesen holder ikke eksakt. Det er bred enighet i litteraturen om at hypotesen baserer seg på urealistiske forutsetninger, spesielt en antakelse om at markedsaktørene er risikonøytrale. Renten på obligasjoner med lang løpetid kan ikke tolkes som et uttrykk for forventede renter på kortere løpetider alene.

Det er derfor vanlig å anta at lange renter er et uttrykk både for forventninger om korte renter i perioden og en risikopremie. Risikopremien kan altså defineres som avviket fra forventningshypotesen. Risikopremien kalles ofte «terminpremie», ettersom den er forbundet med risikoen ved rentebinding for ulike tidshorisonter, eller «terminer».

Det er viktig å understreke at terminpremien ikke er knyttet til risiko for mislighold. Terminpremien må forstås som en generell premie i rentemarkedene.

Figuren under viser estimerte terminpremier i 10-års statsobligasjonsrenter for Norge, USA og Tyskland for perioden januar 2003–november 2016. Metoden som er brukt, er utviklet i Federal Reserve Bank of New York.¹ Resultater fra denne modellen for amerikanske terminpremier publiseres daglig på deres hjemmeside. De tyske og norske terminpremiene er estimert i Norges Bank.

Estimerte terminpremier i 10-års statsrenter. Prosentenheter. Januar 2003–november 2016



Kilder: Norges Bank, Federal Reserve Bank of New York

¹ Se Adrian, T., Richard K. Crump og Emanuel Moench, Pricing the term structure with linear regressions, Journal of Financial Economics 110 (2013), 110–138.

BOKS 2: RENTEKOSTNADER VED ULIKE KOMBINASJONER AV LØPETID PÅ NYE LÅN

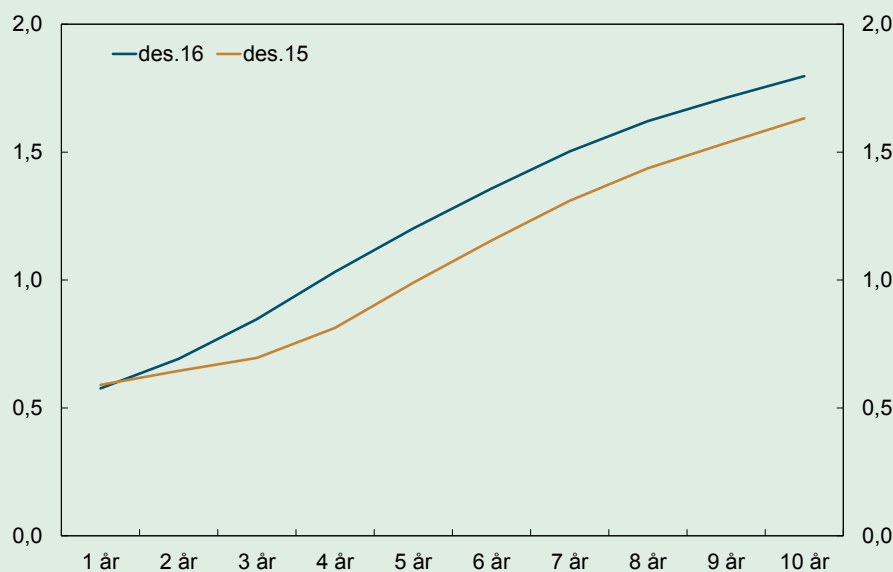
Strategien for forvaltning av statsgjelden tar sikte på å dekke statens lånebehov til lavest mulige kostnader innenfor gitte rammer. I utformingen av strategien søker vi også å begrense risikoen for at kostnadene blir vesentlig høyere enn forventet. I denne analysen sammenlikner vi derfor rentekostnadene ved ulike strategier for valg av løpetid på nye obligasjonslån under ulike forutsetninger for renteutviklingen. Siden det legges opp til å utstede et nytt 10-årslån hvert år, har vi sett på ulike løpetidskombinasjoner der 10-årslån inngår.

Valg av løpetider på obligasjonsutstedelsene og vår bruk av rentebytteavtaler vil ha konsekvenser for rentekostnadene i mange år fremover. Utstedelsesstrategien bør derfor vurderes i et lengre perspektiv. Samtidig bør vi revurdere den langsiktige strategien hvert år i lys av situasjonen i obligasjonsmarkedene. Mandatet sier at statsgjeldsforvaltningen skal søke å vedlikeholde en rentekurve for statsgjelden med løpetid ut til ti år. Det innebærer at en betydelig andel av utstedelsene må ha minst ti års løpetid. I tillegg vil vi hvert år utvide noen av de eksisterende lånene med kortere gjenstående løpetid. I det følgende ser vi på perioden fram til 2026. Analysen er avgrenset til obligasjonsporteføljen. Utstedelsesstrategien for vekslers har mindre betydning for statens rentekostnader over tid.

I denne enkle analysen defineres fem scenarier for avkastningskurven for hvert enkelt år fram til og med 2026. Deretter beregnes statens samlede rentekostnader over denne tiårsperioden gitt de ulike rentescenariene – for fire ulike kombinasjoner av løpetider på våre utstedelser. Det gir til sammen 20 utfall. Vi har som en teknisk forutsetning antatt at det nominelle lånebehovet (utenom refinansiering av lån som forfaller) øker med fire prosent i året. Utviklingen i lånebehovet i årene fremover har ikke vesentlig betydning for resultatene i denne analysen.

De ulike rentescenariene er tekniske forutsetninger. «Markedspris»-scenariet tar utgangspunkt i de effektive rentene på de syv norske statsobligasjonene som var utestående i begynnelsen av desember. På basis av disse rentene beregnes en syntetisk avkastningskurve for statsrentene med løpetider 1–10 år, se figur 1. Avkastningskurven er ikke vesentlig forskjellig fra i desember 2015. Konklusjonene er derfor i stor grad sammenfallende med den tilsvarende analysen som ble publisert i Strategi og låneprogram for 2016. Deretter beregnes såkalte implisitte fremtidige renter for forskjellige løpetider ut i fra avkastningskurven per desember 2016. Siden vi har en tiårsrente, kan vi for eksempel beregne implisitt ettårsrente for de ni neste årene og implisitt niårsrente om ett år. Ved trendforlenging har vi i tillegg fremskrevet avkastningskurver for hvert enkelt år det neste tiåret.

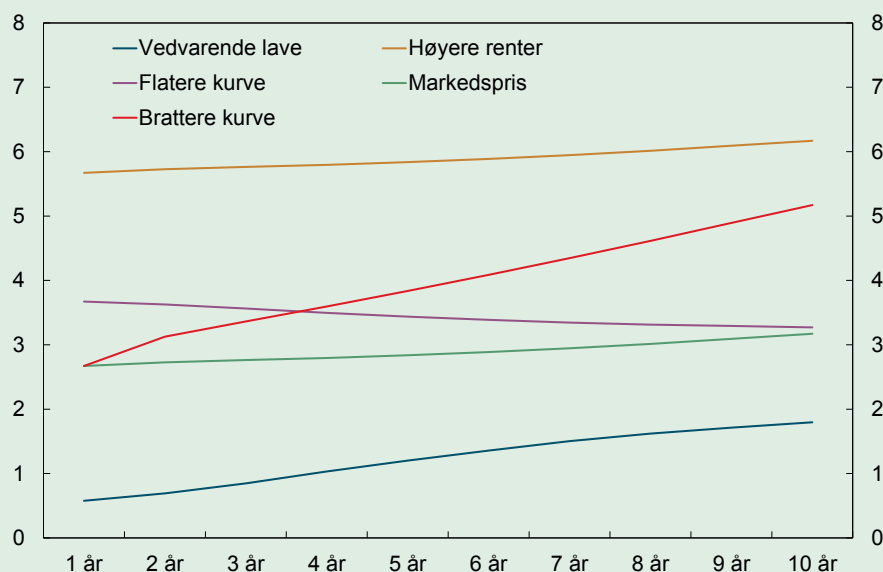
Figur 1: Syntetisk statsrentekurve. Prosent. Løpetider fra 1 til 10 år



Kilde: Norges Bank

I tillegg ser vi på fire andre scenarier for å vurdere risikoen for økte rentekostnader dersom renteutviklingen blir svært forskjellig fra «Markedspris»-scenariot. De alternative avkastningskurvene kan synes mindre sannsynlige. I ett scenario – «Brattere rentekurve» – antar vi at avkastningskurven gradvis blir brattere gjennom de neste ti årene. I scenariot «Flatere rentekurve» antas det at de kortsiktige rentene øker markert mer enn de langsiktige rentene allerede fra 2017. I «Høyere renter» har vi antatt at hele kurven øker med 1 prosentenheter neste år og at den er 3 prosentenheter høyere enn dagens kurve i perioden 2019–2026. I scenariot «Vedvarende lave renter» antas det at fremtidige rentekurver er lik dagens kurve. De ulike rentescenariene er illustrert i figur 2. For enkelhets skyld vises avkastningskurvene bare ved slutten av fremskrivningsperioden.

Figur 2: Tekniske fremskrivninger av avkastningskurver for 2026. Prosent. Løpetider fra 1 til 10 år



Kilde: Norges Bank

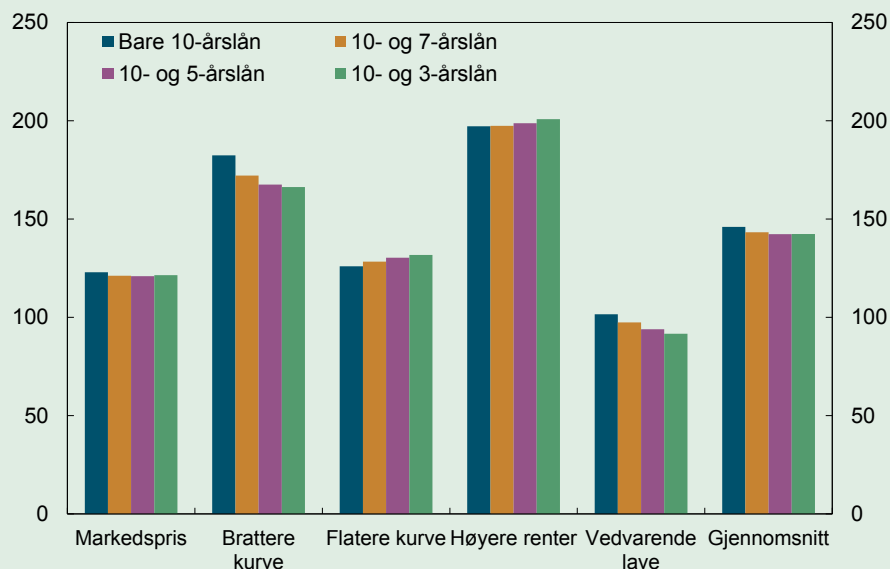
Ved beregning av rentekostnader for de ulike rentescenariene har vi sett på fire lånestrategier:

- 1) All ny opplåning med 10-års løpetid,
- 2) halvparten med 10-års løpetid og halvparten med 7-års løpetid,
- 3) halvparten med 10-års løpetid og halvparten med 5 års løpetid og
- 4) halvparten med 10-års løpetid og halvparten med 3-års løpetid.

Figur 3 viser de samlede rentekostnadene over de neste ti årene i disse scenariene. I gjennomsnitt er kostnadene lavest i de to strategiene hvor det inngår lån med 5- og 3-års løpetid. Ingen av strategiene gir lavest rentekostnader uansett rentescenario. I «Markedspris»-scenariot er rentekostnadene lavest i strategien med 10- og 5-års løpetid, men forskjellene er meget små. I scenariot «Brattere kurve» kommer lånestrategien med 10- og 3-års løpetid best ut. I scenariot «Flatere kurve» blir kostnadene lavest med all opplåning på 10-års løpetid ettersom avkastningskurven blir avtakende. I «Høyere renter» kommer strategiene med lengst løpetid best ut. Det er fordi vi slipper å refinansiere kortere gjeld til stadig høyere renter, men i stedet binder renten i lengre perioder. I scenariot «Vedvarende lave renter» blir kostnadene naturlig nok lavest når det også lånes på 3-års løpetid fordi de kortsiktige rentene er lavere enn de langsiktige i hele perioden. Beregningene tyder imidlertid på at merkostnadene ved å låne noe mer langsiktig enn kombinasjonen 10 og 3 år tilsier, kan bli begrenset også i dette rentescenariot.

For å vurdere robusthet, som er formålet med denne analysen, ser vi også på merkostnadene ved de enkelte strategivalgene i rentescenarierne utenom «Markedspris»-scenarioet. Merkostnadene måles som avvik fra løpetidsvalget som gir lavest rentekostnader. Summen av merkostnadene er lavest i alternativene der det lånes med 10- og 5-års løpetid og 10- og 3-års løpetid. Målt ved denne metoden synes en strategi der lån utstedes med kombinasjon av løpetider på om lag 10 og 5 år nokså robust.

Figur 3: Rentekostnader ved ulike rentescenarier og ulike kombinasjoner av løpetider på nye lån. Milliarder kroner. Samlet for 2017-2026



Kilde: Norges Bank

KALENDER FOR 2017

Publisering av informasjon for kommende kvartal:

2. kvartal: Torsdag 30. mars kl. 8:30

3. kvartal: Torsdag 29. juni kl. 8:30

4. kvartal: Torsdag 28. september kl. 8:30

Auksjonskalender statsobligasjoner

	Offentliggjøring kl. 12:00	Auksjon kl. 10:15-11:00	Oppgjør
1	Man. 16.1.	Ons. 18.1.	Fre. 20.1.
2	Man. 30.1.	Ons. 1.2.	Fre. 3.2.
3	Man. 13.2.	Ons. 15.2.	Fre. 17.2.
4	Man. 27.2.	Ons. 1.3.	Fre. 3.3.
5	Man. 27.3.	Ons. 29.3.	Fre. 31.3.
6	Man. 24.4.	Ons. 26.4.	Fre. 28.4.
7	Man. 8.5.	Ons. 10.5.	Fre. 12.5.
8	Man. 29.5.	Ons. 31.5.	Fre. 2.6.
9	Man. 12.6.	Ons. 14.6.	Fre. 16.6.
10	Man. 3.7.	Ons. 5.7.	Fre. 7.7.
11	Man. 28.8.	Ons. 30.8.	Fre. 1.9.
12	Man. 25.9.	Ons. 27.9.	Fre. 29.9.
13	Man. 16.10.	Ons. 18.10.	Fre. 20.10.
14	Man. 30.10.	Ons. 1.11.	Fre. 3.11.
15	Man. 20.11.	Ons. 22.11.	Fre. 24.11.
16	Man. 4.12.	Ons. 6.12.	Fre. 8.12.

Auksjonskalender statskasseveksler

	Offentliggjøring kl. 12:00	Auksjon kl. 10:15-11:00	Oppgjør
1	Tors. 19.1.	Man. 23.1.	Ons. 25.1.
2	Tors. 2.2.	Man. 6.2.	Ons. 8.2.
3	Tors. 23.2.	Man. 27.2.	Ons. 1.3.
4	Tors. 9.3.	Man. 13.3.	Ons. 15.3.
5	Tors. 30.3.	Man. 3.4.	Ons. 5.4.
6	Tors. 20.4.	Man. 24.4.	Ons. 26.4.
7	Tors. 18.5.	Man. 22.5.	Ons. 24.5.
8	Tors. 15.6.	Man. 19.6.	Ons. 21.6.
9	Tors. 22.6.	Man. 26.6.	Ons. 28.6.
10	Tors. 17.8.	Man. 21.8.	Ons. 23.8.
11	Tors. 31.8.	Man. 4.9.	Ons. 6.9.
12	Tors. 14.9.	Man. 18.9.	Ons. 20.9.
13	Tors. 5.10.	Man. 9.10.	Ons. 11.10.
14	Tors. 2.11.	Man. 6.11.	Ons. 8.11.
15	Tors. 23.11.	Man. 27.11.	Ons. 29.11.
16	Tors. 14.12.	Man. 18.12.	Ons. 20.12.

Auksjonskalender tilbakekjøp av NGB 05/2017

	Auksjon kl. 9:15-10:00	Oppgjør
1	Man. 23.1.	Ons. 25.1.
2	Man. 27.2.	Ons. 1.3.

De annonserte auksjonene kan avlyses eller suppleres med ad hoc-emisjoner.

