

# Kvartalsrapport

**2 | 2015**  
**JULI 2015**

RAPPORT FOR  
ANDRE KVARTAL 2015

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

RAPPORT FOR  
ANDRE KVARTAL 2015

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

## Oppsummering

I andre kvartal ble det holdt fem auksjoner i statsobligasjoner og fire auksjoner av statskasseveksler. Til sammen ble det lånt 36 milliarder kroner i markedet.

Innhold	side
<b>Kvartalsoppsummering</b>	<b>2</b>
Markedsoppdatering	
Auksjoner av statsobligasjoner	
Tilbakekjøp av NGB 05/2015	
Auksjoner av statskasseveksler	
Omsetning statspapirer	
Eierfordeling statspapirer	
Rentebytteavtaler	
Renterisiko	
Refinansieringsrisiko	
Kreditrisiko	
<b>Tabeller over statsgjelden</b>	<b>7</b>
Utestående gjeld	
Auksjoner	
Tilbakekjøp av NGB 05/2015	
Inngåtte rentebytteavtaler	
<b>Figurer over statsgjelden</b>	<b>8</b>
Markedsoppdatering	
Auksjoner	
Omsetning	
Eierfordeling	
Rentebytteavtaler	
Renterisiko	
Refinansieringsrisiko	
Kreditrisiko/motpartsrisiko	
<b>Mandat</b>	<b>14</b>
Årlige rammer	
Mandat for forvaltningen	
<b>Primærhandlere</b>	<b>14</b>
<b>Risiko</b>	<b>15</b>
<b>Definisjoner/ordliste</b>	<b>16</b>
<b>Om tall og beregninger</b>	<b>17</b>

## Markedsoppdatering

Fra utgangen av første kvartal til utgangen av andre kvartal steg renten på norsk 10-års statsobligasjon, NGB 03/2025<sup>1</sup>, fra 1,47 prosent til 1,82 prosent. Renten på NGB 03/2025 har i perioden ligget i intervallet 1,37-1,90 prosent. Det har også vært renteoppgang i obligasjonslånene med gjenstående løpetid mellom fem og ni år, men oppgangen er noe mindre enn i det lengste lånet. Renten har falt noe på obligasjonslånene med gjenstående løpetid under fem år. Den norske statsrentekurven er derfor brattere enn ved utgangen av første kvartal, se figur 1.4. Etter oppgang i lange renter er nivået for 10-års statsrente tilbake på nivået fra desember i fjor.

Andre kvartal var preget av urolige markedsforhold i internasjonale obligasjonsmarkeder, med uvanlig store rentebevegelser. Denne utviklingen påvirket norske statsrenter. I begynnelsen av mai var det en betydelig renteoppgang i europeiske statsobligasjoner. På to dager (6. og 7. mai) steg renten på NGB 03/2025 med 22 basispunkter. I resten av mai kom rentene noe ned igjen, både i Norge og internasjonalt. I begynnelsen av juni var det igjen en periode med renteoppgang. De siste ukene av juni var preget av situasjonen i Hellas. Optimisme om en løsning mellom Hellas og kreditorene førte først til renteoppgang i trygge europeiske statsrenter, og norske statsrenter fulgte med. De siste dagene i juni snudde imidlertid optimismen og både europeiske og norske renter falt.

10-års tysk statsrente har steget nærmere 60 basispunkter siden utgangen av første kvartal, mens tysk 2-års statsrente er tilnærmet uendret. Renteoppgangen i april og mai var noe mindre i Norge sammenlignet med europeiske renter, og rentedifferansen mot både Tyskland og Sverige falt. I juni har imidlertid rentedifferansen økt, se figur 1.6. Rentedifferansen mot Tyskland i 10-årssegmentet (målt ved differansen mellom NGB 03/2025 og Bund 02/2025), var ved utgangen av andre kvartal på 109 basispunkter, mot 123 basispunkter ved utgangen av første kvartal. I andre kvartal har differansen ligget i intervallet 80-136 basispunkter. Gjennomsnittet hittil i år er på 107 basispunkter. Rentedifferansen mot Storbritannia og USA er lite endret i løpet av andre kvartal.

Differansen mellom statsrentene og swaprentene økte betydelig i andre kvartal, se figur 1.7. På det meste var differansen minus 63 basispunkter i 10-årssegmentet (syntetisk norsk statsrente mot 10-års swaprente). Ved utgangen av andre kvartal var differansen på minus 57 basispunkter, mot minus 41 basispunkter ved utgangen av første kvartal. Differansen mellom statsrentene og swaprentene har vært høyere i år enn den var i fjor, med et gjennomsnitt hittil i år på minus 45 basispunkter mot et gjennomsnitt på minus 29 basispunkter i 2014.

## Auksjoner av statsobligasjoner

I andre kvartal ble det gjennomført fem auksjoner i statsobligasjoner. Alle auksjonene var utvidelser av eksisterende obligasjonslån. Det har vært særlig etterspørsel i 5-årssegmentet dette kvartalet og det ble holdt to auksjoner av NGB 05/2019 og en auksjon av NGB 05/2021. I tillegg ble det gjort to utvidelser av

<sup>1</sup> Obligasjoner navngis «NGB mm/åååå» der måned og år henviser til forfallsdato. Vekseler navngis «NTB mm/åååå».

## Totalt utestående per 30. juni 2015

### Obligasjoner

321,737 milliarder kroner, hvorav 48 milliarder i statens egenbeholdning

### Veksler

96 milliarder kroner, hvorav 32 milliarder i statens egenbeholdning

## Opplåning hittil i år

### Obligasjoner

30 milliarder kroner til markedet, i tillegg 8 milliarder kroner til statens egenbeholdning

### Veksler

37 milliarder kroner til markedet, i tillegg 24 milliarder kroner til statens egenbeholdning

## Auksjoner i 2. kvartal

### Obligasjoner

22. april

NGB 03/2025 3 milliarder

12. mai

NGB 05/2019 4 milliarder

27. mai

NGB 05/2021 3 milliarder

10. juni

NGB 03/2025 2 milliarder

24. juni

NGB 05/2019 2 milliarder

### Veksler

13. april

NTB 03/2016 5 milliarder

11. mai

NTB 03/2016 4 milliarder

15. juni

NTB 06/2016 8 milliarder, i tillegg 8 milliarder til statens egenbeholdning

29. juni

NTB 06/2016 5 milliarder

årets nye 10-årslån NGB 03/2025.

I gjennomsnitt var tildelingsrenten i auksjonene 3 basispunkter høyere enn samtidig salgsrente i annenhåndsmarkedet (rente kl. 11 på Oslo Børs), med en variasjon fra 2 basispunkter lavere enn samtidig salgsrente til 9 basispunkter over samtidig salgsrente. Gjennomsnittet for årene 2004-2014 var 5 basispunkter. Gjennomsnittlig etterspørselsindikator (tegningsrate) var 2,3. Gjennomsnittet for årene 2004-2014 var 2,6, se figur 2.1.

Det var tegn til noe mer varierende auksjonsresultater i andre kvartal sammenlignet med fjoråret og første kvartal i år, men variasjonene var ikke spesielt store i et 10-års perspektiv. Det var relativt lav etterspørsel i to av auksjonene (12. mai og 10. juni). Resultatet ble preget av at internasjonale obligasjonsmarkeder var spesielt urolige både i dagene før og på selve auksjonsdagene. I den andre auksjonen i mai var det imidlertid svært god etterspørsel.

Det var publisert et planlagt emisjonsvolum på 14-18 milliarder kroner for andre kvartal. Det ble emittert for 14 milliarder kroner til markedet. Det ble emittert i nedre del av intervallet på grunn av etterspørselsforholdene.

## Tilbakekjøp av NGB 05/2015

I låneprogrammet for 2015 var det planlagt en tilbakekjøpsauksjon i andre kvartal (13. april). Denne auksjonen ble varslet avlyst i informasjonskrivet for 2. kvartal.

## Auksjoner av statskasseveksler

Det ble i andre kvartal holdt fire auksjoner av statskasseveksler. De to første auksjonene var utvidelser av NTB 03/2016. I juni ble det emittert en ny 12-måneders veksler (NTB 06/2016) med oppgjør på IMM-datoen. Dette lånet ble utvidet i slutten av juni.

I gjennomsnitt var tildelingsrenten i auksjonene 8 basispunkter høyere enn samtidig salgsrente i annenhåndsmarkedet (rente kl. 11 på Oslo Børs), mens gjennomsnittet for årene 2004-2014 var 13 basispunkter. Gjennomsnittlig etterspørselsindikator (tegningsrate) var 2,3, mot et gjennomsnitt på 2,6 for årene 2004-2014.

Det var publisert et planlagt emisjonsvolum på 20-24 milliarder kroner i første kvartal. Det ble emittert for 22 milliarder kroner til markedet.

## Omsetning statspapirer

I andre kvartal var gjennomsnittlig registrert dagsomsetning på Oslo Børs<sup>2</sup> i obligasjonslånene samlet på 2 milliarder kroner. Til sammenligning var gjennomsnittlig dagsomsetning i 2014 på om lag 1 milliard kroner.

Omsetningen i obligasjoner var noe lavere i andre kvartal enn i første kvartal. Det var lav omsetning i ukene omkring påske. I

<sup>2</sup> All omsetning i norske statspapirer der en eller begge parter er medlem på Oslo Børs.

## Forfall i 2. kvartal

### Obligasjoner

15. mai

NGB 05/2015 59,919 milliarder kroner, hvorav 8 milliarder var statens egenbeholdning

### Veksler

17. juni

NTB 06/2015 24 milliarder kroner, hvorav 8 milliarder var statens egenbeholdning

## Planlagt opplåning i markedet for 2015

### Obligasjoner

48-52 milliarder kroner

### Veksler

Opp til 70 milliarder kroner

## Opplåningsintervall 3. kvartal

### Obligasjoner

5-10 milliarder kroner

### Veksler

10-14 milliarder kroner

## Auksjonsdatoer 3. kvartal

### Obligasjoner

26. august  
9. september

### Veksler

24. august  
14. september

## Forfall i 3. kvartal

### Veksler

16. september

NTB 09/2015 27 milliarder kroner, hvorav 8 milliarder er statens egenbeholdning

slutten av april og tidlig i mai var det flere uker med høy omsetning, spesielt i de kortere obligasjonslånene, se figur 3.1. Dette har trolig sammenheng med rebalanseringer i forbindelse med forfall 15. mai av NGB 05/2015. Lånene som var mest omsatt i første halvdel av andre kvartal, var NGB 05/2015, NGB 05/2017 og NGB 05/2019. Etter forfallet av NGB 05/2015 var NGB 05/2021 og NGB 03/2024 de mest omsatte lånene. De siste ukene av kvartalet var det lav omsetning.

I første kvartal var gjennomsnittlig registrert dagsomsetning i vekslene på Oslo Børs samlet på om lag 0,6 milliarder kroner. Det er på linje med gjennomsnittlig dagsomsetning i 2014, men en del lavere enn gjennomsnittet i 2013 (om lag 1,5 milliarder). Dette har sammenheng med høyere omsetning i statskasseveksler i årene da bytteordningen eksisterte. Bytteordningen ble avsluttet i juni 2014. Det meste av omsetningen har vært i de to korteste veksellånene.

Staten har en egenbeholdning av statspapirer for å kunne gjøre gjenkjøpsavtaler med primærhandlerne. Gjenkjøpsadgangen er 8 milliarder kroner per lån fordelt likt på primærhandlerne. Utnyttelsen var størst i vekslene. Gjennomsnittlig daglig utnyttelse var på om lag 20 prosent av gjenkjøpsadgangen, se figur 3.6. Gjennomsnittlig daglig utnyttelse i obligasjonene var på om lag 3 prosent av gjenkjøpsadgangen, se figur 3.5.

## Eierfordeling statspapirer

Ved utgangen av andre kvartal eide utenlandske investorer om lag 62 prosent av norske statsobligasjoner, se figur 4.1. Prosentandelen er en del høyere enn ved utgangen til første kvartal. Bankene har redusert sin andel fra 15 prosent ved utgangen av første kvartal til 11 prosent ved utgangen av andre kvartal. Andelen fordelt på andre motparter er lite endret i andre kvartal. Staten eier selv 8 milliarder kroner i hver obligasjon til bruk i gjenkjøpsavtaler med primærhandlerne. Egenbeholdningen inngår i stats- og trygdeforvaltningen.

Utestående volum i obligasjoner ble redusert med nesten 46 milliarder kroner i andre kvartal. Lavere utestående volum skyldes forfallet av NGB 05/2015. Alle sektorer har fått redusert sine beholdninger av norske statsobligasjoner, se figur 4.3. Bankene har fått redusert sine beholdninger mest, med 18 milliarder kroner. Utenlandske investorer har redusert sine beholdninger med 12 milliarder kroner, det er relativt lite i forhold til det samlede volumet utenlandske investorer eier. Utenlandske investorer eide store beholdninger av NGB 05/2015 ved inngangen til året, om lag 67 prosent av utestående. I løpet av året reduserte de sine beholdninger, og ved forfall eide de 39 prosent av utestående. Norske bankers beholdning av NGB 05/2015 har økt gjennom året, fra 11 prosent ved inngangen til året, til 38 prosent ved forfall. Utenlandske investorer har økt sine beholdninger i andre obligasjoner, spesielt NGB 05/2019 og NGB 05/2021. Dette førte til at utlendingers andel av norske obligasjoner økte ved forfallet, mens norske bankers totale andel falt.

Utenlandske investorer eier 20 prosent av norske veksler. Store norske eiere av veksler er livsforsikring og pensjonskasser og banker, med 21 prosent hver. Staten eier selv 8 milliarder kroner i hver veksel til bruk i gjenkjøpsavtaler med primærhandlerne. Egenbeholdningen inngår i stats- og trygdeforvaltningen.

## Rentebytteavtaler

---

Det ble i andre kvartal 2015 ikke inngått nye rentebytteavtaler. Det forfalt 9 avtaler med et samlet volum på 3 650 millioner kroner.

## Renterisiko

---

Porteføljen av statskasseveksler og statsobligasjoner hadde ved utgangen av andre kvartal 2015 en rentebindingstid<sup>3</sup> på 4,36 år. Porteføljen av rentebytteavtaler hadde på samme tid en rentebindingstid på 2,93 år. Dette reduserte rentebindingstiden for låneporteføljen (statsgjelden inkl. rentebytteavtaler) til 3,66 år, se figur 6.2. Rentebindingstiden for låneporteføljen er 0,41 år lenger enn ved utgangen av første kvartal, hovedsakelig som følge av forfall av NGB 05/2015 den 15. mai. Finansdepartementet har satt et minimumsnivå for rentebindingen til 2,5 år.

Rentebindingstiden sammenfatter hele forfallsprofilen til låneporteføljen i et tall og inneholder ikke informasjon om den absolutte størrelsen eller den tidsmessige spredningen på statsgjeldsporteføljens renteeksponering. Svært ulike porteføljer kan ha den samme rentebindingen.

Figur 7.3 viser forfallsstrukturen for statens portefølje av statskasseveksler og statsobligasjoner. Som figuren viser, har staten en relativt god spredning på sin renteeksponering ut til 10 år.

## Refinansieringsrisiko

---

I følge mandatet gitt av Finansdepartementet skal lånestrategien utformes med sikte på at mindre enn 25 prosent av utestående statsobligasjoner kan forfalle hvert år. Figur 7.1 viser fremtidig forfall av hovedstol i prosent av nominelt utestående volum av statsobligasjoner ved utgangen av andre kvartal 2015. Den viser at i overkant av 20 prosent av utestående volum i statsobligasjoner vil forfalle i 2017, 2019 og 2021. Det er ingen forfall av statsobligasjoner i 2016.

Som et kvantitativt mål på refinansieringsrisikoen kan ulike indikatorer benyttes. Vi ser på forfallsprofil, kortsiktig refinansieringsomfang og rentebindingstid. De enkelte indikatorene bør ikke ses isolert. Figur 7.4 viser utviklingen i refinansieringsomfanget over tid og viser at det kortsiktige refinansieringsomfanget har vært stabilt det siste året. Forfall av hovedstol og kuponger har en god spredning over de kommende ti år og rentebindingstiden har vært stabil de siste årene.

## Kredittrisiko


---

Statens portefølje av rentebytteavtaler besto ved utgangen av andre kvartal 2015 av 320 avtaler med en samlet hovedstol på 112,2 milliarder kroner. 7 prosent av rentebytteavtalenes hovedstol var inngått med motparter med kredittvurdering på A- eller lavere ved utgangen av andre kvartal 2015, se figur 8.2.

Kreditteksponeringen blir begrenset av at motpartene må stille

---

<sup>3</sup> Se definisjoner.



sikkerhet i form av kontanter dersom markedsverdien av inngåtte rentebytteavtaler er positiv, utover en gitt terskelverdi, i statens favør. Grensen for når sikkerhet må stilles reduseres gradvis med fallende kredittvurdering. Det beregnes sikkerheter to ganger i måneden. Mens 36 prosent av markedsverdien i favør av staten var mot motparter med en kredittvurdering på A- eller lavere ved utgangen av første kvartal, var denne andelen 8 prosent ved utgangen av andre kvartal, se figur 8.2. Nedgangen skyldes høyere kredittvurdering av motpartene i rentebytteavtalene.

Ved utgangen av andre kvartal 2015 hadde statens portefølje av rentebytteavtaler en samlet markedsverdi på 10,6 milliarder kroner i statens favør. Stille sikkerheter reduserer kreditteksponeringen til 0,7 milliarder kroner. Utviklingen siden årsskiftet er vist i figur 8.1.

Staten har inngått rammeavtaler med i alt 18 motparter. Ved utgangen av andre kvartal 2015 hadde staten aktive rentebytteavtaler med 13 av disse motpartene. Ved å inngå rentebytteavtaler med flere motparter spres kreditteksponeringen. Ved utgangen av andre kvartal sto tre motparter for 80 prosent av samlet hovedstol. Kreditteksponeringen mot disse motpartene var imidlertid bare 21 prosent av samlet kreditteksponering.

# Statsgjelden

## Utestående gjeld per 30. juni 2015

	ISIN	Børsid.	Lånets datering	Forfallsdato	Kupong	Utestående volum, NOK Mill.	Herav statens egenbeholdning
<i>Obligasjoner</i>							
NGB 05/2017	NO 0010313356	NST 472	19.05.2006	19.05.2017	4,25	65 737	8 000
NGB 05/2019	NO 0010429913	NST 473	22.05.2008	22.05.2019	4,50	67 000	8 000
NGB 05/2021	NO 0010572878	NST 474	25.05.2010	25.05.2021	3,75	71 000	8 000
NGB 05/2023	NO 0010646813	NST 475	24.05.2012	24.05.2023	2,00	50 000	8 000
NGB 03/2024	NO 0010705536	NST 476	14.03.2014	14.03.2024	3,00	45 000	8 000
NGB 03/2025	NO 0010732555	NST 477	13.03.2015	13.03.2025	1,75	23 000	8 000
<b>Samlet</b>						<b>321 737</b>	<b>48 000</b>
<i>Veksler</i>							
NTB 09/2015	NO 0010719958	NST 28	17.09.2014	16.09.2015	0	27 000	8 000
NTB 12/2015	NO 0010727688	NST 29	17.12.2014	16.12.2015	0	23 000	8 000
NTB 03/2016	NO 0010732787	NST 30	18.03.2015	16.03.2016	0	25 000	8 000
NTB 06/2016	NO 0010740327	NST 31	17.06.2015	15.06.2016	0	21 000*	8 000
<b>Samlet</b>						<b>96 000</b>	<b>32 000</b>
<b>Obligasjoner og veksler samlet</b>						<b>417 737</b>	<b>80 000</b>

\* Inkluderer vekselauksjonen i NTB 06/2016 på 5 milliarder kroner holdt 29. juni med oppgjørsdag 1. juli.

## Auksjoner i 2. kvartal

Auksjons-dato	Lån	Volum tildelt markedet (NOK mill.)	Totalt budvolum (NOK mill.)	Effektiv rente	Kurs	Tegningsrate	Avvik samtidig salgsrente <sup>1</sup> (basispunkter)
<i>Statsobligasjoner</i>							
22.04.2015	NGB 03/2025	3 000	7 861	1,40	103,20	2,62	0
12.05.2015	NGB 05/2019	4 000	5 466	1,13	113,18	1,37	9
27.05.2015	NGB 05/2021	3 000	9 330	1,23	114,48	3,11	-2
10.06.2015	NGB 03/2025	2 000	3 411	1,86	99,01	1,71	8
24.06.2015	NGB 05/2019	2 000	5 670	1,00	113,34	2,84	2
	Sum:	14 000		Gjennomsnitt i 2. kvartal 2015:		2,33	3
<i>Statskasseveksler</i>							
13.04.2015	NTB 03/2016	5 000	14 640	0,89	99,1900	2,93	5
11.05.2015	NTB 03/2016	4 000	9 290	0,89	99,2510	2,32	2
15.06.2015	NTB 06/2016	8 000	17 553	0,86	99,1500	2,19	-
29.06.2015	NTB 06/2016	5 000	8 779	0,95	99,1019	1,76	16
	Sum:	22 000		Gjennomsnitt i 2. kvartal 2015:		2,30	8

<sup>1</sup> Samtidig salgsrente (ask-rente) er renten på Oslo Børs kl. 11

## Tilbakekjøp av NGB 05/2015 i 2. kvartal

Auksjons-dato	Børsid.	Tilbakekjøpt volum (NOK mill.)	Høyeste aksepterte kurs	Laveste aksepterte rente	Veid gjennomsnittlig rente
Det er ikke gjort tilbakekjøp av NGB 05/2015 i 2. kvartal.					

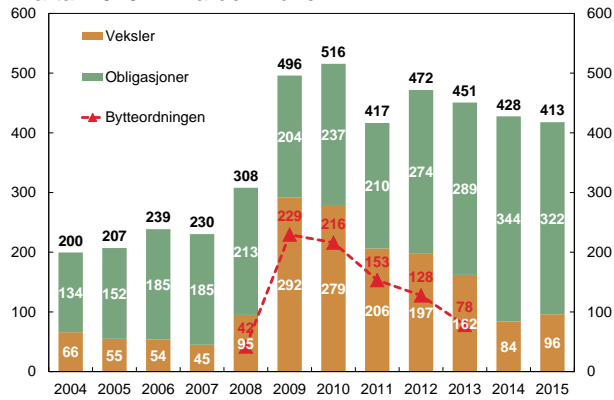
## Inngåtte rentebytteavtaler i 2. kvartal

Avtalenummer	Motpart	Opptak	Forfall	Volum
Det er ikke inngått nye rentebytteavtaler i 2. kvartal.				

# 1. Markedsoppdatering

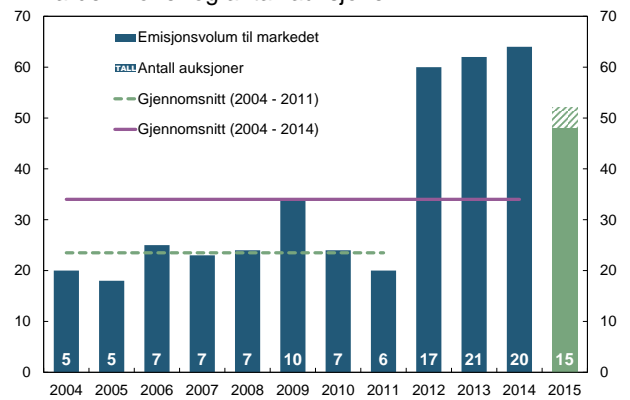
**Figur 1.1: Utestående statsgjeld**

Ved utgangen av året for 2004 – 2014. Ved utgangen av 2. kvartal 2015. Milliarder kroner



**Figur 1.2: Emisjonsvolum av obligasjoner**

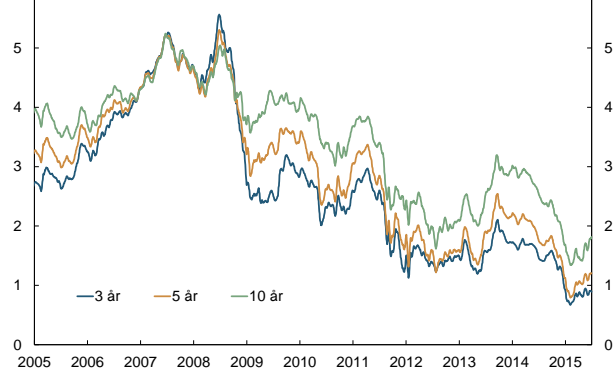
Til markedet. Faktisk 2004 – 2014. Planlagt 2015. Milliarder kroner og antall auksjoner



**Figur 1.3: Norsk syntetisk 3-, 5- og 10-års statsrente**

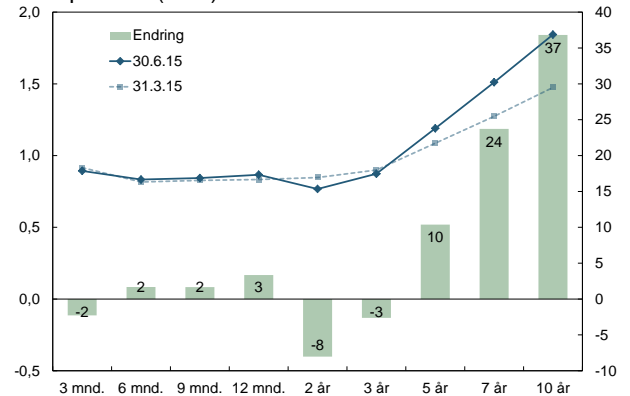
10-dagers bevegelig gjennomsnitt.

2. januar 2005 – 30. juni 2015. Prosent



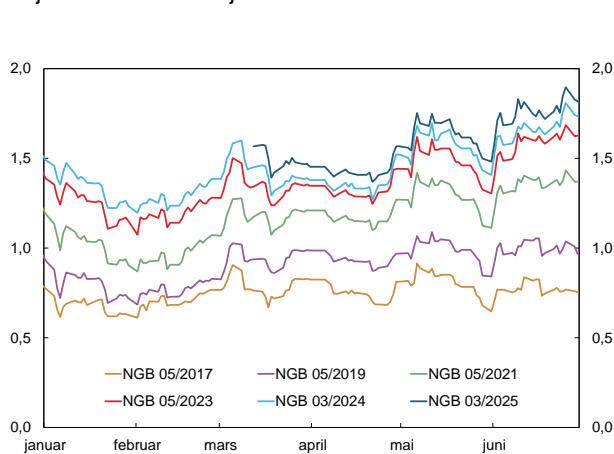
**Figur 1.4: Den norske statsrentekurven**

Syntetiske statsrenter i prosent (v. a.). Endring i basispunkter (h. a.)



**Figur 1.5: Renter på norske statsobligasjoner**

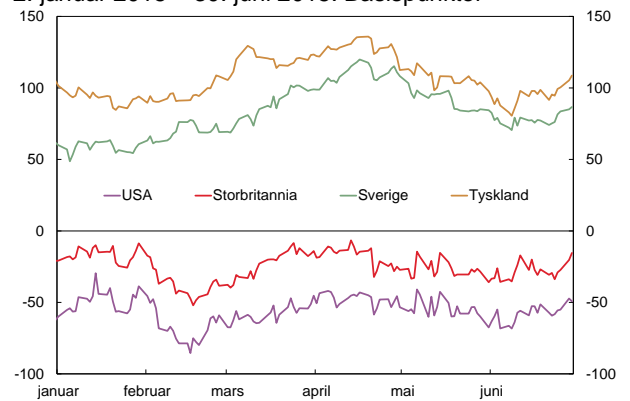
2. januar 2015 – 30. juni 2015. Prosent



**Figur 1.6: Rentedifferanse mellom Norge og utvalgte land**

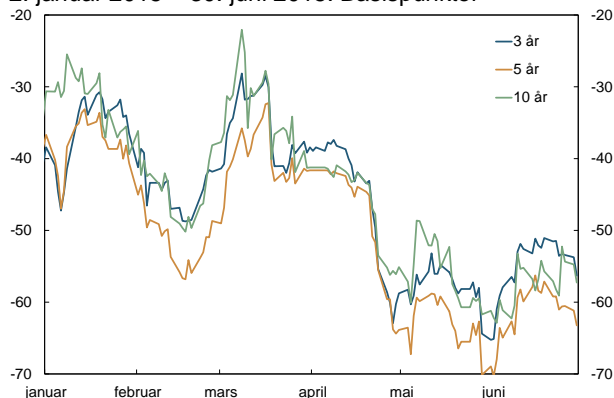
10-års statsrente.

2. januar 2015 – 30. juni 2015. Basispunkter

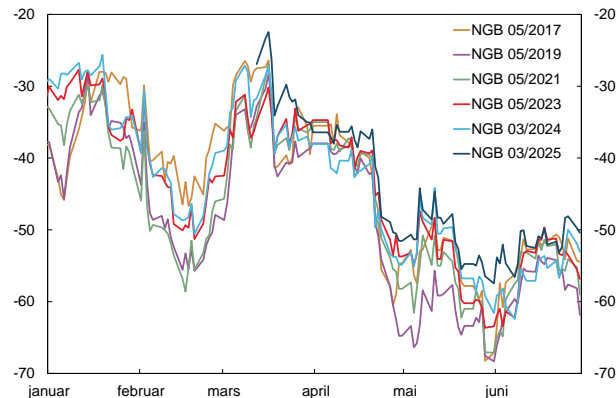




**Figur 1.7: Differanse mellom stats- og swaprente**  
Statsrenter minus swaprenter. Syntetiske statsrenter.  
2. januar 2015 – 30. juni 2015. Basispunkter

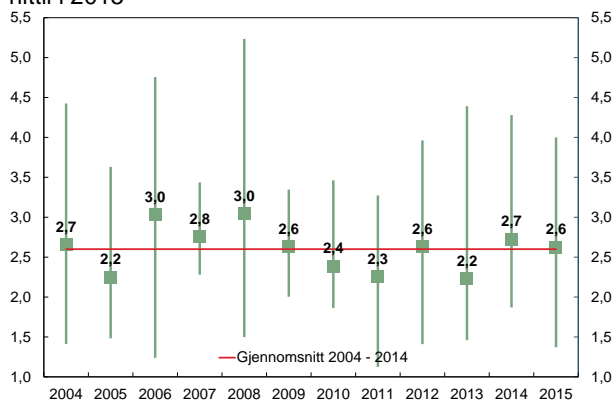


**Figur 1.8: Assetswapsread for statsobligasjonene**  
2. januar 2015 – 30. juni 2015. Basispunkter

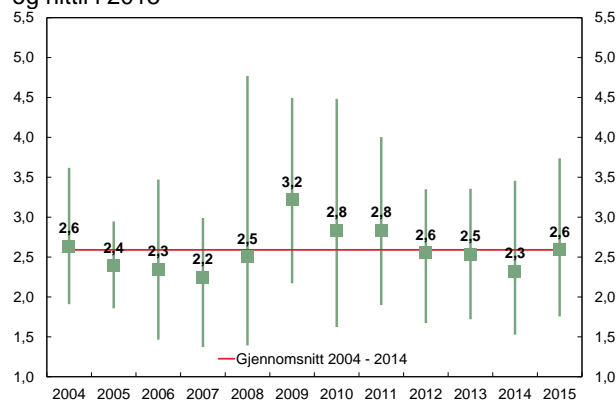


## 2. Auksjoner

**Figur 2.1: Etterspørselsindikator obligasjonsauksjoner**  
Gjennomsnitt og utfallsrom per år for årene 2004 – 2014 og hittil i 2015

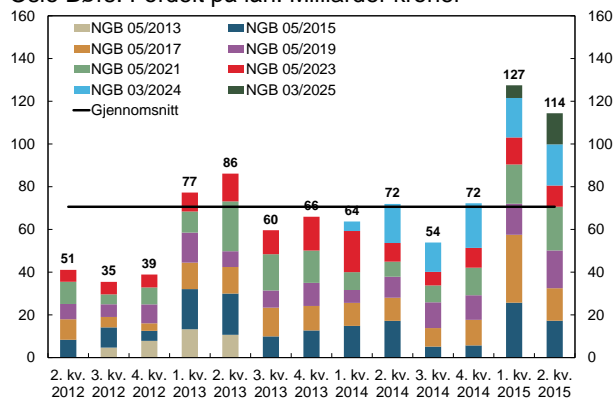


**Figur 2.2: Etterspørselsindikator vekselauksjoner**  
Gjennomsnitt og utfallsrom per år for årene 2004 – 2014 og hittil i 2015

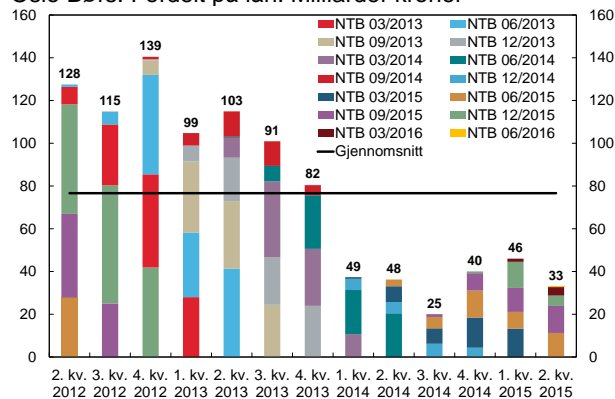


## 3. Omsetning

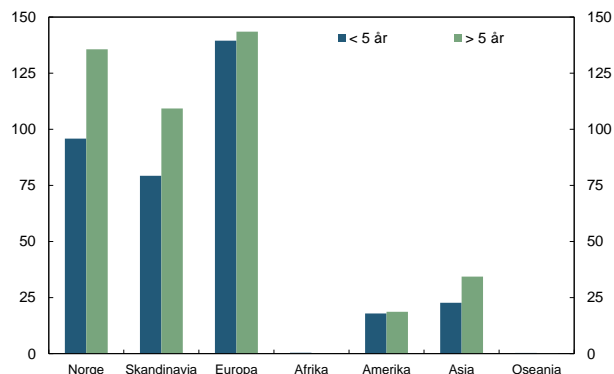
**Figur 3.1: Kvartalsvis omsetning av obligasjoner**  
Oslo Børs. Fordelt på lån. Milliarder kroner



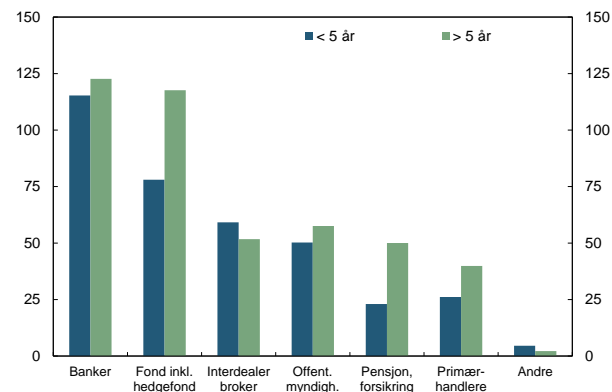
**Figur 3.2: Kvartalsvis omsetning av vekslar**  
Oslo Børs. Fordelt på lån. Milliarder kroner



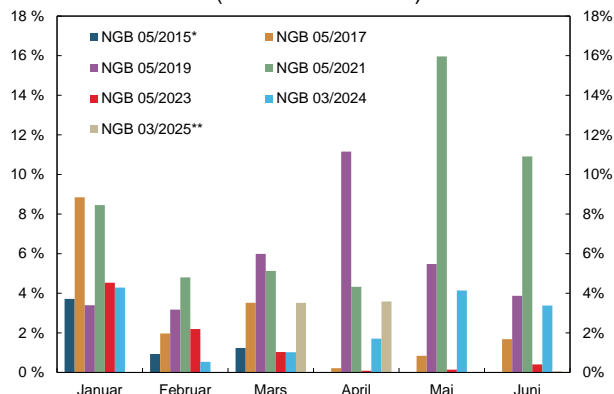
**Figur 3.3: Brutto omsetning fordelt på regioner**  
Statsobligasjoner. Rapportert av primærhandlere. Fordelt på obligasjoner med gjenstående løpetid under og over 5 år. Milliarder kroner. Januar 2013 – mars 2015



**Figur 3.4: Brutto omsetning fordelt på motparter**  
Statsobligasjoner. Rapportert av primærhandlere. Fordelt på obligasjoner med gjenstående løpetid under og over 5 år. Milliarder kroner. Januar 2013 – mars 2015

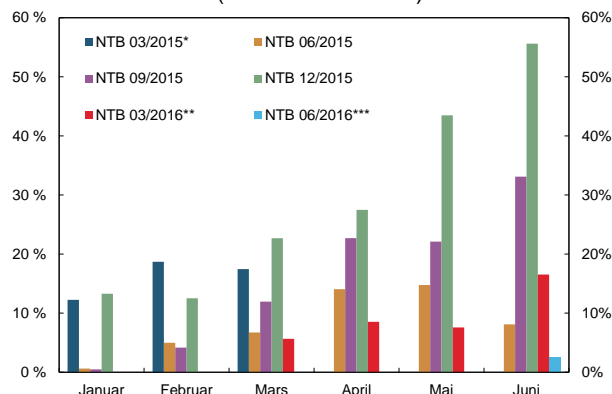


**Figur 3.5: Gjengkjøpsavtaler med Norges Bank**  
Obligasjoner. Gjennomsnittlig prosentvis utnyttelse av rammen i hvert lån (8 milliarder kroner). Hittil i 2015



Lån merket med stjerne har ikke vært tilgjengelige for gjenkjøp hele perioden:  
\* NGB 05/2015 forfalt 15. mai.  
\*\* NGB 03/2025 ble utstedt første gang 13. mars (oppgjørsdag).

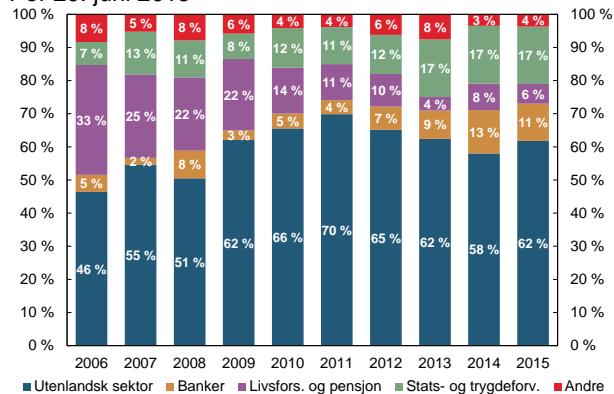
**Figur 3.6: Gjengkjøpsavtaler med Norges Bank**  
Veksler. Gjennomsnittlig prosentvis utnyttelse av rammen i hvert lån (8 milliarder kroner). Hittil i 2015



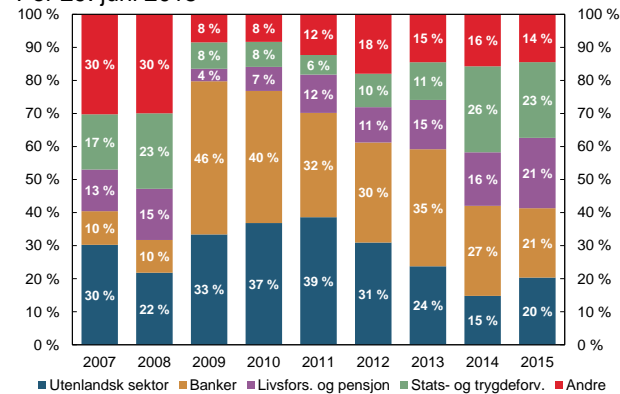
Lån merket med stjerne har ikke vært tilgjengelige for gjenkjøp hele perioden:  
\* NTB 03/2015 forfalt 18. mars.  
\*\* NTB 03/2016 ble utstedt første gang 18. mars (oppgjørsdag).  
\*\*\* NTB 06/2016 ble utstedt første gang 17. juni (oppgjørsdag).

## 4. Eierfordeling

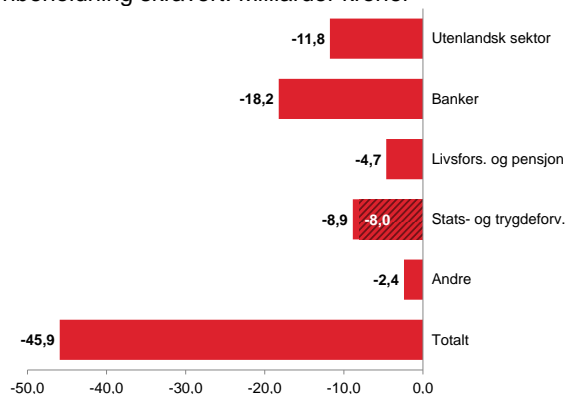
**Figur 4.1: Eierfordeling obligasjoner**  
Ved inngangen til desember for 2006 – 2014. Per 29. juni 2015



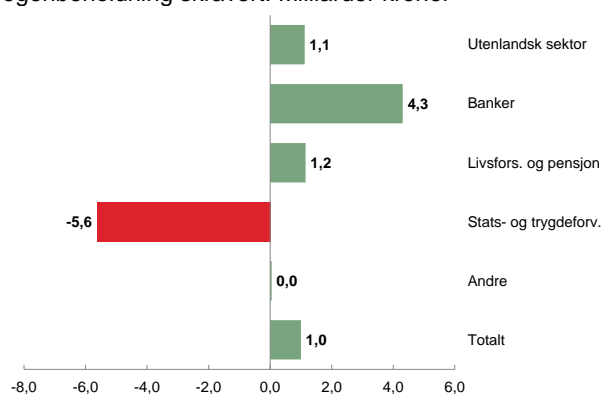
**Figur 4.2: Eierfordeling veksler**  
Ved inngangen til desember for 2007 – 2014. Per 29. juni 2015



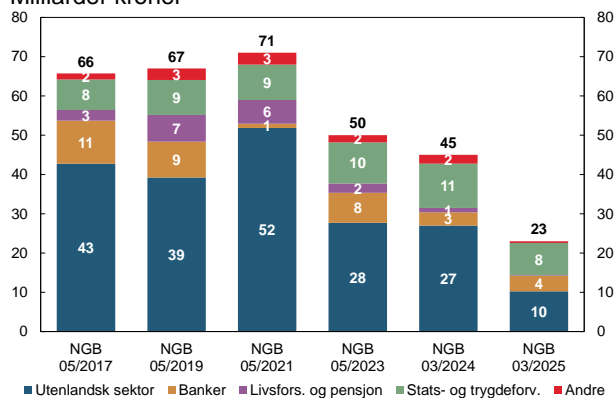
**Figur 4.3: Endring i eierfordeling obligasjoner**  
30. mars 2015 – 29. juni 2015. Endring i statens egenbeholdning skravert. Milliarder kroner



**Figur 4.4: Endring i eierfordeling vekslar**  
30. mars 2015 – 29. juni 2015. Endring i statens egenbeholdning skravert. Milliarder kroner

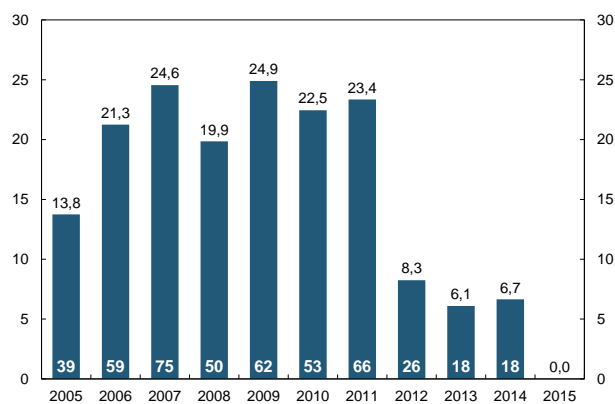


**Figur 4.5: Eierfordeling obligasjoner fordelt på lån**  
Inkludert statens egenbeholdning. Per 29. juni 2015. Milliarder kroner

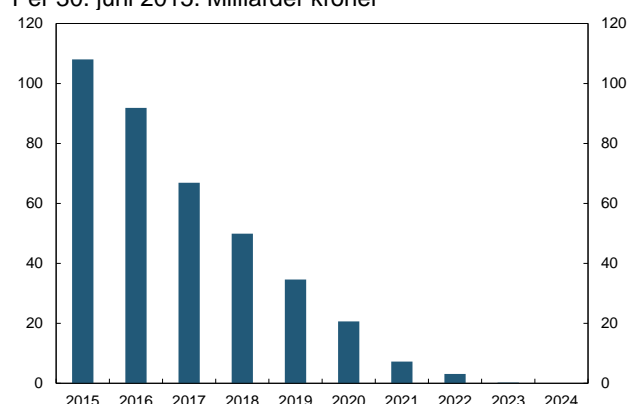


## 5. Rentebytteavtaler

**Figur 5.1: Volum og antall inngåtte rentebytteavtaler**  
2005 – 2015. Milliarder kroner



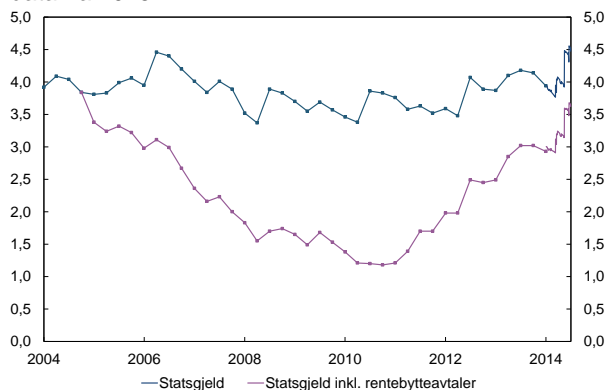
**Figur 5.2: Gjenstående hovedstol ved utgangen av året for rentebytteavtalene**  
Per 30. juni 2015. Milliarder kroner



## 6. Renterisiko<sup>4</sup>

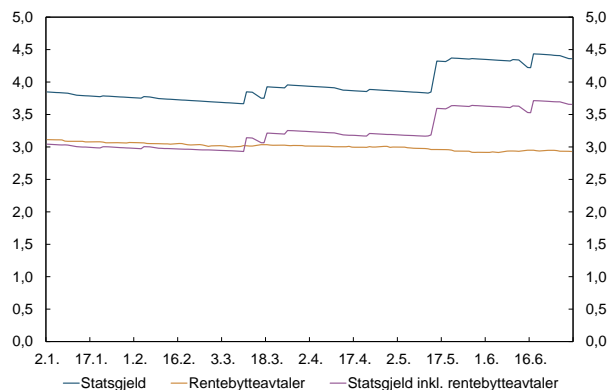
**Figur 6.1: Løpetid<sup>5</sup>**

Låneporteføljen. Kvartalsvise data 2004 – 2014. Daglige data fra 2015



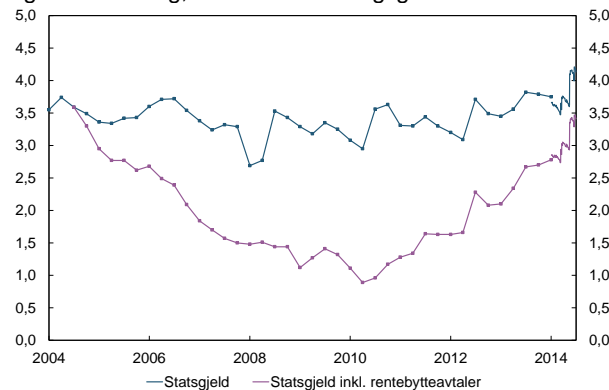
**Figur 6.2: Rentebindingstid<sup>6</sup>**

Låneporteføljen



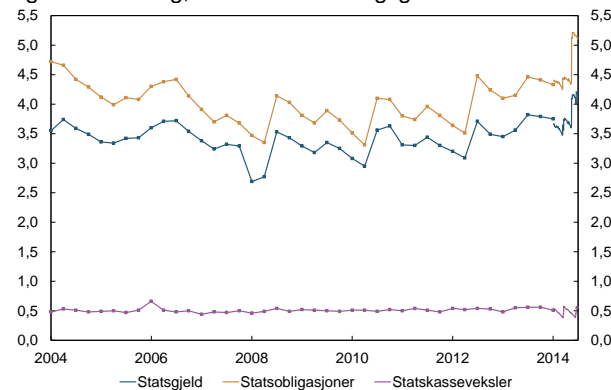
**Figur 6.3: Modifisert durasjon**

Låneporteføljen. Kvartalsvise data, ekskl. statens egenbeholdning, 2004 – 2014. Daglige data fra 2015



**Figur 6.4: Modifisert durasjon**

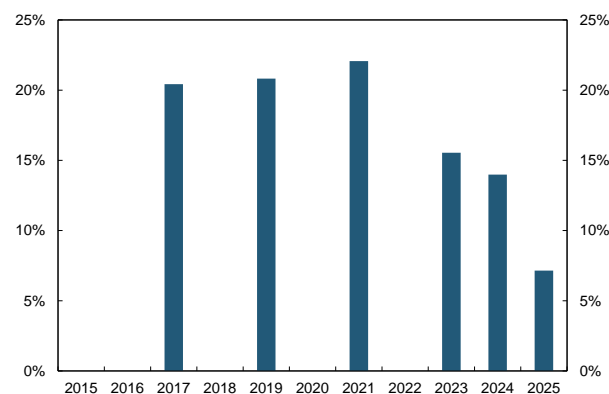
Statspapirer. Kvartalsvise data, ekskl. statens egenbeholdning, 2004 – 2014. Daglige data fra 2015



## 7. Refinansieringsrisiko<sup>4</sup>

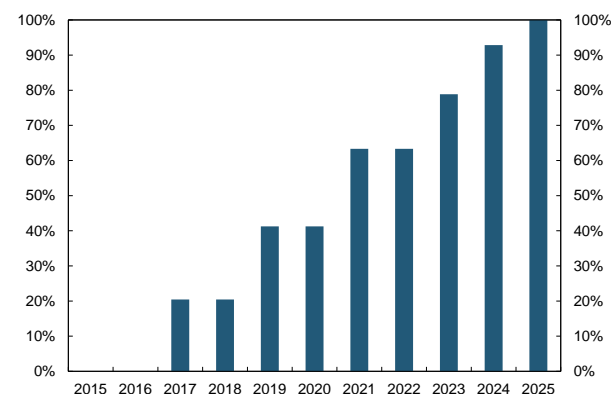
**Figur 7.1: Forfallsprofil**

Forfall per år i % av totalt utestående volum per 30. juni 2015, statsobligasjoner



**Figur 7.2: Forfallsprofil**

Akkumulert forfall i % av totalt utestående volum per 30. juni 2015, statsobligasjoner

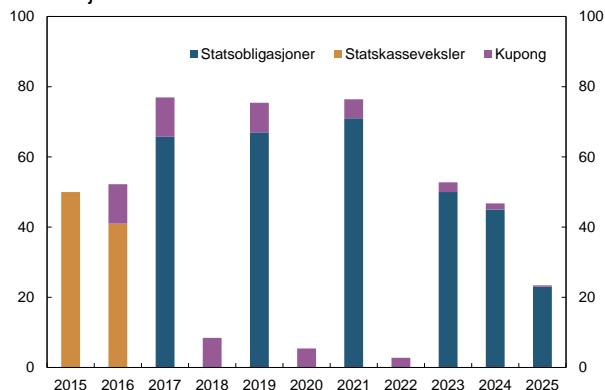


<sup>4</sup> Figurene inkluderer ikke planlagt opplåning. Dersom ikke annet er nevnt, er statens egenbeholdning inkludert i figurene. Volum av vekslers i bytteordningen (november 2008 – juni 2014) er ikke medregnet.

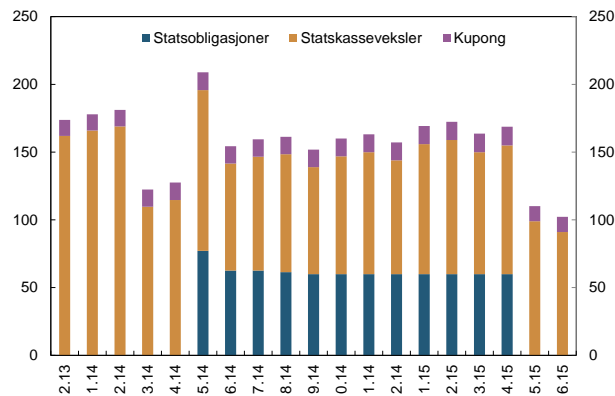
<sup>5</sup> Tid til forfall av hovedstol, se definisjoner for ytterligere opplysninger.

<sup>6</sup> Durasjonsberegning gitt effektiv rente på null, se definisjoner for ytterligere opplysninger.

**Figur 7.3: Forfallsprofil**  
Forfall av hovedstol og kupong per år.  
Per 30. juni 2015. Milliarder kroner

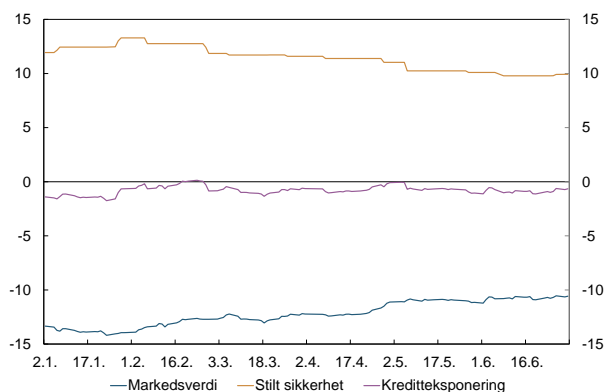


**Figur 7.4: Kortsiktig refinansieringsomfang.**  
12 måneders rullerende vindu. Milliarder kroner

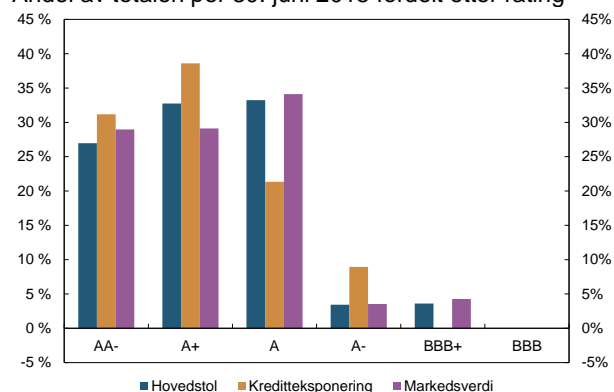


## 8. Kreditrisiko rentebytteavtaler<sup>7</sup>

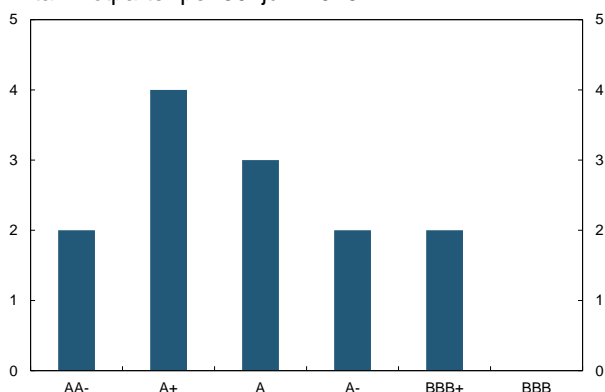
**Figur 8.1: Kreditteksponering**  
Milliarder kroner



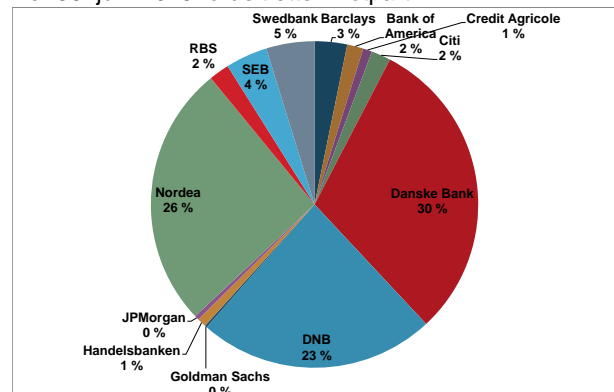
**Figur 8.2: Hovedstol, kreditteksponering og markedsverdi rentebytteavtaler**  
Andel av totalen per 30. juni 2015 fordelt etter rating



**Figur 8.3: Kredittvurdering**  
Antall motparter per 30. juni 2015



**Figur 8.4: Hovedstol rentebytteavtaler**  
Per 30. juni 2015 fordelt etter motpart



<sup>7</sup> Figurene inkluderer ikke planlagt oppløsing.

# Mandat

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. Departementet skal årlig fastsette en øvre grense for brutto opplåning og minstekrav til rentebinding. Innenfor disse rammene skal Norges Bank fastsette et årlig program for opplåning fordelt på veksler og obligasjoner med en kalender for utstedelser. Banken skal fastsette prinsipper for måling og styring av motparteksponering og operasjonell risiko. 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 2015 fastsatt av Finansdepartementet

	Beskrivelse	Grense	Faktisk per 30. juni 2015	Mandat
Langsiktige lån	Maksimalt opptak av nye langsiktige lån (statsobligasjoner).	100 mrd. kroner	38 mrd. kroner	§ 3-2
Kortsiktige markedslån	Maksimalt utestående i kortsiktige markedslån (statskasseveksler).	125 mrd. kroner	96 mrd. kroner	§ 3-2
Rentebinding	Minimumsnivået for rentebindingen på statsgjelden inklusive rentebytteavtaler.	> 2,5 år	3,66	§ 3-2
Statens konto	Minimumsnivå på statens konto i Norges Bank.	35 mrd. kroner	Nivået har vært høyere enn minimumsnivået gjennom hele 2. kvartal	§ 2-2 (3)

## Mandat for forvaltning av statsgjeld

	Beskrivelse	Grense	Faktisk per 30. juni 2015	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 %	34,9 %	§ 3-5

## Primærhandlere i norske statspapirer

Meglerforetak	Børsid	Kontaktperson	Telefon
<i>Statsobligasjoner og statskasseveksler</i>			
Danske Bank	DDB	Leif Inge Christensen	+ 47 22 86 13 18
DNB	DNM	Terje Monsen	+ 47 24 16 90 59
Nordea	ND	Lars Even Klepsland (obligasjoner) Pål Martinsen (veksler)	+ 47 22 48 77 33 + 47 22 48 78 90
Skandinaviska Enskilda Banken	SEB	Michael Kofoed	+ 47 22 82 72 63

# Risiko

Det overordnede målet med forvaltningen av låneporteføljen er å dekke statens lånebehov til lavest mulig kostnad, samtidig skal det tas hensyn til risikoen staten utsettes for.

## Renterisiko

Renterisiko er risikoen for tap eller gevinst som følge av endringer i markedsrentene. Utstedelse av lange fastrentepapirer gir kjente nominelle rentebetalinger fremover. Ved et fall i rentenivået vil imidlertid staten ha låst inne en høyere rente enn gjeldende markedsrente.

Staten budsjetterer og fører regnskap etter kontantprinsippet og legger derfor mindre vekt på endringer i markedsverdier som følge av endrede markedsrenter. Staten bruker rentebindingstid som mål på renterisikoen<sup>8</sup>.

Renterisikoen vil over tid påvirkes av en rekke strategiske beslutninger, herunder utstedelses- og tilbakekjøpsstrategien. Ved å benytte rentebytteavtaler kan porteføljens rentebinding endres uavhengig av utstedelser og tilbakekjøp.

## 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. Refinansieringsrisikoen er nært knyttet til renterisikoen.

Refinansieringsrisikoen kan begrenses ved å ha lange lån med god spredning på forfallene slik at andelen av den totale gjelden som forfaller på samme tid, begrenses. I mandatet gitt av Finansdepartementet heter det at lånestrategien skal utformes med sikte på at mindre enn 25 prosent av utestående statsobligasjoner kan forfalle hvert år.

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

Som kvantitative mål på refinansieringsrisikoen har statsgjeldsforvaltningen benyttet tre ulike indikatorer: 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 uakseptabelt høy kortsiktig refinansieringsrisiko.

## Kredittrisiko

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

Staten inngår rentebytteavtaler for å redusere rentebindingen på statens låneportefølje. En rentebytteavtale med en markedsverdi i statens favør eksponerer staten overfor motpartens betalingsevne. Risikoen begrenses ved bruk av sikkerhetsstillelsesavtaler (standardiserte ISDA/CSA-avtaler). 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 utover en viss terskelverdi. Når rentebytteavtalen har en positiv verdi for motparten, stiller ikke staten sikkerhet. Motpartene må ha en tilfredsstillende kredittvurdering hos de største kredittvurderingsselskapene på avtaletidspunktet. Terskelverdien for sikkerhetsstillelse øker med kredittverdigheten.

Kreditteksponering på en enkelt motpart er den samlede markedsverdien i statens favør av alle rentebytteavtaler gjort med en motpart (netting), fratrukket motpartenes sikkerhetsstillelse. 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.

## Likviditetsrisiko

Staten må ha en viss likviditetsreserve slik at betalingsforpliktelser kan møtes til enhver tid. Norges Bank innretter opplåningen av statspapirer i markedet slik at staten til enhver tid har mer enn det bestemte minimumsnivået på sin konsernkonto i sentralbanken. Norges Bank kan ikke yte kreditt til staten gjennom kjøp av statspapirer i førstehåndsmarkedet.

## 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.

Operasjonell risikostyring innebærer å avdekke risikofaktorer som kan føre til tap, og anslå sannsynligheter for og konsekvenser av mulige uønskede hendelser.

---

<sup>8</sup> Se definisjoner

# Definisjoner

## Assetswapspread

Differansen mellom den effektive renten på statsobligasjonen og en obligasjon med samme løpetid og kupong lik den flytende pengemarkedsrenten.

## Basispunkt

Et basispunkt er ett hundredels prosentpoeng (0,01 prosentpoeng). 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.

## Hovedstol

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

## IMM-datoer

Vanlig brukte forfallsdager for standardiserte pengemarkedsprodukter (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 ett prosentpoeng, 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 vektning. 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.

### **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 vektning. 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.

### **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.

### **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 swaprente og statsrente med samme løpetid eller durasjon.

### **Syntetisk rente**

Se interpolert rente.

## **Om tall og beregninger**

### **Kurser og renter fra Oslo Børs**

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

### **Interpolert rente / Syntetisk rente**

Den syntetiske renten er beregnet ved å vekte to 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).