

Strategi og låneprogram for 2016

21. DESEMBER 2015

STRATEGI OG LÅNEPROGRAM
FOR 2016

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

Hovedpunkter for 2016

Statsgjeldsforvaltningen tar i 2016 sikte på å:

- Låne 52-58 milliarder kroner i statsobligasjonsmarkedet, mot 46 milliarder kroner i 2015
- Utstede en ny 10-årig statsobligasjon i første kvartal
- Holde utestående volum av statskasseveksler på om lag samme nivå som i 2015
- Styre mot at den gjennomsnittlige rentebindingstiden på låneporteføljen ikke blir vesentlig lavere enn dagens nivå på om lag 3 ½ år
- Ikke inngå rentebytteavtaler

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. 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. Finansdepartementet fastsetter årlige rammer for forvaltningen, herunder en øvre grense for brutto lånevolum og minstekrav til rentebindingstid på låneporteføljen.

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 vi en langsiktig strategi for forvaltningen. 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 lånebehovet 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.

Låneintervall 2016:

Statsobligasjoner:

52-58 milliarder kroner i statsobligasjoner i markedet

Intervall første kvartal: 17-21 milliarder kroner i markedet

Statskasseveksler:

Opp til 90 milliarder kroner i statskasseveksler i markedet

Intervall første kvartal: 19-23 milliarder kroner i markedet

Staten låner 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

- Statsgjeldsforvaltningen kan bruke rentebytteavtaler for å redusere rentebindingen på statsgjelden sammenliknet med det som følger direkte av strategien der en sprer opplåningen over løpetider fra 0 til 10 år.
- 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 planlagt opplåningsvolum det kommende kvartalet. Vi publiserer også kvartalsvise rapporter om utviklingen i statspapirmarkedet. Statsgjeldsforvaltningen legger dessuten stor vekt på løpende kontakt med markedsaktørene.

Finansdepartementet fastsatte i brev av 21. desember 2015 rammene for 2016. Øvre grense for opptak av nye langsiktige lån ble satt til 75 milliarder kroner. Volum for maksimalt utestående i kortsiktige markedslån (statskasseveksler) ble satt til 125 milliarder kroner. Minimumsnivået for rentebindingen på statsgjelden inklusive rentebytteavtaler 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 2016.

2 Planlagt opplåning i 2016

2.1 Statens lånebehov

I statsbudsjettet for 2016 er anslaget på opplåningen i 2016 om lag 55 milliarder kroner. Statens årlige lånebehov dekkes normalt gjennom opplåning i statsobligasjoner. Låneintervallet for obligasjoner settes til 52-58 milliarder kroner i 2016. Opplåning i statskasseveksler vil normalt dekke forfallet av utestående vekslers slik at utestående i vekselmarkedet holdes om lag på samme nivå over tid. Opp til 90 milliarder kroner vil bli lånt i vekslers i 2016.

Lånebehovet er om lag 55 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 10 milliarder kroner i 2016. Dette er lavere enn tidligere år, noe som skyldes en reduksjon i utlån i kombinasjon med økte tilbakebetalinger under boliglånsordningen i Statens pensjonskasse.

Netto nye utlån fra statsbanker er anslått til 10 milliarder kroner

Staten låner også for å dekke forfallet 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. 30 milliarder kroner av refinansieringen av NGB 05/2017 som forfaller i mai 2017, vil bli gjort i 2016.

Finansielle forfall av NGB 05/2017

I statsbudsjettet er det anslått at det vil bli overført i overkant av 15

milliarder kroner i overskudd og renteinntekter fra Norges Bank til staten i 2016. Normalt vil alle inntekter i statsbudsjettet virke inndragende på likviditeten i pengemarkedet, mens statlige utbetalinger vil være likviditetsøkende. Disse vil utligne hverandre, slik at statsbudsjettet blir likviditetsnøytralt. En overføring fra Norges Bank til staten har derimot ingen likviditetseffekt i markedet. Men bruken av disse pengene vil gjøre at statsbudsjettet blir 15 milliarder kroner likviditetspositivt. Det er et mål at statens transaksjoner over tid ikke skal endre den samlede likviditeten i pengemarkedet. Statsgjeldsforvaltningen vil derfor utligne denne likviditetseffekten ved å låne opp 15 milliarder i 2016.

Tabell 1: Anslag for låneopptak ved inngangen til året, for 2015 og 2016.
Milliarder kroner

	2015	2016
Nye utlån og kapitalinnskudd til statsbankene mv:		
Ekspportkreditt Norge AS	20,0	15,0
Boliglånsordningen i Statens pensjonskasse	20,1	6,2
Husbanken	18,2	16,8
Statens lånekasse for utdanning	23,6	24,3
Innovasjon Norge	41,1	42,9
Andre	2,3	1,4
Brutto lånebehov og kapitalinnskudd til statsbankene mv.	125,3	106,6
Tilbakebetalinger statsbankene:		
Ekspportkreditt Norge AS	11,9	10,2
Boliglånsordningen i Statens pensjonskasse	9,8	17,0
Husbanken	11,0	11,0
Statens lånekasse for utdanning	14,3	14,6
Innovasjon Norge	40,9	42,5
Andre	1,3	1,2
Sum tilbakebetalinger statsbankene	89,2	96,5
Netto lånebehov og kapitalinnskudd til statsbankene mv.	36,0	10,0
Forfall av utestående obligasjonsgjeld¹	21,9	30,0
Andre justeringer:		
Overføring fra Norges Bank til staten	3,4	15,0
Nedjustering av statens kontantbeholdning	-9	-13
Anslag låneopptak i markedet	48-52	55,0

¹ I 2015 var dette siste del av refinansieringen av NGB 05/2015. I 2016 er dette første del av refinansieringen av NGB 05/2017.

2.2 Låneintervall og usikkerhet rundt intervallet

Statsgjeldsforvaltningen publiserer et låneintervall for obligasjoner og vekslers for kommende år. I tillegg publiseres det et intervall for obligasjoner og vekslers kommende kvartal i forkant av nytt kvartal. Intervallene vil gjelde så lenge ny informasjon ikke er publisert. Normalt gjøres det ikke endringer i det årlige låneopptaket i forbindelse med revidert nasjonalbudsjett eller nasjonalregnskapstall.

Statsgjeldsforvaltningen skal sikre at staten har et minstebeløp innestående på sin konto i Norges Bank (statens kontantbeholdning). Dette minstebeløpet er satt til 35 milliarder kroner i 2016. Skulle prognosen vise at kontantbeholdningen går under dette nivået, vil det bli lånt opp

*Låneintervall publiseres
hvert kvartal*

*Statens kontantbeholdning
skal være minst 35 milliarder
kroner*

ekstra. Tidlig finansiering av forfallet av statsobligasjonslån NGB 05/2017 og overføringen fra Norges Bank til staten tilsier at statens kontantbeholdning vil være over minstenivået i hele 2016. Det høye nivået på statens kontantbeholdning gjennom 2016 vil ikke påvirke opplåningen.

3 Låneprogram i 2016

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. De nye 10-årslånene ble utstedt i mars 2014 (NGB 03/2024) og mars 2015 (NGB 03/2025). Omsetningen av NGB 03/2025 har utgjort om lag 17 prosent av den samlede omsetningen av statsobligasjoner på Oslo Børs siden lånet ble introdusert.

Vi tar sikte på å utstede et nytt 10-årslån i første kvartal 2016. Ved å utstede et nytt 10-årslån hvert år, vil vi vedlikeholde rentekurven opp til 10 år, slik mandatet tilsier. Ved midten av 2016 vil vi etter planen ha lån med løpetider på rundt 1, 3, 5, 7, 8, 9 og 10 år.

Nytt 10-årslån i første kvartal

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

Blant investorene er det generelt interesse både for kortere og lengre løpetider. Staten har imidlertid et begrenset lånebehov. Vi vil derfor trolig ikke introdusere flere lån enn 10-årslånet i 2016.

Det blir viktig å bygge opp det nye 10-årslånet gjennom hele året. Samlet tar vi sikte på å utstede for om lag 25-30 milliarder kroner til markedet i det nye 10-årslånet i 2016. I tillegg vil det bli emittert 8 milliarder kroner til statens egenbeholdning ved utstedelsen. Det resterende lånebehovet vil i hovedsak dekkes ved utvidelser av eksisterende lån med løpetider fra om lag 3 til 7 år. Analysen i boks 2 illustrerer at en slik strategi kan begrense risikoen for at rentekostnadene over tid blir vesentlig høyere enn forventet.

Nytt 10-årslån vil bli bygget opp

Det legges opp til 17 auksjoner i statsobligasjoner i 2016, mot 15 avholdte i 2015. 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

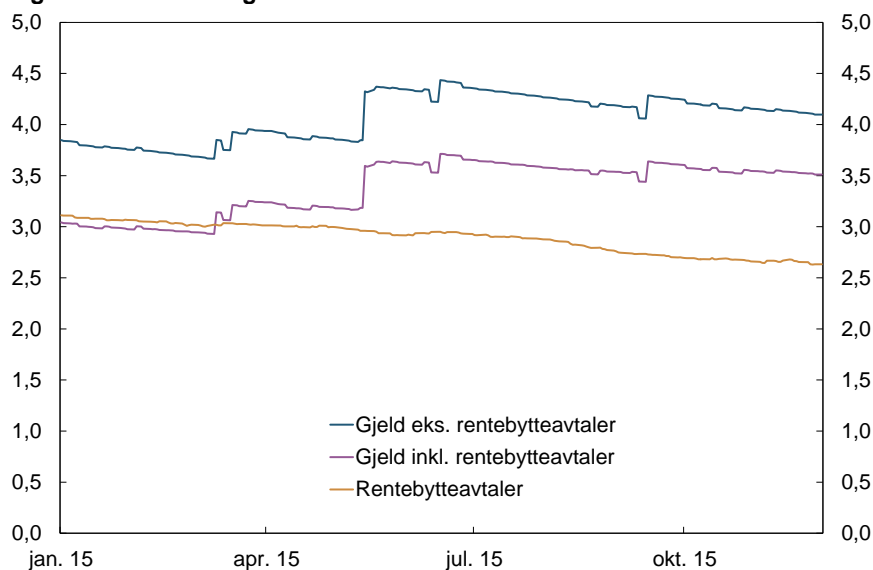
Rentebindingstiden måler hvor lang tid et låneinstrument betaler den samme renten. For norske statsobligasjoner, som har fast rente, men ikke avdrag, er rentebindingstiden tilnærmet lik løpetiden (se ramme neste side). Den gjennomsnittlige rentebindingstiden gir uttrykk for statsgjeldens renteeksponering. 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 vekslar, 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 2016 er minstekravet satt til 2,5 år, uforandret fra 2015. Staten kan inngå rentebytteavtaler for å redusere rentebindingen fra det som følger direkte av opplåningen der en sprer gjelden over løpetider fra 0 til 10 år. Rentebindingstiden på statsgjelden med og uten rentebytteavtaler er ved utgangen av 2015 henholdsvis 3,5 år og 4,1 år, se figur 1.

Mandatet setter minstekrav til rentebinding

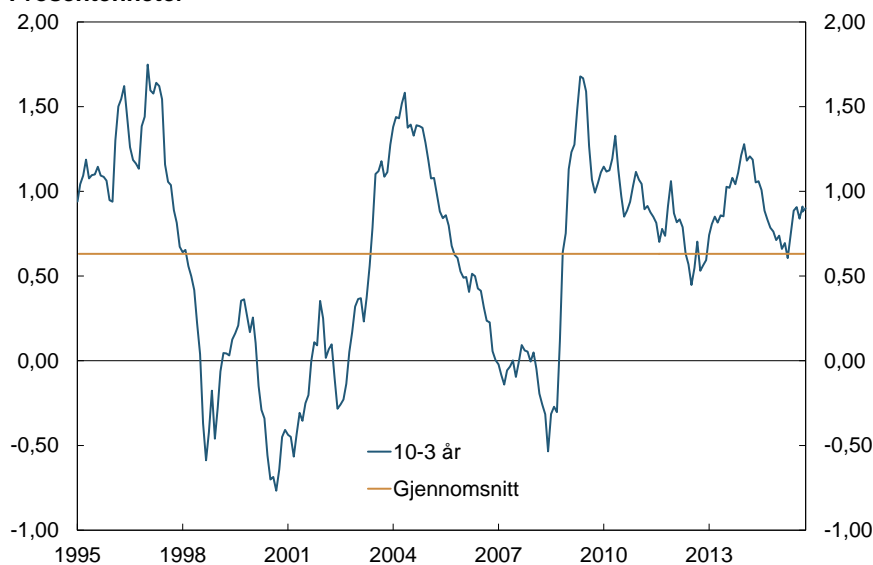
Figur 1: Rentebindingstid. År



Kilde: Norges Bank

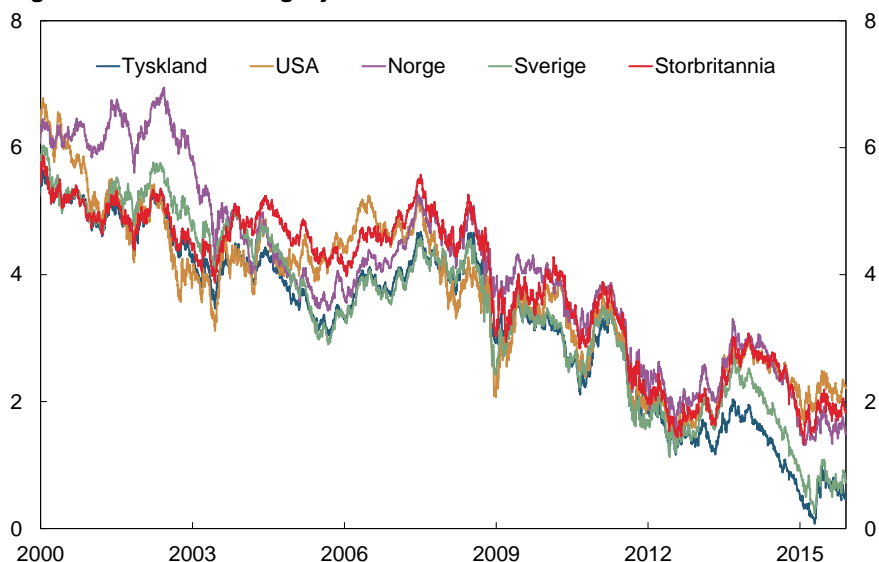
Historiske tall viser at langsiktige lån normalt har en høyere markedsrente enn kortsiktige lån, se figur 2. Over tid vil derfor staten trolig kunne oppnå lavere rentekostnader ved å redusere rentebindingen på statsgjelden. På den annen side vil rentekostnadene svinge mer.

Figur 2: Differanse mellom 10-års og 3-års statsobligasjonsrenter. Prosentenheter



Kilde: Norges Bank

Figur 3: 10-års statsobligasjonsrenter i ulike land. Prosent



Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Mål for rentebindingstiden varierer mye mellom land. I enkelte land har det vært en tendens til økt rentebindingstid på statsgjelden de senere årene (se ramme under). Det har sammenheng med at besparelsen ved å låne kortsiktig har vært ansett som liten og mindre enn tidligere. 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 det siste halvannet året. Lave terminpremier indikerer at besparelsen ved å låne kortsiktig er mindre enn tidligere. Dette trekker i retning av å øke rentebindingstiden. Det er stor usikkerhet om utviklingen i renter og terminpremier fremover, men situasjonen med lave terminpremier kan vare ved en stund.

Terminpremiene er lave

Regjeringen i Sverige besluttet 12. november 2015 at den gjennomsnittlige durasjonen på instrumenter med løpetid inntil 12 år bør være i intervallet 2,6-3,6 år i 2016, mot dagens målintervall på 2,6-3,1 år. Begrunnelsen var at kostnadsfordelen ved å låne kortsiktig er blitt mindre, samtidig som lengre løpetid reduserer variasjonen i rentekostnadene. I Nederland tar myndighetene sikte på å øke den gjennomsnittlige løpetiden på statsgjelden fra 4,5 år ved utgangen av 2014 til et intervall på 5,5-6,5 år i 2019. De har omtrent samme begrunnelse som de svenske myndighetene oppgir. De viser også til at flere andre land har økt løpetiden på statsgjeldsporteføljen.

De lave estimerte terminpremiene i Norge og andre land har gått sammen med svært lave obligasjonsrenter, se figur 3. Pengepolitikken i mange land har vært uvanlig ekspansiv de senere årene. Styringsrentene er nær null, og kvantitative lettelse er tatt i bruk i flere sentralbanker. Det har trolig bidratt til lave langsiktige renter gjennom lavere terminpremier. Det er begrenset rom for videre fall i de langsiktige rentene, mens potensialet for høyere renter er større. Det tilsier isolert sett at det kan være hensiktsmessig å låne mer langsiktig enn ellers.

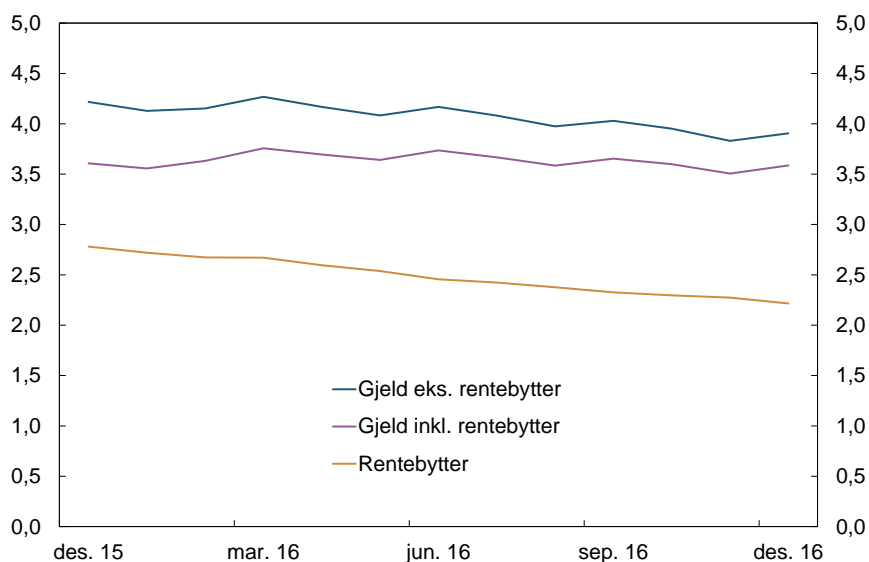
Markedsrentene kan likevel bli værende lave lenger enn det markedet nå priser inn. Beregninger tyder imidlertid på at merkostnadene over noen år ved å låne noe mer langsiktig kan bli begrenset også i slike tilfeller, se boks 2.

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 2016 ikke blir vesentlig lavere enn dagens nivå. Rentebindingstiden vil øke noe i 2017 når obligasjonen NGB 05/2017 forfaller.

Gjennomsnittlig rentebindingstid i 2016 holdes om lag uendret

Rentebindingstiden på statsgjelden bestemmes i hovedsak av rentebindingstiden på statsobligasjonene. Samtidig har staten siden 2005 inngått rentebytteavtaler for å redusere rentebindingstiden. Utestående volum av rentebytteavtaler er nå om lag 108 milliarder kroner. I figur 4 vises fremskrivninger gjennom 2016 av rentebindingstiden for statsgjelden med og uten justering for tidligere inngåtte rentebytteavtaler. Det er lagt til grunn en obligasjonsopplåning på om lag 55 milliarder der om lag halvparten er med løpetid rundt 10 år. Uten flere rentebytteavtaler, vil rentebindingstiden kunne holde seg ganske stabil rundt 3 ½ år gjennom 2016. Det eksakte forløpet vil avhenge av hvilke løpetider vi velger på opplåningen. Markedsforholdene gjennom året vil påvirke disse valgene. Beregninger viser at det må inngås ganske store volum av rentebytteavtaler for å få rentebindingstiden vesentlig ned.

Figur 4: Fremskrivninger av rentebindingstid. År



Kilde: Norges Bank

Fremskrivningene illustrerer at utstedelser av obligasjoner i tråd med utstedelsesstrategien omtalt ovenfor gir en rimelig utvikling i rentebindingstiden. Vi legger derfor ikke opp til å inngå rentebytteavtaler gjennom 2016. Skulle situasjonen i obligasjonsmarkedene endre seg vesentlig, vil vi vurdere dette på nytt.

Det legges ikke opp til å inngå nye rentebytteavtaler i 2016

Boks 1: Terminpremier

Terminpremien kan defineres som den meravkastningen en investor krever for å eie en obligasjon med lang rentebindingstid, sammenlignet med å investere og reinvestere i en serie av rentepapirer med kortere rentebinding. Terminpremien kan ikke observeres direkte, noe som gjør det 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.

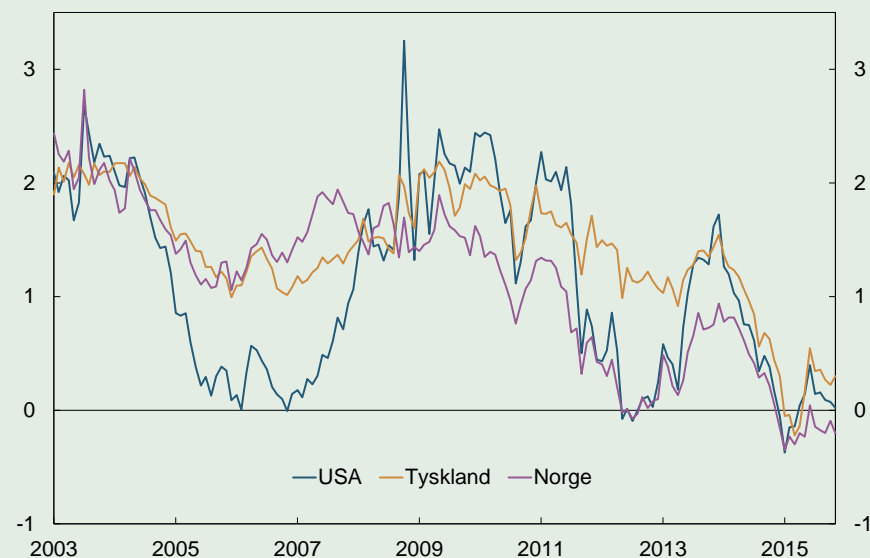
Forventningshypotesen er et godt utgangspunkt for å forstå utviklingen i langsiktige renter, men hypotesen holder ikke eksakt. Det er bred enighet i litteraturen om at hypotesen baserer seg på urealistiske forutsetninger, spesielt en antagelse om at markedsaktørene er risikonøytrale. Renten på obligasjoner 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 1999-november 2015. 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



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

3.3 Emisjoner statskasseveksler

Ny 12-måneders veksel vil utstedes med oppgjør tredje onsdag i mars, juni, september og desember (IMM-datoene). Mellom disse auksjonene vil eksisterende veksellån utvides. Ved den første auksjonen etter introduksjon av ny veksel vil normalt denne vekselen utvides. Ved de neste auksjonene legges det opp til større fleksibilitet slik at kortere veksellån kan utvides. Det legges ikke opp til å utvide den korteste vekselen.

Ny 12-måneders veksel på IMM-datoer

Det planlegges 16 vekselauksjoner i 2016. Det tas sikte på at totalt utestående volum i vekslemarkedet skal være om lag som i 2015. Fordi det legges opp til å emittere noe mer i kortere vekslere, blir samlet emisjonsvolum høyere enn det var i 2015 for å opprettholde samme nivå på utestående volum. Det vil bli emittert opp til 90 milliarder kroner til markedet. Det vil bli emittert 8 milliarder kroner til statens egenbeholdning i forbindelse med utstedelse av nye 12-måneders vekslere.

3.4 Tilbakekjøp av NGB 05/2017 før forfall

Statsobligasjonslån NGB 05/2017 har forfall 19. mai 2017. Utestående volum i markedet er i underkant av 58 milliarder kroner. Statsgjeldsforvaltningen anser det som god markedspleie at investorer og banker som eier norske statsobligasjoner, skal få muligheten til å selge tilbake til staten lån som nærmer seg forfall. Dette åpner for en mer gradvis tilpasning av egne porteføljer. I tillegg kan tilbakekjøp bidra til økt etterspørsel etter andre statspapirer som utstedes.

Det legges opp til å holde fire tilbakekjøpsauksjoner av NGB 05/2017 i løpet av 2016. To auksjoner avholdes på samme dag som planlagte auksjoner av statskasseveksler og to på samme dag som en ordinær obligasjonsauksjon. Første tilbakekjøpsauksjon er 27. juni.

Fire tilbakekjøpsauksjoner i NGB 05/2017 i 2016

Alle tilbakekjøpsauksjonene gjennomføres som flerprisauksjoner gjennom handelssystemet på Oslo Børs. Alle medlemmer på Oslo Børs har adgang til å legge inn bud. Statsgjeldsforvaltningen har interne prisingsmodeller som vil bli brukt til å vurdere alle innkomne bud. En kunngjort tilbakekjøpsauksjon kan avlyses på kort varsel dersom de observerte markedskursene på NGB 05/2017 avviker mye i forhold til de interne prisingsmodellene som statsgjeldsforvaltningen bruker.

Etter den siste kunngjorte tilbakekjøpsauksjonen (7. november) vil statsgjeldsforvaltningen vurdere tilbakekjøp som direkte kjøp fra medlemmer på Oslo Børs. Det innebærer at børsmedlemmer kan kontakte statsgjeldsforvaltningen når de har interesse av å selge statsobligasjonslån NGB 05/2017. Tilbud om tilbakekjøp vil ikke bli vurdert de siste 10 virkedagene før et kunngjort rentemøte i Norges Bank og fram til beslutningen er offentliggjort. Statsgjeldsforvaltningen vil kunngjøre sin beslutning om eventuelle slike direkte kjøp i informasjonskrivet for fjerde kvartal 2016.

Direkte tilbakekjøp av NGB 05/2017 vil bli vurdert

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 2016 vil statsgjeldsforvaltningen delta på arrangementer i regi av primærhandlerne og ha møter med flere nasjonale

Utvidet kontakt med markedsaktører

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.

*Evaluering av primær-
handlerne*

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.

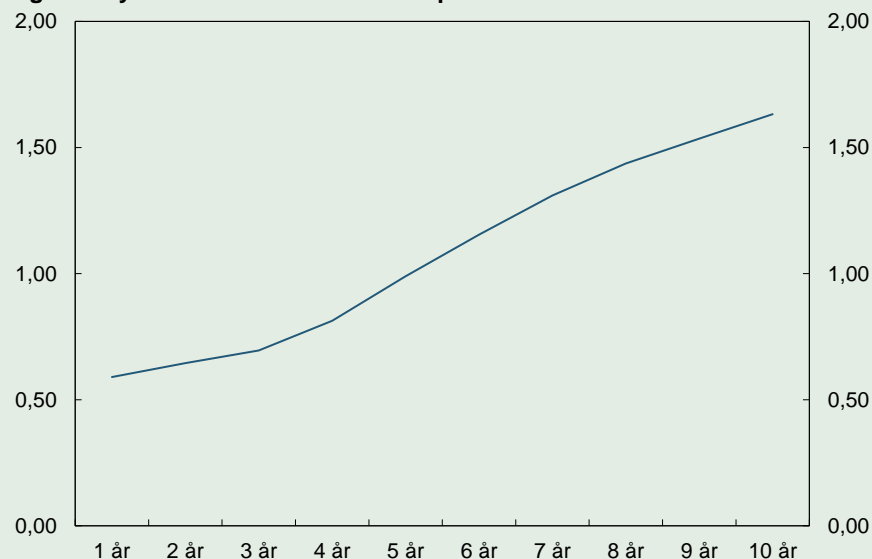
Valg av løpetider på obligasjonsutstedelsene og vår bruk av rentebytteavtaler vil ha konsekvenser for rentekostnadene i mange år fremover. Utstedelsesstrategien bør derfor vurderes i et lengre perspektiv. Samtidig bør vi revurdere den langsiktige strategien hvert år i lys av situasjonen i obligasjonsmarkedene. 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 2025.

Utestående volum i statsobligasjoner er i dag 337,7 milliarder kroner, mens volumet i statskasseveksler er 86 milliarder kroner. 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 2025. 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.

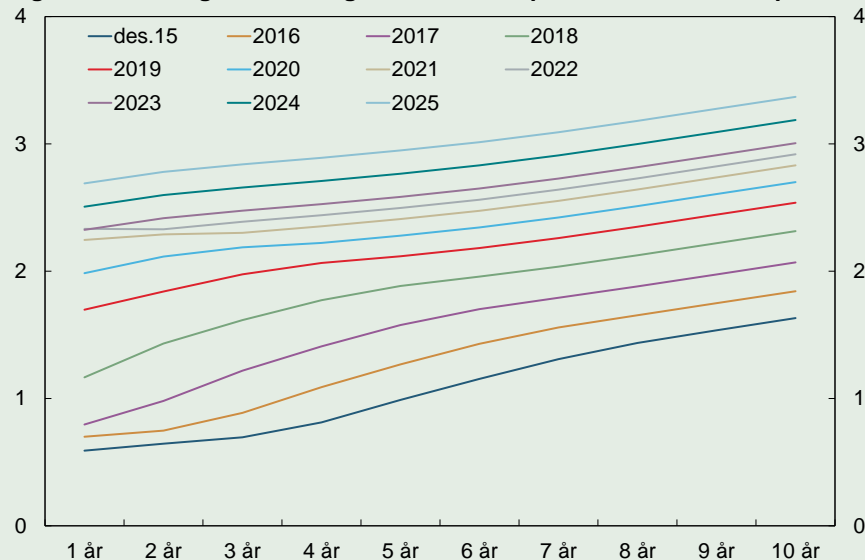
De ulike rentescenariene er tekniske forutsetninger. Markedsprisscenariet tar utgangspunkt i de effektive rentene på de seks utestående norske statsobligasjonene i begynnelsen av desember. På basis av disse rentene beregnes en syntetisk avkastningskurve for statsrentene med løpetider 1-10 år, se figur 1. Deretter beregnes såkalte implisitte fremtidige renter for forskjellige løpetider ut i fra denne avkastningskurven. 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, se figur 2.

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



Kilde: Norges Bank

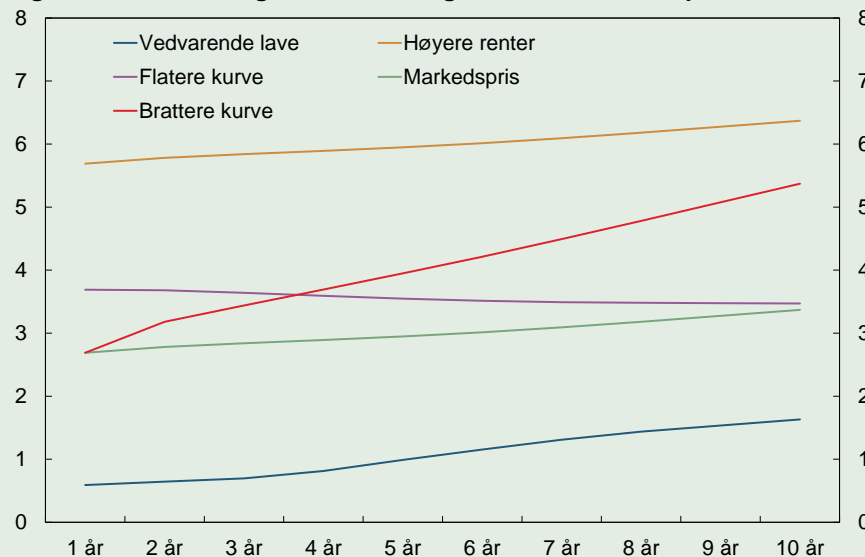
Figur 2: Fremtidige avkastningskurver basert på markedsrenter. Løpetider fra 1 til 10 år. Prosent



Kilde: Norges Bank

I tillegg ser vi på fire andre scenarier for å vurdere risikoen for økte rentekostnader dersom renteutviklingen blir svært forskjellig fra Markedsprisscenarioet. 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 scenarioet «Flatere rentekurve» antas det at de kortsiktige rentene øker markert mer enn de langsiktige rentene allerede fra 2016. 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 2018-2025. I scenarioet «Vedvarende lave renter» antas det at fremtidige rentekurver er lik dagens kurve. De ulike rentescenariene er illustrert i figur 3. For enkelhets skyld vises avkastningskurvene bare ved slutten av fremskrivningsperioden.

Figur 3: Fremskrivninger av avkastningskurver for 2025. Løpetider fra 1 til 10 år. Prosent

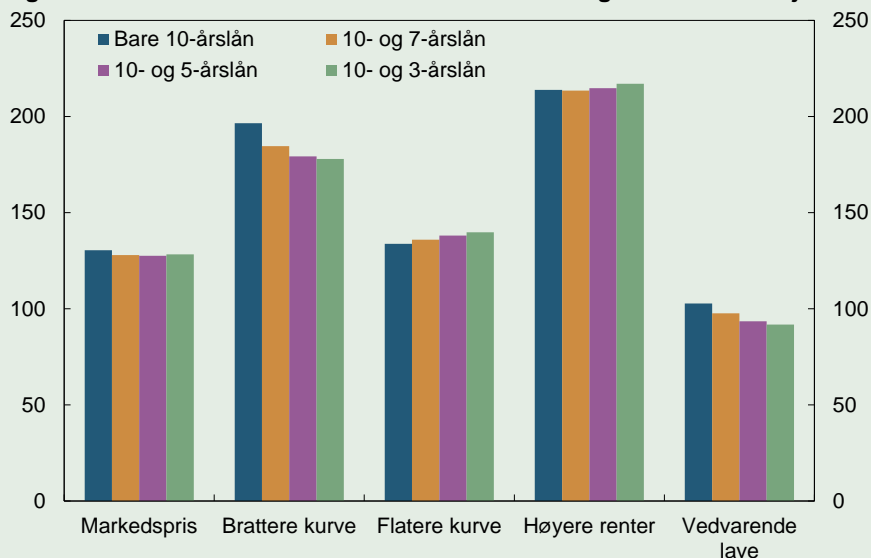


Kilde: Norges Bank

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 4: Rentekostnader ved ulike rentescenarier og ulike kombinasjoner av løpetider på nye lån. Milliarder kroner



Kilde: Norges Bank

Figur 4 viser de samlede rentekostnadene over de neste ti årene i disse scenarioene. 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 spesielt på merkostnadene ved de enkelte strategivalgene i rentescenariene utenom «Markedspris»-scenariot. Tabellen viser både kostnader og merkostnader ved de ulike løpetidsvalgene. Merkostnadene er målt som avvik fra løpetidsvalget som gir lavest rentekostnader. Summen av merkostnadene er relativt lave 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 nye lån utstedes med kombinasjon av løpetider på om lag 10 og 5 år nokså robust.

Tabell: Rentekostnader (se figur 4) ved ulike løpetidsvalg og merkostnad* sammenliknet med billigste løpetidsvalg innen det enkelte rentescenario. Milliarder kroner

	Brattere kurve		Flatere kurve		Høyere renter		Vedvarende lave renter		Sum merkostnader 4 rentescenarier
	Kostnad	Mer-kostnad	Kostnad	Mer-kostnad	Kostnad	Mer-kostnad	Kostnad	Mer-kostnad	
Kun 10-årslån	196,5	18,5	133,8	0,0	213,8	0,4	102,7	10,9	29,8
10- og 7-årslån	184,6	6,6	135,9	2,2	213,5	0,0	97,6	5,9	14,7
10- og 5-årslån	179,2	1,3	138,1	4,3	214,7	1,2	93,5	1,7	8,5
10- og 3-årslån	177,9	0,0	139,8	6,0	217,1	3,6	92,8	0,0	9,6

* Merkostnaden er rentekostnad ved løpetidsvalget minus rentekostnad for det løpetidsvalget som gir lavest rentekostnader i det aktuelle rentescenariot. For eksempel: Bare 10-årslån gir en rentekostnad på 196,5 mrd kr i «Brattere kurve». Det billigste valget i dette scenariot er kombinasjonen 10-års og 3-årslån, hvor rentekostnadene er 177,9 mrd kr. Differansen er 18,5 mrd kr. Tallene er avrundet.

Datoer for publisering av låneintervall for kommende kvartal:

2. kvartal: Onsdag 30. mars kl. 8:30
3. kvartal: Onsdag 29. juni kl. 8:30
4. kvartal: Torsdag 29. september kl. 8:30

Låneprogram og strategi for 2017 publiseres tirsdag 20. desember 2016 kl. 8:30

Auksjonskalender statsobligasjoner

	Offentliggjøring Kl. 12:00	Auksjon Kl. 10:15-11:00	Oppgjør
1	Man. 11.1.16	Ons. 13.1.16	Fred. 15.1.16
2	Man. 25.1.16	Ons. 27.1.16	Fred. 29.1.16
3	Man. 15.2.16	Ons. 17.2.16	Fred. 19.2.16
4	Man. 29.2.16	Ons. 2.3.16	Fred. 4.3.16
5	Man. 7.3.16	Ons. 9.3.16	Fred. 11.3.16
6	Man. 4.4.16	Ons. 6.4.16	Fred. 8.4.16
7	Man. 18.4.16	Ons. 20.4.16	Fred. 22.4.16
8	Man. 2.5.16	Ons. 4.5.16	Man. 9.5.16
9	Man. 23.5.16	Ons. 25.5.16	Fred. 27.5.16
10	Man. 6.6.16	Ons. 8.6.16	Fred. 10.6.16
11	Man. 29.8.16	Ons. 31.8.16	Fred. 2.9.16
12	Man. 12.9.16	Ons. 14.9.16	Fred. 16.9.16
13	Man. 26.9.16	Ons. 28.9.16	Fred. 30.9.16
14	Man. 17.10.16	Ons. 19.10.16	Fred. 21.10.16
15	Man. 31.10.16	Ons. 2.11.16	Fred. 4.11.16
16	Man. 14.11.16	Ons. 16.11.16	Fred. 18.11.16
17	Man. 5.12.16	Ons. 7.12.16	Fred. 9.12.16

Auksjonskalender statskasseveksler

	Offentliggjøring Kl. 12:00	Auksjon Kl. 10:15-11:00	Oppgjør
1	Tors. 14.1.16	Man. 18.1.16	Ons. 20.01.16
2	Tors. 28.1.16	Man. 1.2.16	Ons. 3.2.16
3	Tors. 11.2.16	Man. 15.2.16	Ons. 17.2.16
4	Tors. 10.3.16	Man. 14.3.16	Ons. 16.3.16
5	Tors. 7.4.16	Man. 11.4.16	Ons. 13.4.16
6	Tors. 21.4.16	Man. 25.4.16	Ons. 27.4.16
7	Tors. 26.5.16	Man. 30.5.16	Ons. 1.6.16
8	Tors. 9.6.16	Man. 13.6.16	Ons. 15.6.16
9	Tors. 23.6.16	Man. 27.6.16	Ons. 29.6.16
10	Tors. 18.8.16	Man. 22.8.16	Ons. 24.8.16
11	Tors. 1.9.16	Man. 5.9.16	Ons. 7.9.16
12	Tors. 15.9.16	Man. 19.9.16	Ons. 21.9.16
13	Tors. 6.10.16	Man. 10.10.16	Ons. 12.10.16
14	Tors. 3.11.16	Man. 7.11.16	Ons. 9.11.16
15	Tors. 24.11.16	Man. 28.11.16	Ons. 30.11.16
16	Tors. 15.12.16	Man. 19.12.16	Ons. 21.12.16

Auksjonskalender tilbakekjøp av NGB 05/2017

	Auksjon Kl. 9:15-10:00	Oppgjør
1	Man. 27.6.16	Ons. 29.6.16
2	Ons. 31.8.16	Fre. 2.9.16
3	Ons. 28.9.16	Fre. 30.9.16
4	Man. 7.11.16	Ons. 9.11.16