

# STATSGJELDSFORVALTNINGEN

## Kvartalsrapport

3 | 2019

OKTOBER 2019

RAPPORT FOR  
TREDJE KVARTAL 2019



NORGES BANK

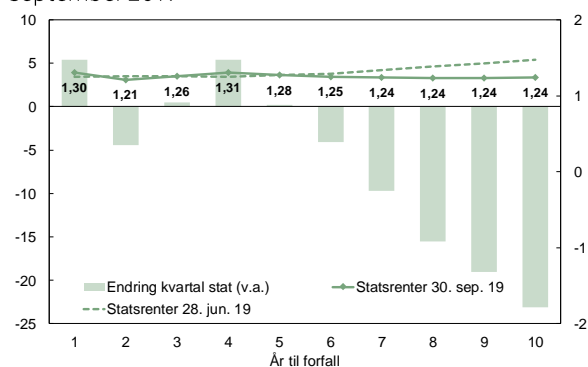
## Markedsutviklingen

De lengste norske statsobligasjonsrentene falt i løpet av tredje kvartal, i tråd med utviklingen internasjonalt. I Norge falt den generiske 10-års renten med 23 basispunkter, om lag det samme som tilsvarende tysk statsrente.

Rentene på statskassevekslene steg som følge av blant annet oppgangen i styringsrenten til Norges Bank. Utviklingen bidro til en noe flatere rentekurve i tredje kvartal.

**Figur 1: Norsk statsrentekurve**

Generiske statsrenter. Endring i basispunkter (venstre akse). Nivå i prosent (høyre akse). Per 28. juni og 30. september 2019



Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Ved utgangen av kvartalet var differansen mellom stats- og swaprentene (generisk norsk statsrente mot swaprente) i 10-årssegmentet om lag -42 basispunkter. Så langt i år har forskjellen mellom disse rentene ligget i intervallet 33-46 basispunkter.

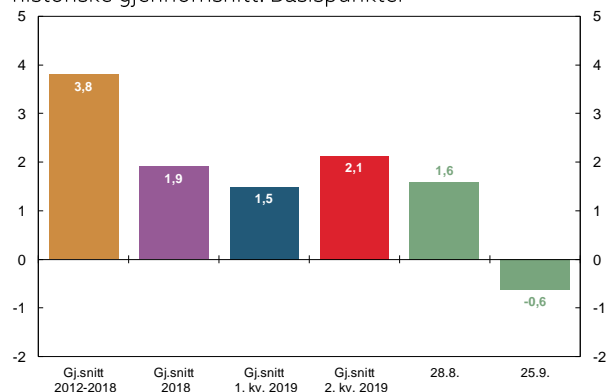
## Auksjoner av statsobligasjoner

I tredje kvartal ble det utstedt 4 milliarder kroner i to auksjoner. På forhånd var det publisert et planlagt emisjonsvolum på mellom 3 og 6 milliarder kroner.

Auksjonspremien, målt som forskjellen mellom tildelingsrenten i auksjonen og samtidig salgsrente i annenhåndsmarkedet på Oslo Børs kl. 11, var 1,6 basispunkter i auksjonen 28. august. I auksjonen 25. september var tildelingsrenten 0,6 basispunkter lavere enn samtidig salgsrente i annenhåndsmarkedet. Så langt i år har auksjonspremien i gjennomsnitt vært 1,5 basispunkter.

**Figur 2: Auksjonspremie statsobligasjoner**

Auksjonene i 3. kvartal 2019 sammenlignet med historiske gjennomsnitt. Basispunkter

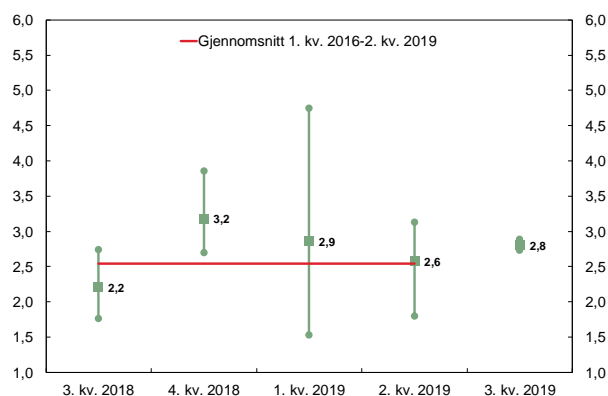


Kilder: Oslo Børs og Norges Bank

Gjennomsnittlig etterspørselsindikator var 2,8. Sammenlignet med gjennomsnittet siden 2016 på 2,6, var det noe høyere etterspørsel i statsobligasjonsauksjonene i tredje kvartal.

**Figur 3: Etterspørselsindikator auksjoner av statsobligasjoner**

Gjennomsnitt og utfallsrom. 3. kv. 2018-3. kv. 2019



Kilde: Norges Bank

## Auksjoner av statskasseveksler

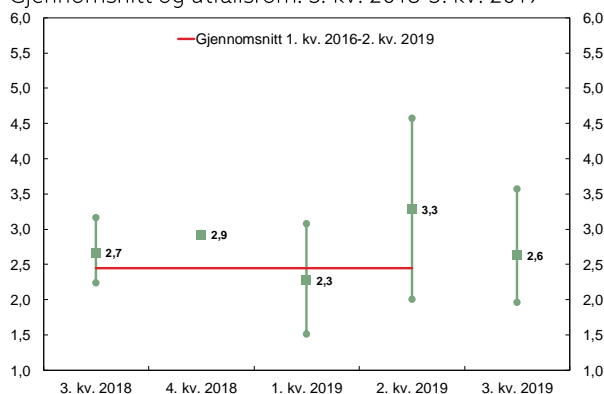
I tredje kvartal ble det avholdt fire vekselauksjoner. Det ble emittert 14 milliarder kroner til markedet, i tråd med hva som var planlagt og publisert i forkant.

Etterspørselsindikatoren varierte mellom 2,0 og 3,6. Gjennomsnittlig etterspørselsindikator var 2,6, mot et gjennomsnitt på 2,5 siden 2016.

En ny 12-måneders veksler ble utstedt med oppgjør på IMM-datoen i september. I denne auksjonen var etterspørselsindikatoren 2,4.

**Figur 4: Etterspørselsindikator for auksjoner av statskasseveksler**

Gjennomsnitt og utfallsrom. 3. kv. 2018-3. kv. 2019



Kilde: Norges Bank

## Omsetning

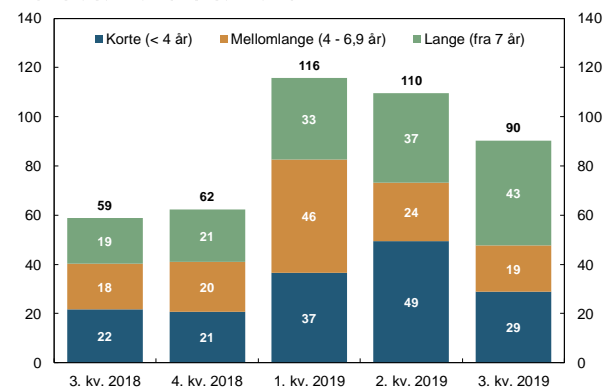
Primærhandlerne rapporterer hver dag alle kjøp og salg av statspapirer til Norges Bank. I tredje kvartal rapporterte primærhandlerne en omsetning i statsobligasjoner på om lag 90 milliarder kroner, hvor nesten halvparten av omsetningen var i de lengste obligasjonslånene. Omsetningen i de tre første kvartalene i år har vært høyere enn for hele 2018. Hittil i år har primærhandlerne rapportert mer salg av obligasjoner til investorene enn kjøp fra investorene. Noe av forklaringen er forfallet av NGB 05/2019 i mai i år (ingen obligasjon forfalt i 2018), som har gitt en del kjøpsinteresse i både de korte og lengste obligasjonene.

Primærhandlerne har anledning til å låne statspapirer fra statens egenbeholdning.<sup>1</sup> Så langt i år har utnyttelsen av låneadgangen vært mer enn tre ganger så høy som i de tre foregående årene. I både andre og tredje kvartal har utnyttelsen vært høyest i obligasjonene med mindre enn fem år til forfall. Den høye utnyttelsen av gjenkjøpsadgangen må sees i sammenheng med økt salg av obligasjoner fra primærhandlerne til investorene.

<sup>1</sup> Primærhandlerne har inngått rammeavtale med Norges Bank om gjenkjøpsavtaler i samtlige statspapirer. En gjenkjøpsavtale innebærer at primærhandlerne kjøper et statspapir fra statens egenbeholdning med avtale om å

**Figur 5: Omsetning statsobligasjoner**

Fordelt på ulike gjenstående løpetidsintervaller. Milliarder kroner. 3. kv. 2018-3. kv. 2019

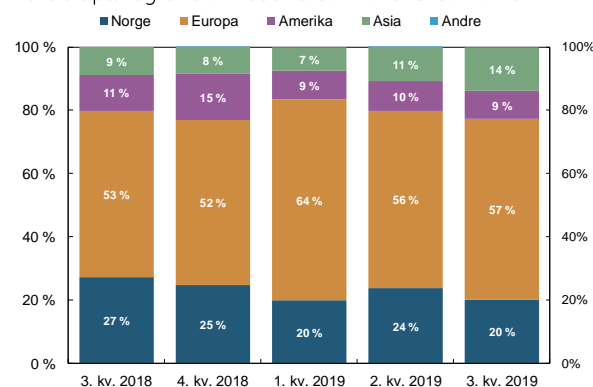


Kilder: Primærhandlerne og Norges Bank

Primærhandlerne har klart høyest omsetning i annenhåndsmarkedet med motparter i Europa. Det står i kontrast til hvilke regioner som kjøper i førstehåndsmarkedet (auksjoner) hvor Amerika har en vesentlig andel.

**Figur 6: Omsetning statsobligasjoner**

Fordelt på regioner. Prosent. 3. kv. 2018-3. kv. 2019



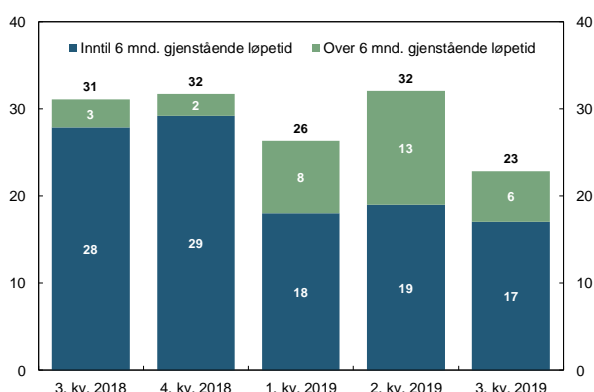
Kilder: Primærhandlerne og Norges Bank

Primærhandlerne rapporterte en samlet omsetning i statskasseveksler på 23 milliarder kroner i tredje kvartal. Det er gjennomgående at omsetningen er høyest i statskasseveksler med gjenstående løpetid inntil 6 måneder.

selge det tilbake til staten innen én uke. Når en primærhandler inngår en gjenkjøpsavtale med Norges Bank, vil det midlertidig redusere statens egenbeholdning.

### Figur 7: Omsetning statskasseveksler

Fordelt på gjenstående løpetid over og under 6 måneder. Milliarder kroner. 3. kv. 2018-3. kv. 2019

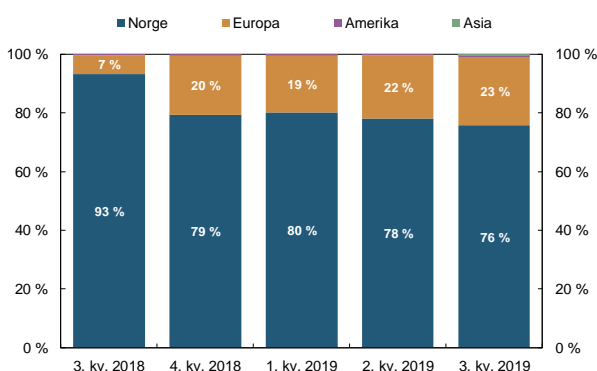


Kilder: Primærhandlerne og Norges Bank

Omsetningen av statskasseveksler er i hovedsak mot motparter i Norge. I tredje kvartal utgjorde omsetningen mot norske investorer 76 prosent, mens europeiske investorer utgjorde 23 prosent.

### Figur 8: Omsetning statskasseveksler

Fordelt på regioner. Prosent. 3. kv. 2018-3. kv. 2019



Kilder: Primærhandlerne og Norges Bank

## Eierfordeling

Ved utgangen av tredje kvartal eide utenlandske investorer om lag 277 milliarder kroner i norske statsobligasjoner. Det tilsvarer 72 prosent av utestående obligasjonsgjeld. I gjennomsnitt for årene fra 2016 til og med 2018 var eierandelen til utenlandske investorer om lag 60 prosent.

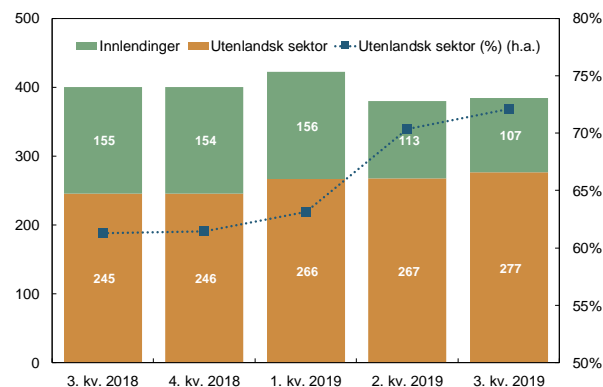
Av de om lag 107 milliarder kroner som var eid av innlendinger ved utgangen av tredje kvartal, var stats- og trygdeforvaltningen de største eierne med om lag 40 milliarder kroner.<sup>2</sup> Norske banker eide obligasjoner for om lag 31 milliarder kroner. Livsforsikringsselskaper og pensjonskasser eide for

<sup>2</sup> Staten har i utgangspunktet en egenbeholdning i obligasjoner på 34 milliarder kroner per utgangen av tredje kvartal 2019. Den faktiske beholdningen vil imidlertid være lavere dersom primærhandlerne har inngått gjenkjøpsavtaler i statsobligasjoner med Norges Bank.

12 milliarder kroner, mens verdipapirfond og kredittforetak eide for henholdsvis 9 og 6 milliarder kroner.

### Figur 9: Eierfordeling statsobligasjoner

Innlendinger og utenlandsk sektor. Milliarder kroner (v.a.). Prosent (h.a.). Utgangen av 3. kv. 2018-3. kv. 2019

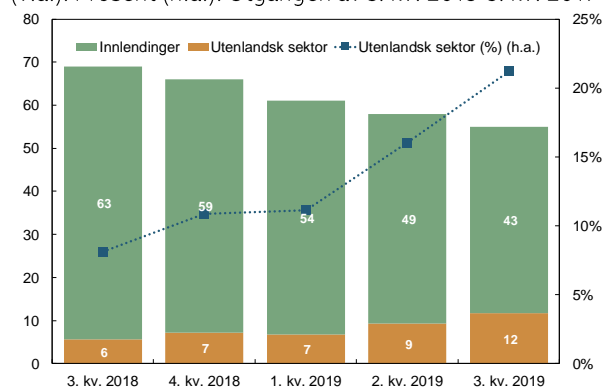


Kilde: Verdipapirsentralen

Statskasseveksler er i motsetning til obligasjoner i hovedsak eid av innlendinger. Ved utgangen av tredje kvartal eide norske investorer 43 milliarder kroner av utestående vekselsgjeld på 55 milliarder kroner.

### Figur 10: Eierfordeling statskasseveksler

Innlendinger og utenlandsk sektor. Milliarder kroner (v.a.). Prosent (h.a.). Utgangen av 3. kv. 2018-3. kv. 2019



Kilde: Verdipapirsentralen

I likhet med statsobligasjonene, var det også høy aktivitet i markedet for gjenkjøpsavtaler i vekslene. Staten har i utgangspunktet en egenbeholdning på 24 milliarder kroner i statskasseveksler. Statens faktiske beholdning vil imidlertid variere med primærhandlerne bruk av gjenkjøpsavtaler. Totalt hadde stats- og trygdeforvaltningen en beholdning av statskasseveksler på i overkant av 15 milliarder kroner ved utgangen av tredje kvartal. Norske livsforsikringsselskaper og pensjonskasser eide

statskasseveksler for knapt 12 milliarder kroner, mens norske banker eide for i underkant av 8 milliarder kroner.

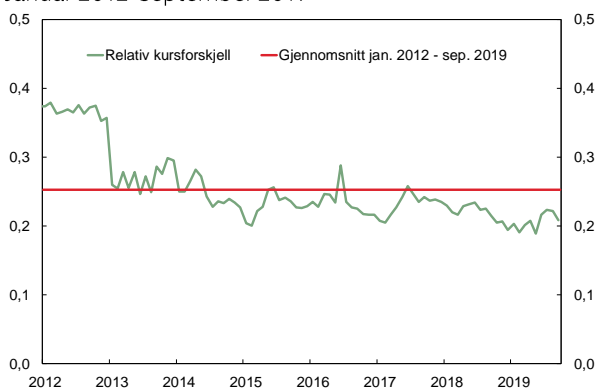
## Markedslikviditet

Statsgjeldsforvaltningen bruker relativ kursforskjell til å overvåke likviditeten i annenhåndsmarkedet for statsobligasjoner. Relativ kursforskjell måler transaksjonskostnadene i markedet som forskjellen mellom kjøps- og salgskurs i prosent av midtkurs. Indikatoren er konstruert slik at jo lavere verdi indikatoren har, jo mer likvid er markedet.

Den relative kursforskjellen falt noe i løpet av tredje kvartal og lå godt under det historiske gjennomsnittet.

### Figur 11: Relativ kursforskjell

Månedlig gjennomsnitt. Statsobligasjoner. Prosent. Januar 2012–september 2019



Kilder: Thomson Reuters, Oslo Børs og Norges Bank

## Rentebytteavtaler

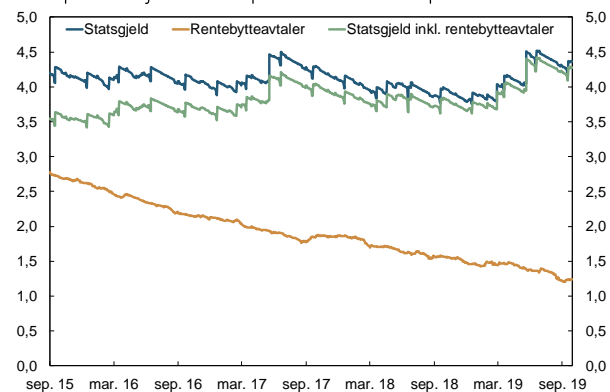
Det ble ikke inngått nye rentebytteavtaler i tredje kvartal. Det forfalt åtte avtaler med et samlet volum på 3,35 milliarder kroner.

## Renterisiko

Porteføljen av statskasseveksler og obligasjoner hadde ved utgangen av tredje kvartal en rentebindingstid på 4,4 år. Porteføljen av rentebytteavtaler hadde på samme tid en rentebindingstid på 1,2 år. Dette reduserte rentebindingstiden for låneporteføljen (statsgjelden inkl. rentebytteavtaler) til 4,3 år. Rentebindingstiden for låneporteføljen ble redusert med 0,1 år i tredje kvartal. Finansdepartementet har satt et minimumsnivå for rentebindingen på 2,5 år for låneporteføljen.

### Figur 12: Rentebindingstid<sup>3</sup>

Låneporteføljen. År. September 2015-september 2019



Kilde: Norges Bank

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

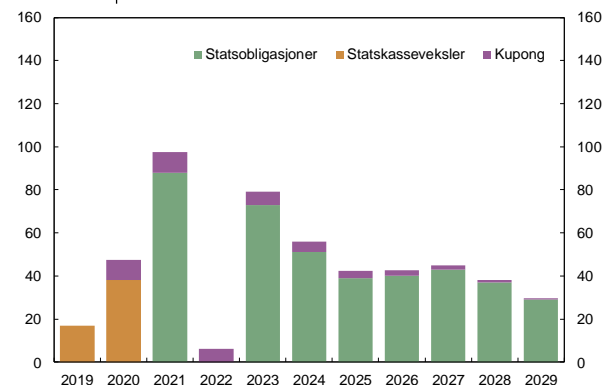
Forfallsprofilen for statens portefølje av statskasseveksler og statsobligasjoner viser at staten har en relativt god spredning på sin renteeksponering ut til 10 år.

## 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. Gitt dagens sammensetning av obligasjonsporteføljen vil 22 prosent forfalle i 2021 og 18 prosent forfalle i 2023.

### Figur 13: Forfallsprofil

Forfall av hovedstol og kupong per år. Milliarder kroner. Per 30. september 2019



Kilde: Norges Bank

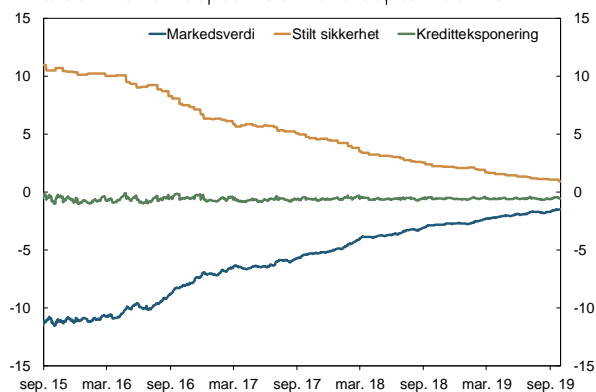
<sup>3</sup> Durasjonsberegning gitt effektiv rente på null, se definisjoner for ytterligere opplysninger.

## Kredittrisiko

Statens portefølje av rentebytteavtaler besto av 101 avtaler med en samlet hovedstol på 36,7 milliarder kroner ved utgangen av tredje kvartal 2019. Det er ikke inngått nye avtaler siden november 2014. Endring i porteføljen av rentebytteavtaler skyldes dermed kun forfall av eksisterende avtaler.

**Figur 14: Kreditteksponering**

Milliarder kroner. September 2015-september 2019



Kilde: Norges Bank

Kreditteksponeringen blir begrenset av at motpartene må stille 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.

Ved utgangen av tredje kvartal 2019 hadde statens portefølje av rentebytteavtaler en samlet markedsverdi på 1,5 milliarder kroner i statens favør. Stilte sikkerheter reduserer kreditteksponeringen til 0,5 milliarder kroner.

Tabell 1: Utestående statsgjeld per 30. september 2019

Lån	Børs id.	ISIN-nummer	Lånets datering	Forfallsdato	Kupong	Totalt utestående	
						Prosent	Mrd. kr.
							Mrd. kr.
Statsobligasjoner							
NGB 05/2021	NST 474	NO0010572878	25.5.2010	25.5.2021	3,75	88	6
NGB 05/2023	NST 475	NO0010646813	24.5.2012	24.5.2023	2,00	73	4
NGB 03/2024	NST 476	NO0010705536	14.3.2014	14.3.2024	3,00	47	4
NGB 03/2025	NST 477	NO0010732555	13.3.2015	13.3.2025	1,75	35	4
NGB 02/2026	NST 478	NO0010757925	19.2.2016	19.2.2026	1,50	36	4
NGB 02/2027	NST 479	NO0010786288	17.2.2017	17.2.2027	1,75	39	4
NGB 04/2028	NST 480	NO0010821598	26.4.2018	26.4.2028	2,00	37	4
NGB 09/2029	NST 481	NO0010844079	6.3.2019	6.9.2029	1,75	29	4
Sum						384	34
Statskasseveksler							
NTB 12/2019	NST 45	NO0010839566	19.12.2018	18.12.2019		17	6
NTB 03/2020	NST 46	NO0010847106	23.3.2019	18.3.2020		14	6
NTB 06/2020	NST 47	NO0010857121	19.6.2019	17.6.2020		12	6
NTB 09/2020	NST 48	NO0010863780	18.9.2019	16.9.2020		12	6
Sum						55	24

Tabell 2: Auksjoner i 3. kvartal 2019

Auksjonsdato	Lån	Volum tildelt markedet	Totalt budvolum	Ettersp.-indikator	Tildelingsrente	Avvik fra samtidig salgsrente
		Mrd. kr.	Mrd. kr.		Prosent	Basispunkter
Statsobligasjoner						
28.8.	NGB 09/2029	2	5,460	2,73	1,16	1,6
25.9.	NGB 09/2029	2	5,775	2,89	1,20	-0,6
	Sum/gj.snitt	4		2,81		0,5
Statskasseveksler						
1.7.	NTB 09/2019	3	5,89	1,96	1,23	9,6
19.8.	NTB 12/2019	3	7,84	2,61	1,24	3,1
2.9.	NTB 03/2020	2	7,14	3,57	1,21	2,1
16.9.	NTB 09/2020	6	14,32	2,39	1,25	
	Sum/gj.snitt	14		2,63		4,9

Tabell 3: Planlagt og utført opplåning i markedet. Milliarder kroner

		Statsobligasjoner		Statskasseveksler	
		Planlagt <sup>1</sup>	Faktisk	Planlagt <sup>1</sup>	Faktisk
1.kvartal	Auksjoner	13-17	14	16	16
	Syndikering		15		
2. kvartal		7-12	9	14	14
3. kvartal		3-6	4	14	14
4. kvartal		8		19	
Totalt 2019 <sup>2</sup>		50	42	63	44

<sup>1</sup> Publiserte opplåningsintervall for de enkelte kvartalene.

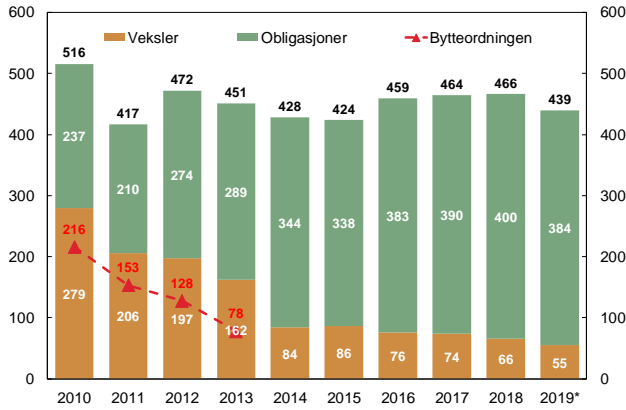
<sup>2</sup> Se strategi og låneprogram for 2019 publisert 20. desember 2018.



# 1. Markedsutvikling<sup>4</sup>

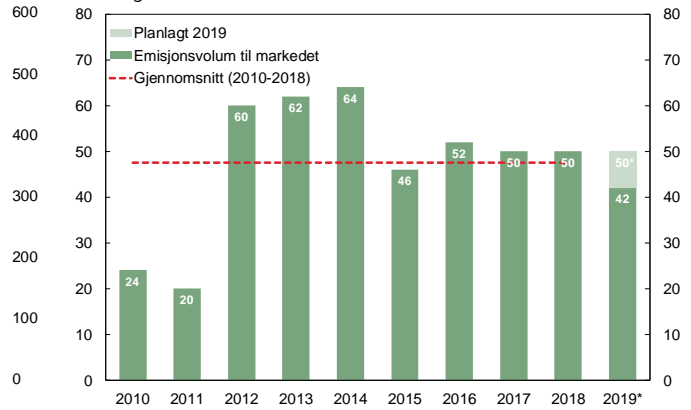
**Figur 1.1: Utestående statsgjeld**

Milliarder kroner. Ved utgangen av året for 2010–2018 og ved utgangen av 3. kvartal 2019

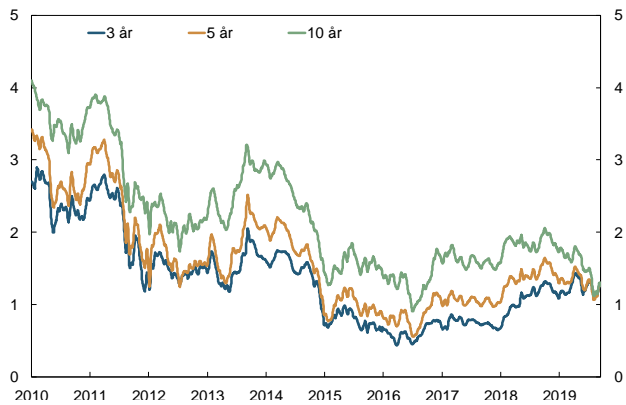


**Figur 1.2: Emisjonsvolum av obligasjoner**

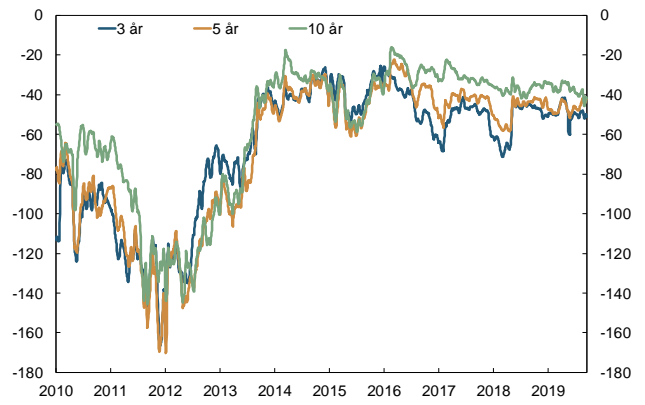
Til markedet. Milliarder kroner. Ved utgangen av året for 2010–2018 og ved utgangen av 3. kvartal 2019. Planlagt for 2019



**Figur 1.3: Norsk generisk 3-, 5- og 10-års statsrente**  
10-dagers bevegelig gjennomsnitt. Prosent.  
14. januar 2010–30. september 2019



**Figur 1.4: Differanse mellom stats- og swaprente**  
Statsrenter minus swaprenter. Generiske statsrenter. 10-dagers bevegelig gjennomsnitt. Basispunkter.  
14. januar 2010–30. september 2019

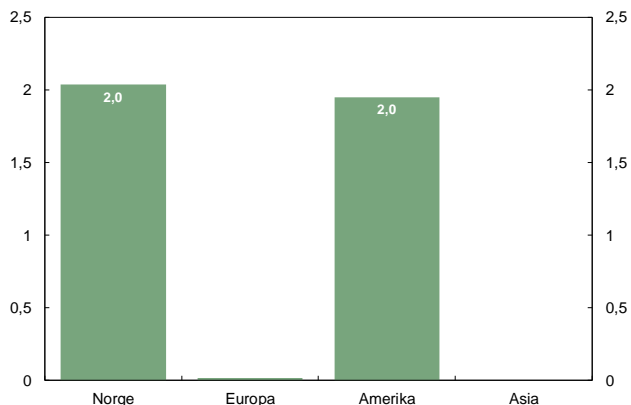


<sup>4</sup> Kilder: Bloomberg, Thomson Reuters, Oslo Børs, VPS og Norges Bank

## 2. Auksjoner

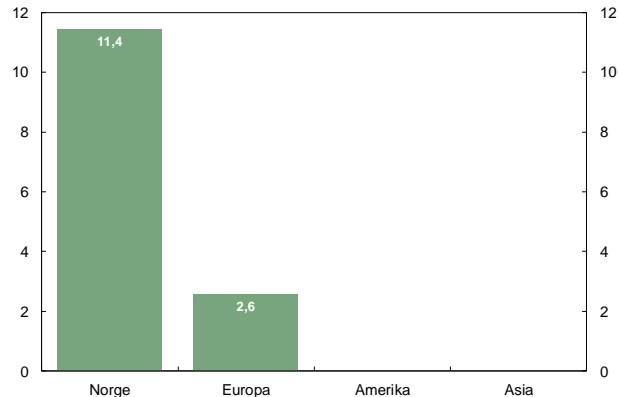
Figur 2.1: Tildelt volum obligasjoner fordelt på regioner

Milliarder kroner. 3. kvartal 2019



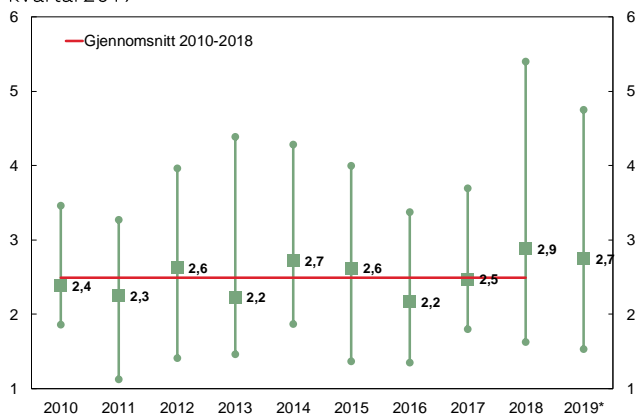
Figur 2.2: Tildelt volum vekslers fordelt på regioner

Milliarder kroner. 3. kvartal 2019



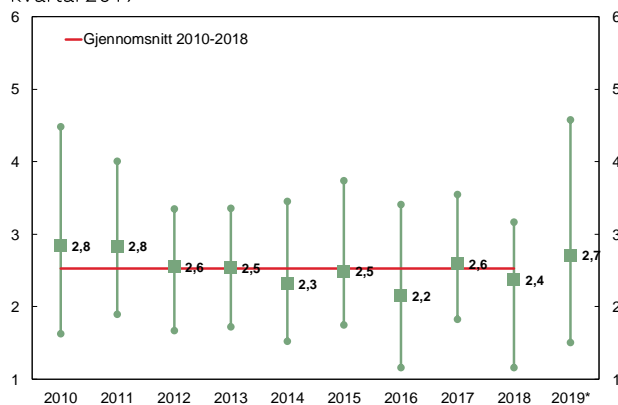
Figur 2.3: Etterspørselsindikator obligasjonsauksjoner

Gjennomsnitt og utfallsrom per år. 2010–2018 og per 3. kvartal 2019



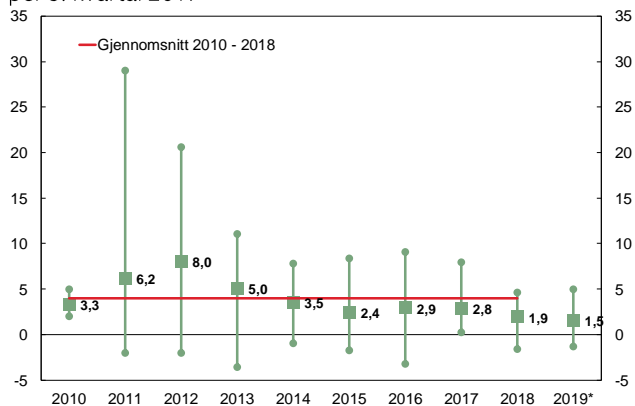
Figur 2.4: Etterspørselsindikator vekselauksjoner

Gjennomsnitt og utfallsrom per år. 2010–2018 og per 3. kvartal 2019



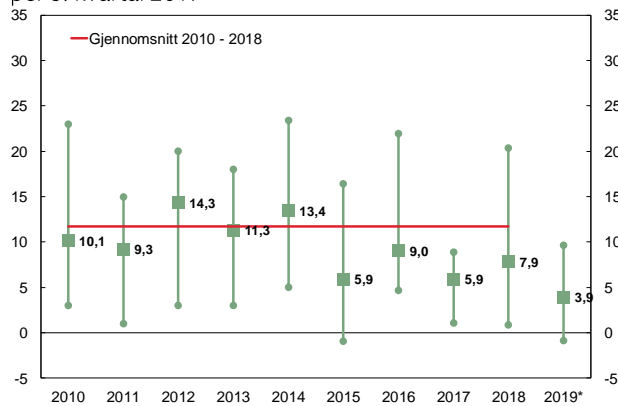
Figur 2.5: Auksjonspremie statsobligasjoner

Avvik mellom oppnådd rente i auksjoner av statsobligasjoner og samtidig salgrente på Oslo Børs. Gjennomsnitt og utfallsrom. Basispunkter. 2010–2018 og per 3. kvartal 2019



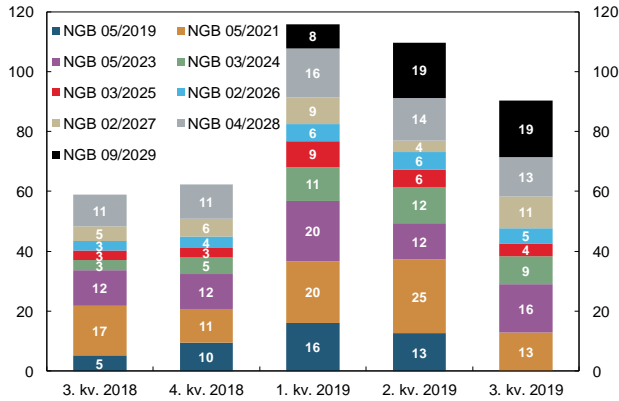
Figur 2.6: Auksjonspremie statskasseveksler

Avvik mellom oppnådd rente i auksjoner av statskasseveksler og samtidig salgrente på Oslo Børs. Gjennomsnitt og utfallsrom. Basispunkter. 2010–2018 og per 3. kvartal 2019

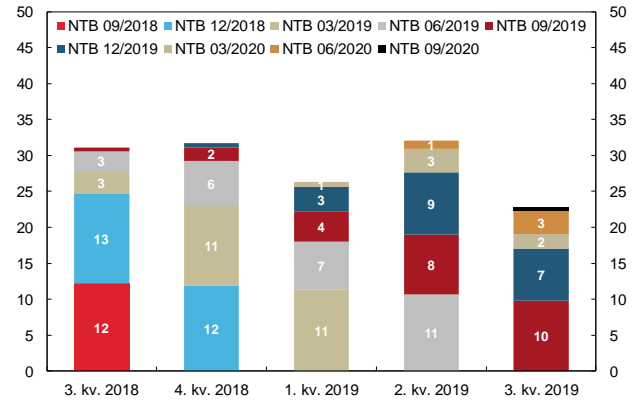


### 3. Omsetning<sup>5</sup>

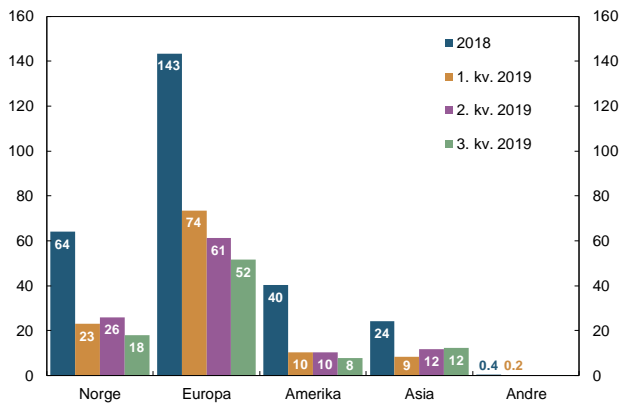
Figur 3.1: Kvartalsvis omsetning av obligasjoner  
Rapportert av primærhandlerne. Fordelt på lån. Milliarder kroner. 3. kvartal 2018–3. kvartal 2019



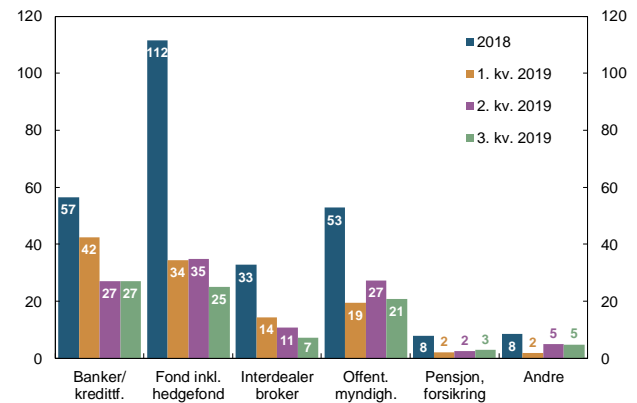
Figur 3.2: Kvartalsvis omsetning av vekslers  
Rapportert av primærhandlerne. Fordelt på lån. Milliarder kroner. 3. kvartal 2018–3. kvartal 2019



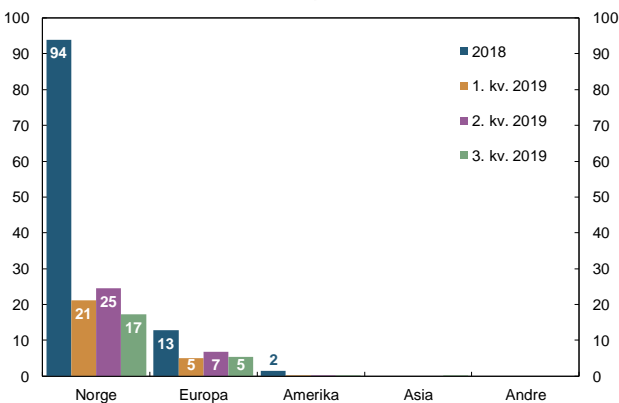
Figur 3.3: Omsetning fordelt på regioner  
Statsobligasjoner. Rapportert av primærhandlerne. Milliarder kroner. 2018, 1., 2. og 3. kvartal 2019



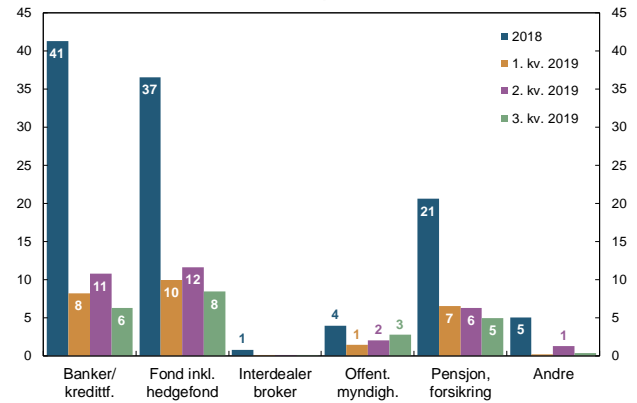
Figur 3.4: Omsetning fordelt på investorkategorier  
Statsobligasjoner. Rapportert av primærhandlerne. Milliarder kroner. 2018, 1., 2. og 3. kvartal 2019



Figur 3.5: Omsetning fordelt på regioner  
Statskasseveksler. Rapportert av primærhandlerne. Milliarder kroner. 2018, 1., 2. og 3. kvartal 2019

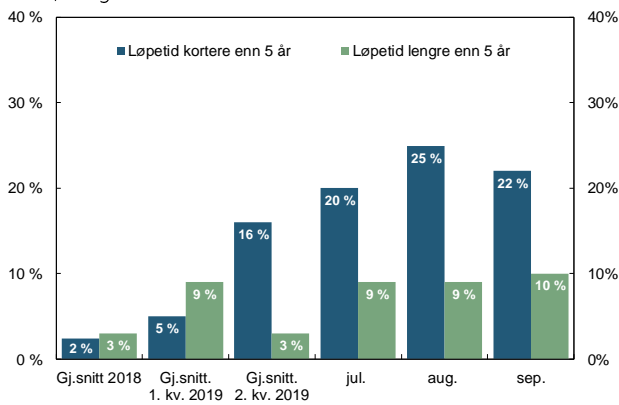


Figur 3.6: Omsetning fordelt på investorkategorier  
Statskasseveksler. Rapportert av primærhandlerne. Milliarder kroner. 2018, 1., 2. og 3. kvartal 2019

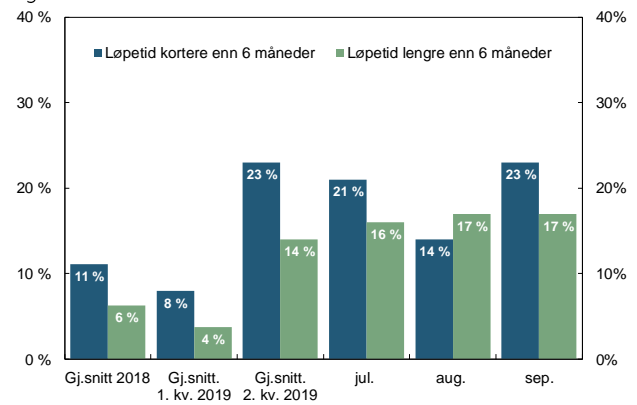


<sup>5</sup> Omsetningen er summen av (tallverdiene til de innrapporterte) kjøpene og salgene.

Figur 3.7: Gjengkjøpsavtaler med Norges Bank Obligasjoner. Prosent. Gjennomsnittlig utnyttelsesgrad i 2018, 1. og 2. kvartal 2019. Per måned i 3. kvartal 2019



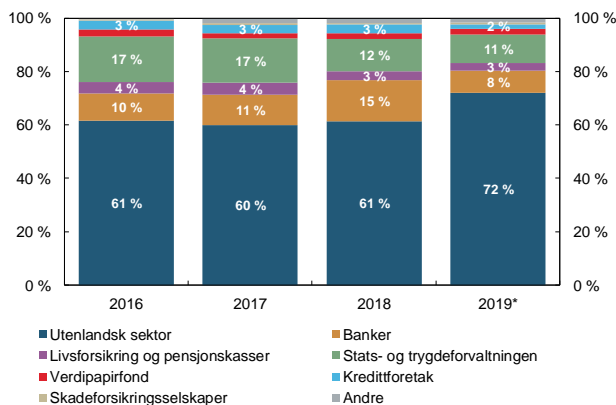
Figur 3.8: Gjengkjøpsavtaler med Norges Bank Veksler. Prosent. Gjennomsnittlig utnyttelsesgrad i 2018, 1. og 2. kvartal 2019. Per måned i 3. kvartal 2019



## 4. Eierfordeling

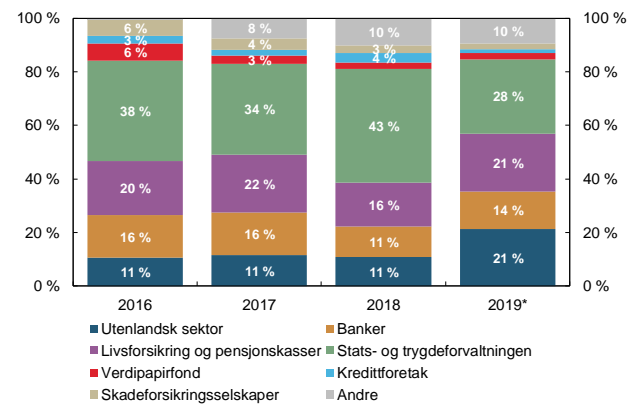
Figur 4.1: Eierfordeling statsobligasjoner

Inkludert statens egenbeholdning. Prosent. Ved utgangen av desember 2016-2018 og per 30. september 2019



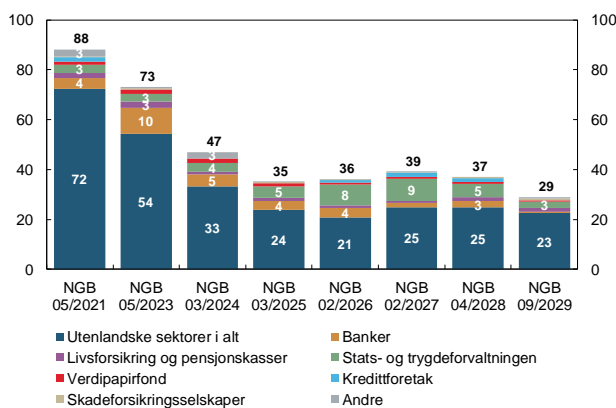
Figur 4.2: Eierfordeling statskasseveksler

Inkludert statens egenbeholdning. Prosent. Ved utgangen av desember 2016-2018 og per 30. september 2019



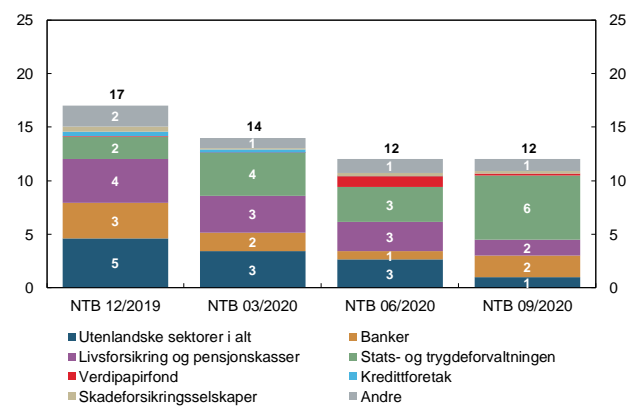
Figur 4.3: Eierfordeling statsobligasjoner fordelt på lån

Inkludert statens egenbeholdning. Milliarder kroner. Per 30. september 2019



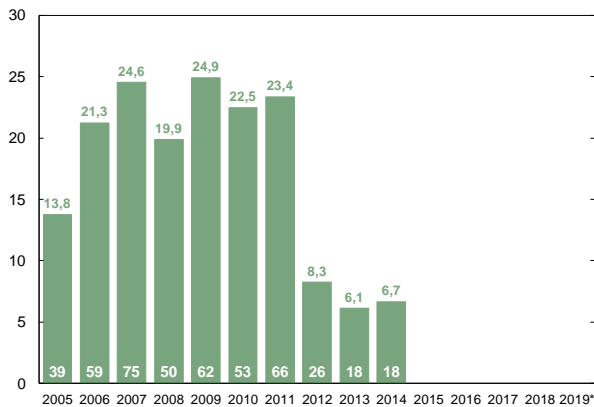
Figur 4.4: Eierfordeling statskasseveksler fordelt på lån

Inkludert statens egenbeholdning. Milliarder kroner. Per 30. september 2019

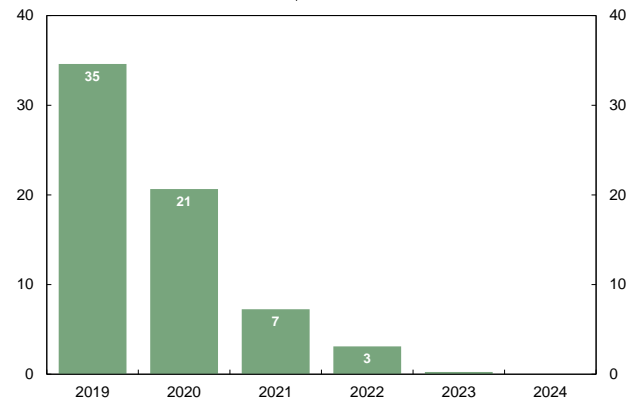


## 5. Rentebytteavtaler

Figur 5.1: Volum og antall inngåtte rentebytteavtaler  
Milliarder kroner. 2005–2018 og hittil i 2019

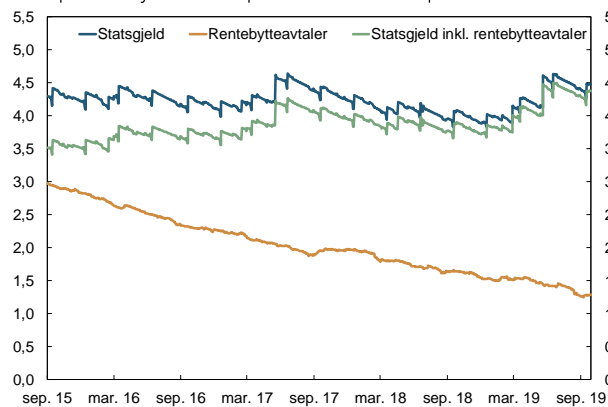


Figur 5.2: Gjenstående hovedstol ved utgangen av året for rentebytteavtalene  
Milliarder kroner. Per 30. september 2019

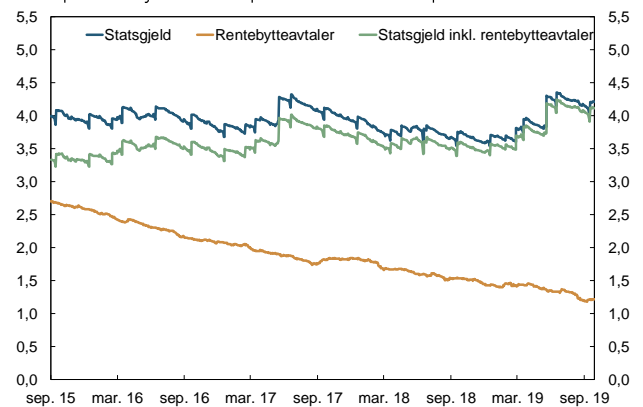


## 6. Renterisiko<sup>6</sup>

Figur 6.1: Løpetid<sup>7</sup>  
Låneporteføljen. År. September 2015–september 2019



Figur 6.2: Modifisert durasjon  
Låneporteføljen. År. September 2015–september 2019



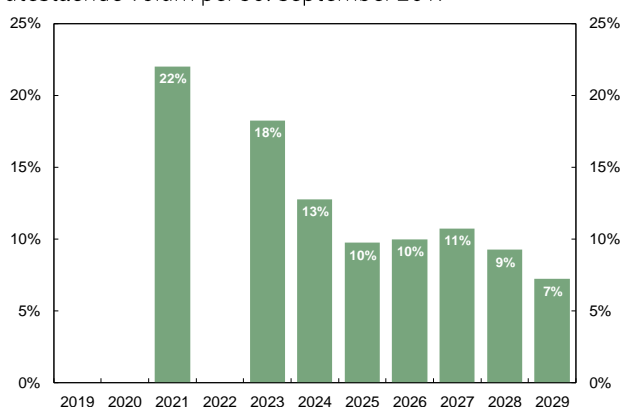
<sup>6</sup> Figurene inkluderer ikke planlagt opplåning. Dersom ikke annet er nevnt, er statens egenbeholdning inkludert i figurene.

<sup>7</sup> Tid til forfall av hovedstol, se definisjoner for ytterligere opplysninger.

## 7. Refinansieringsrisiko<sup>8</sup>

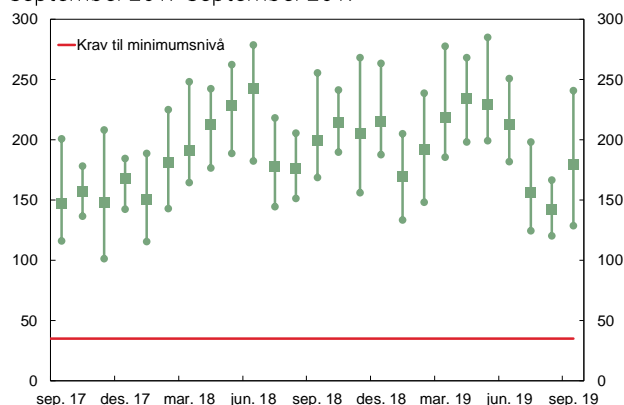
Figur 7.1: Forfallsprofil

Statsobligasjoner. Forfall per år i prosent av totalt utestående volum per 30. september 2019



Figur 7.2: Statens kontantbeholdning

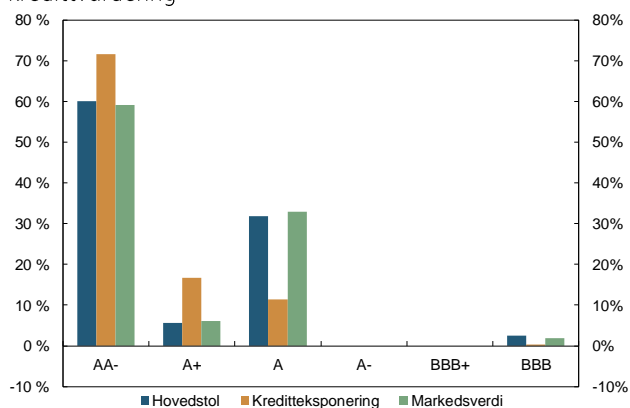
Milliarder kroner. Gjennomsnitt og utfallsrom per måned for september 2017-september 2019



## 8. Kredittrisiko og rentebytteavtaler

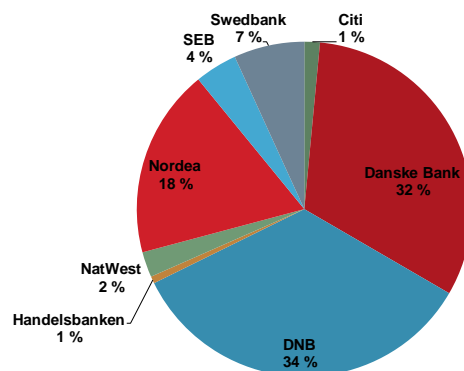
Figur 8.1: Hovedstol, kreditteksponering og markedsverdi rentebytteavtaler

Andel av totalen per 30. september 2019 fordelt etter kredittvurdering



Figur 8.2: Hovedstol rentebytteavtaler

Fordelt etter motpart. Per 30. september 2019



<sup>8</sup> Figurene inkluderer ikke planlagt opplåning. Dersom ikke annet er nevnt, er statens egenbeholdning inkludert i figurene

## 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 vekslar 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 2019 fastsatt av Finansdepartementet

	Beskrivelse	Grense	Faktisk	Mandat
Langsiktige lån	Maksimalt opptak av nye langsiktige lån (statsobligasjoner).	75 mrd. kroner	48 mrd. kroner per 30.09. <sup>1</sup>	§ 3-2
Kortsiktige markedslån	Maksimalt utestående i kortsiktige markedslån (statskasseveksler).	125 mrd. kroner	Høyest utestående volum hittil i 2019 var 76 mrd. kroner i perioden 6.3.-19.3.	§ 3-2
Rentebinding	Minimumsnivået for rentebindingen på statsgjelden inklusive rentebytteavtaler.	> 2,5 år	Laveste nivå hittil i 2019 var 3,68 år den 25.2.	§ 3-2
Statens konto	Minimumsnivå på statens konto i Norges Bank.	35 mrd. kroner	Nivået har vært høyere enn minimumsnivået så langt i år. Laveste nivå på kontantbeholdningen var 120 mrd. kroner den 19.8.	§ 2-2 (3)

<sup>1</sup> Faktisk opptak av nye langsiktige lån inkluderer 6 milliarder kroner til statens egenbeholdning.

### Mandat for forvaltning av statsgjeld

	Beskrivelse	Grense	Faktisk	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 %	9,6 %	§ 3-5

## 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>9</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 investorbase 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 kreditt-vurdering 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 motparteksponeringen øke utover terskelverdien. Kredittrisiko 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>9</sup> Se definisjoner



## Definisjoner

### 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.

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

### Lånportefølje

Samlet mengde av utestående lån. For statsgjelden utgjør lånporteføljen summen av alle utestående gjeldsinstrumenter (statskasseveksler og stats-

obligasjoner) og inngåtte finansielle kontrakter (rentebytteavtaler).

### Modifisert durasjon (rentefølsomhet)

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

### Operasjonell risiko

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

### Primærhandler

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

### Refinansieringsrisiko

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

### Relativ kursforskjell

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

### Rentebindingstid

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

### Rentebytteavtale (renteswap)

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

### Renterisiko

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

### **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.

### **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 stats- og swaprente med samme løpetid eller durasjon.

### **Syndikering**

Syndikering som salgsform går ut på at låntaker inviterer flere banker – syndikatet – til å samarbeide om å hente inn penger til et lån. syndikatet vil kontakte investorer for å kartlegge interessen for å kjøpe obligasjonen som utstedes. I motsetning til ved en auksjon der endelig pris er ukjent på forhånd, vil investorene i en syndikering bli fortløpende informert om pris og volum.

## **Om tall og beregninger**

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

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

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

Den syntetiske renten er beregnet ved å vekte 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).