

# STATSGJELDSFORVALTNINGEN

## STATSGJELDEN 2018

ÅRSRAPPORT

MARS 2019

Statsgjeldsforvaltningen  
Debtmanagement@Norges-Bank.no  
[www.statsgjeld.no](http://www.statsgjeld.no)  
Tlf.: 22 31 71 40



NORGES BANK

## Statsgjelden 2018

Norges Bank

Adresse: Bankplassen 2

Postadresse: Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo

Tel.: 22 31 60 00

Fax: 22 41 31 05

E-post: [central.bank@norges-bank.no](mailto:central.bank@norges-bank.no)

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

# INNHold

<b>HOVEDPUNKTER</b>	<b>4</b>
<b>1 RAMMER FOR STATSGJELDSPOLITIKKEN</b>	<b>5</b>
1.1 Mandat og organisering	5
1.2 Statens lånebehov	5
<b>2 LÅNESTRATEGI</b>	<b>7</b>
2.1 Låneprogrammet for 2018	7
2.2 Bruk av rentebytteavtaler i 2018	8
2.3 Kort om strategi og låneprogram for 2019	8
<b>3 PRIMÆRHANDLERORDNINGEN</b>	<b>10</b>
<b>4 OPPLÅNINGEN I 2018</b>	<b>11</b>
4.1 Markedsutviklingen	11
4.2 Utstedelser av statsobligasjoner	11
4.3 Auksjoner av statskasseveksler	13
4.4 Tilbakekjøp av NGB 05/2019 (NST 473)	13
<b>5 ANNENHÅNDSMARKEDET</b>	<b>14</b>
5.1 Omsetning i annenhåndsmarkedet	14
5.2 Utlån fra statens egenbeholdning	15
5.3 Eierfordeling i norske statspapirer	16
5.4 Likviditeten i annenhåndsmarkedet	17
<b>6 LÅNEKOSTNADER</b>	<b>20</b>
6.1 Ulike mål for lånekostnaden	20
6.2 Analyse av auksjonspremien	22
<b>7 RISIKO</b>	<b>24</b>
7.1 Renterisiko	24
7.2 Refinansieringsrisiko	24
7.3 Kredittrisiko	25
7.4 Operasjonell risiko	26
<b>8 EKSTERNE RELASJONER</b>	<b>27</b>
8.1 Kontakt med investorer	27
8.2 Møter med primærhandlere	27
8.3 Kontakt med kredittvurderingsbyråer	27
8.4 Internasjonalt samarbeid	28
8.5 Informasjon om statsgjelden	28
<b>RAMMER</b>	
1: Enkelte vurderinger i 2018 av strategi fremover	9
2: Primærhandlernes rapportering	18
<b>VEDLEGG</b>	<b>29</b>
A: Mandat og rammer for statsgjeldsforvaltningen	30
B: Tall for statsgjelden	31
C: Figurer	35
D: Definisjoner	39
E: Rammer i årsrapporter	42

# HOVEDPUNKTER

Norges Bank har siden 2015 hatt ansvaret for forvaltningen av statsgjelden etter et mandat fastsatt av Finansdepartementet. Det overordnede målet for forvaltningen er å dekke statens lånebehov til lavest mulige kostnader innenfor gitte rammer for risiko.

Ved utgangen av 2018 var statsgjelden 466 milliarder kroner, fordelt på 400 milliarder kroner i statsobligasjoner og 66 milliarder kroner i statskasseveksler.

For 2018 satte Finansdepartementet en ramme på 75 milliarder kroner for opptak av obligasjonslån, mens utestående veksellån ikke skulle overstige 125 milliarder kroner.

I løpet av året ble det lagt ut statsobligasjoner for 50 milliarder kroner til markedet. Et nytt 10-årslån ble lagt ut ved syndikering i april med et volum på 12 milliarder kroner. Gjennom året ble eksisterende lån utvidet med 38 milliarder kroner ved 15 auksjoner. I tillegg tegnet staten seg for 4 milliarder kroner i det nye 10-årslånet. Den gjennomsnittlige renten på obligasjonsutstedelsene var 1,74 prosent, opp fra 1,37 prosent i 2017.

Som i tidligere år ble det lagt ut nye 12-måneders statskasseveksler i mars, juni, september og desember. Eksisterende veksellån ble utvidet ved de mellomliggende auksjonene. Samlet emisjonsvolum var 96 milliarder kroner (inklusive emisjoner på 30 milliarder kroner til statens egenbeholdning) ved 16 auksjoner. Utestående veksellån var på det høyeste 88 milliarder kroner i 2018.

Finansdepartementet har satt krav om at statens kontantbeholdning til enhver tid skal være på minst 35 milliarder kroner. Den var på det laveste i januar 2018 med 115 milliarder kroner.

Ved å legge ut flere, men mindre, lån oppfylles kravet i mandatet om at mindre enn 25 prosent av utestående statsobligasjoner kan forfalle hvert år. Det ble lagt ut et nytt 10-årslån i april som ledd i strategien der en søker å bygge en komplett rentekurve med løpetid opp til 10 år. For å redusere refinansieringsrisikoen ble det fra juni foretatt tilbakekjøp i obligasjonslånet som forfaller i mai 2019.

Rentebytteavtaler kan benyttes til å endre porteføljens rentebinding uavhengig av strategien for utstedelser og tilbakekjøp. Finansdepartementet har bestemt at rentebindingstiden på låneporteføljen (inkludert rentebytteavtaler) skal være minst 2,5 år. Ved utgangen av 2018 var rentebindingstiden 3,8 år, mot 3,9 år ved inngangen til året.

Det ble ikke inngått nye rentebytteavtaler i 2018. Dette skyldes i første rekke at den forventede besparelsen ved å låne kortsiktig ble vurdert som lav.

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

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

Norges Bank har et generelt ansvar for eksterne relasjoner i forbindelse med forvaltningen av låneporteføljen. Det innebærer ansvar for markedsføringsaktiviteter og annen kontakt med banker, meglere, investorer og kredittvurderingsbyråer. Statsgjeldsforvaltningen informerer om opplåningen gjennom kvartalsvise rapporter og løpende oppdatering på internett.

# 1 RAMMER FOR STATSGJELDSPOLITIKKEN

## 1.1 MANDAT OG ORGANISERING

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

Det overordnede målet er å dekke statens lånebehov til lavest mulige kostnader. Det skal tas hensyn til den risikoen staten påtar seg i forbindelse med låneopptakene. Statens opplåning skal bidra til å utvikle vel fungerende og effektive finansmarkeder i Norge. Opplåningen skal søke å opprettholde en rentekurve for statspapirer med løpetid opp til 10 år, som kan tjene som en referanse for prising i obligasjonsmarkedet.

Statsgjelden består av statskasseveksler (med løpetid inntil ett år) og statsobligasjoner. Statspapirene utstedes ved auksjoner gjennom godkjente primærhandlere. Statsobligasjoner kan også legges ut ved syndikering. Statspapirene er notert på Oslo Børs. Ved auksjoner benyttes Oslo Børs' handelssystem, men mandatet åpner for å ta i bruk andre handelsplattformer. Rentederivater kan benyttes for å styre rentebindingstiden på statsgjelden.

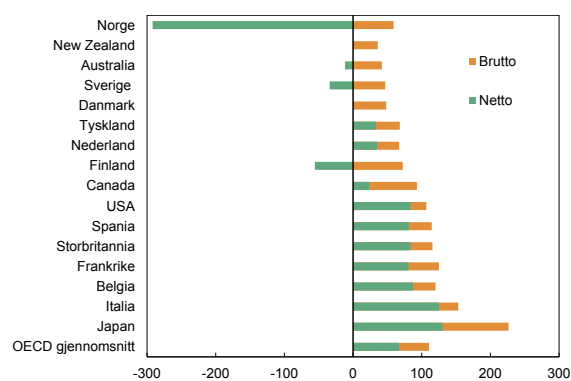
Forvaltningen er lagt til en egen enhet – Statsgjeld – i avdelingen for Markeder og IKT. De som arbeider med statsgjelden, deltar ikke i arbeidet med pengepolitikken. Det er viktig at markedsaktørene ikke leser pengepolitiske signaler ut av den måten forvaltningen drives på. For å sikre dette er det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

## 1.2 STATENS LÅNEBEHOV

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

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

Figur 1.1 Netto og brutto gjeld for ulike land. I prosent av BNP. Anslag for 2018



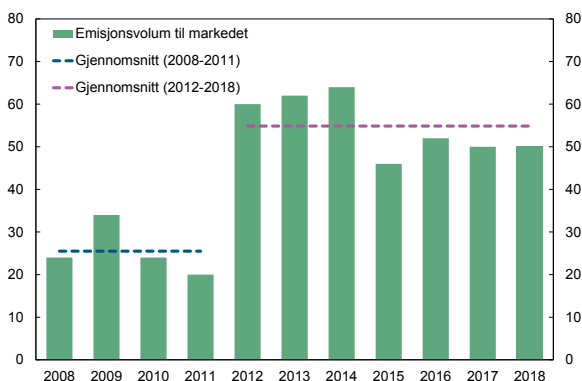
Kilder: OECD og Finansdepartementet

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

Årlig opplåning baserer seg på tall som publiseres i statsbudsjettet. Opplåningen endres normalt ikke i forbindelse med revidert nasjonalbudsjett. I perioden 2008–2011 ble det i gjennomsnitt utstedt obligasjoner for litt over 20 milliarder kroner årlig (det som ble emittert til statens egenbeholdning kommer i tillegg). I 2012 økte det årlige volumet til 60 milliarder kroner og har siden ligget rundt 50 milliarder kroner. Økningen skyldtes hovedsakelig etableringen av Eksportkreditt Norge AS i 2012 og økte utlån fra boliglånsordningen i Statens pensjonskasse, se figur 1.3. Eksportkreditt administrerer den statlige eksportkredittordningen og utlånene finansieres over statsbudsjettet. Siden

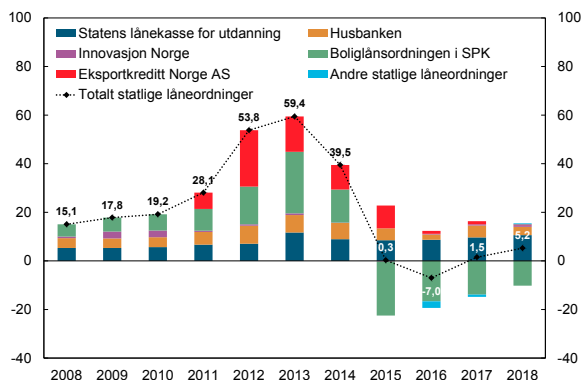
2014 har utlån fra boliglånsordningen i Statens pensjonskasse falt, samtidig som tilbakebetalingene fra ordningen har økt.

**Figur 1.2 Opplåning i statsobligasjoner. Milliarder kroner. 2008–2018**



Kilde: Norges Bank

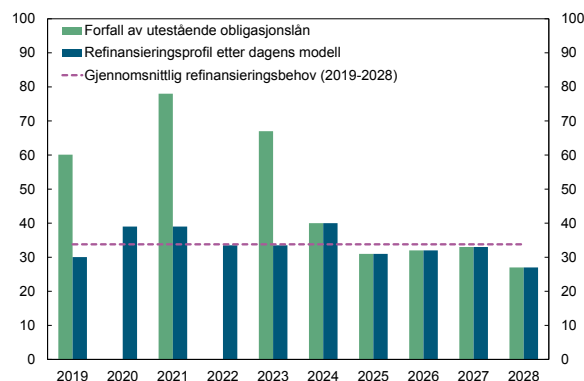
**Figur 1.3 Nettoutlån fra statlige låneinstitusjoner. Milliarder kroner. Regnskapstall for 2008–2017. Anslag for 2018**



Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

Staten låner også for å dekke forfall av utestående gjeld. Frem til år 2023 vil det forfalle et obligasjonslån hvert annet år (2019, 2021 og 2023). Normalt har refinansieringen av disse forfallene blitt fordelt på året før forfallsåret og forfallsåret. Så lenge refinansieringen gjøres på samme måte som i dag, vil årlig opplåning som følge av refinansiering være på i overkant av 30 milliarder kroner i året de kommende årene, se figur 1.4. Figuren er basert på utestående volum av statsobligasjoner ved utgangen av 2018.

**Figur 1.4 Forfall av utestående statsobligasjoner, uten statens egenbeholdning, og refinansieringsprofil. Milliarder kroner. Basert på gjelden ved utgangen av 2018**



Kilde: Norges Bank

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

# 2 LÅNESTRATEGI

## 2.1 LÅNEPROGRAMMET FOR 2018

I brev av 20. desember 2017 fastsatte Finansdepartementet rammene for statsgjeldsforvaltningen i 2018:

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

På bakgrunn av dette ble strategi og låneprogram for 2018 publisert 21. desember 2017. Låneprogrammet inneholdt en auksjonskalender med datoer for alle auksjoner. Det ble lagt opp til 16 auksjoner i obligasjoner, 16 auksjoner i vekslers og fire tilbakekjøpsauksjoner i NGB 05/2019.

Hovedmomentene i låneprogrammet for 2018 var:

- Låne om lag 50 milliarder kroner i obligasjoner i markedet.
- Utstede et nytt 10-årslån i andre kvartal.
- Legge ut det nye 10-årslånet ved syndikering dersom forholdene lå til rette, i samarbeid med primærhandlerne.
- Sikte på å utstede mellom 20 og 30 milliarder kroner til markedet i det nye 10-årslånet i 2018.
- Ha relativt hyppige auksjoner med små volum. Normalt auksjonsvolum i obligasjonslån som utvides, er 3 milliarder kroner.
- Holde utestående volum av statskasseveksler i markedet mellom 38 og 65 milliarder kroner.
- Utstede ny 12-måneders veksler med oppgjør på IMM-datoene<sup>1</sup>. I auksjoner mellom IMM-datoer vil vekslers med kortere løpetid bli utvidet.
- Styre mot en gjennomsnittlig rentebindingstid på låneporteføljen i området 3,3–3,9 år ved utgangen av året.
- Ikke inngå nye rentebytteavtaler i første halvår. Vurdere dette på nytt før andre halvår.

Samtidig med publiseringen av låneprogrammet for 2018, ble det publisert kvartalsinformasjon med et låneintervall for vekslers og obligasjoner for 1. kvartal 2018. I slutten av mars, juni og september ble det publisert informasjonsskriv med låneintervall for vekslers og obligasjoner det kommende kvartalet, samt strategi for rentebytteavtaler.

Nytt 10-årslån ble introdusert 19. april gjennom syndikering. Syndikatet bestod av de fire primærhandlerne i norske statsobligasjoner. Totalt ble det emittert 12 milliarder kroner til markedet i syndikeringen. Som følge av syndikeringen ble den annonserte auksjonen onsdag 25. april avlyst. Ellers ble alle ordinære auksjoner avholdt som planlagt. Det ble ikke holdt noen ad hoc-auksjoner. I de fire tilbakekjøpsauksjonene ble det til sammen kjøpt tilbake nærmere 16 milliarder kroner i NGB 05/2019. Fra 2017 er det lagt til rette for direkte tilbakekjøp gjennom «Request for Quote» (RFQ) for obligasjonsmarkedet på Oslo Børs. Det ble ikke gjennomført tilbakekjøp ved RFQ i 2018.

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

*Tabell 2.1 Statsobligasjoner. Låneintervall og faktisk opplåning i markedet i 2018. Milliarder kroner*

	Publisert	Faktisk
2018 samlet	Om lag 50	50
1. kvartal	10–14	11
2. kvartal	16–22	22
3. kvartal	6–10	7
4. kvartal	8–12	10

*Tabell 2.2 Statskasseveksler. Låneintervall og faktisk opplåning i markedet i 2018. Milliarder kroner*

	Publisert	Faktisk
2018 samlet		66
1. kvartal	16–20	18
2. kvartal	16–20	17
3. kvartal	15–20	16
4. kvartal	15–20	15

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

## 2.2 BRUK AV RENTEBYTTEAVTALER I 2018

Statsgjeldsforvaltningen inngikk i årene 2005–2014 rentebytteeftaler for å redusere rentebindingen på statsgjelden sammenlignet med det som følger direkte av strategien der en sprer opplåningen over løpetider opp til 10 år. Historiske tall viser at langsiktige fastrentelån normalt har en høyere markedsrente enn kortsiktige lån. Over tid vil derfor staten trolig kunne oppnå lavere rentekostnader ved å redusere rentebindingen på statsgjelden. På den annen side vil rentekostnadene svinge mer. Et uttrykk for merkostnadene ved å låne langsiktig fremfor kortsiktig er de såkalte terminpremiene. Terminpremiene kan ikke observeres direkte og må estimeres. Beregninger tyder på at terminpremiene har vært svært lave de siste årene, se figur 2.1. Lave terminpremier indikerer at besparelsen ved en kort rentebindingstid er liten.

Figur 2.1 Estimert terminpremie på 10-års statsobligasjonsrente i Norge. Prosent. Mai 2001–desember 2018



Kilde: Norges Bank

## 2.3 KORT OM STRATEGI OG LÅNEPROGRAM FOR 2019

Utstedelsesstrategien for obligasjoner og veksler vil i stor grad følge samme mønster som tidligere år. I likhet med i 2018 vil det nye 10-årslånet introduseres ved syndikering dersom markedsforholdene tillater det. Eksisterende obligasjonslån vil bli utvidet etter løpende vurderinger av etterspørselen i markedet og vurderinger av gjennomsnittlig løpetid på den utestående låneporteføljen. I likhet med foregående år vil det utstedes en ny 12-måneders veksler hver tredje måned (på IMM-datoer). Auksjonskalenderen for 2019 inneholder for første gang informasjon om hvilken veksler som planlegges emittert og planlagt emisjonsvolum. Dette er gjort for å skape mer forutsigbarhet om emisjonsmønsteret for samtlige markedsaktører. Både for obligasjoner og veksler legger vi opp til hyppige auksjoner med relativt små volumer.

Emisjonsvolumet i obligasjoner i 2019 vil være om lag det samme som i 2018. For veksler vil det årlige emisjonsvolumet bli noe lavere enn i 2018.

Det har de siste årene blitt holdt tilbakekjøpsauksjoner i det korteste obligasjonslånet når dette har hatt mindre enn ett år igjen til forfall. Statsobligasjonslån NGB 05/2019 har forfall 22. mai 2019. Det ble gjennomført to tilbakekjøpsauksjoner i dette lånet i januar 2019. Ytterligere tilbakekjøp kan bli foretatt direkte fra rentemedlemmer gjennom «Request for Quote»-funksjonaliteten på Oslo Børs.

Hovedmomenter i strategi og låneprogrammet for 2019 er:

- Sikte mot å utstede 50 milliarder kroner i statsobligasjoner, det samme som i 2018.
- Utstede en ny 10-års statsobligasjon i februar ved syndikering.
- Bygge opp det nye 10-årslånet til 20–30 milliarder kroner i markedet i løpet av 2019.
- Tilby tilbakekjøp av obligasjonslånet som forfaller i mai 2019.
- Sikte mot å holde utestående i vekslermarkedet på mellom 31 og 46 milliarder kroner gjennom året.
- Følge samme mønster som tidligere år der ny 12-måneders veksler utstedes med oppgjør på IMM-datoene. I mellomliggende auksjoner vil det bli utstedt veksler med gjennomsnittlig fire måneder til forfall i tråd med den publiserte auksjonskalenderen.
- Rentebindingstid på låneporteføljen (inkludert utestående rentebytteeftaler) vil øke fra om lag 4 år til 4½ år når det korteste obligasjonslånet forfaller i mai 2019.
- Ikke inngå nye rentebytteeftaler i første halvår. Dette vurderes på nytt før annet halvår.



## RAMME 1: ENKELTE VURDERINGER I 2018 AV STRATEGI FREMOVER

Et av målene i mandatet for statsgjeldsforvaltningen er å opprettholde en rentekurve ut til 10 år. Historisk har staten avgrenset løpetiden på låneopptaket til om lag 10 år, men det utelukker ikke muligheten til å utstede lån med lengre løpetid. En av fordelene med å utstede en lengre obligasjon, for eksempel et 15-årslån, vil være at rentekurven til enhver tid strekker seg over 10 år. Dette kan bidra til å styrke statsrentekurven som referanse og til å bedre likviditeten i markedet for lengre renteprodukter.

Det er betydelig usikkerhet knyttet til hvor stor etterspørsel det vil være etter en statsobligasjon med for eksempel 15 eller 20 års løpetid. Tilbakemeldingene fra våre markedskontakter har vært blandet. For eksempel har livsforsikringselskaper og pensjonskasser langsiktige forpliktelser og vil normalt ønske lån med lang durasjon. På den annen side vil historisk lave renter trolig redusere interessen fra denne investorgruppen. Bekymring knyttet til dårligere likviditet i en lengre obligasjon har også blitt trukket frem som en mulig begrensning på etterspørselen. Dårlig likviditet kan dessuten føre til økte utstedelsespremier og dermed høyere kostnader for staten relativt til å utstede 10-årslån.

For at en lengre obligasjon skal bidra til å styrke statsrentekurven som referanse, er det nødvendig at det jevnlig utstedes lån med løpetid over 10 år. En utfordring er at statens lånebehov fastsettes for ett år av gangen. Gitt disse begrensningene vil det være utfordrende å utstede lån med lengre løpetid enn 10 år og samtidig opprettholde en likvid referansekurve ut til 10 år. Statsgjeldsforvaltningen har konkludert med at vi ikke vil utstede lån med lengre løpetid enn om lag 10 år på nåværende tidspunkt.

# 3 PRIMÆRHANDLERORDNINGEN

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

Primærhandlerordningen bidrar positivt til målet om lavest mulig lånekostnader i statsgjeldsforvaltningen. Primærhandlerne har enerett og plikt til å delta i auksjoner. I tillegg plikter de å stille kurser på Oslo Børs for et visst volum i hvert statspapir.

Primærhandlerne inngår rammeavtale med Norges Bank om gjenkjøpsavtaler i samtlige statspapirer. Rammeavtalen sikrer at primærhandlerne kan låne statspapirer av statens egenbeholdning. Hver enkelt primærhandler har en låneramme på 2 milliarder kroner i hvert utestående obligasjons- og vekselån. En gjenkjøpsavtale innebærer at primærhandleren inngår avtale om å kjøpe et statspapir fra statens egenbeholdning med en samtidig avtale om å selge papiret tilbake til staten. En gjenkjøpsavtale kan inngås med en løpetid på maksimalt én uke. Denne låneadgangen gjør at primærhandlerne til enhver tid kan stille salgskurser på Oslo Børs uten å ha en stor beholdning av statspapirer på egen balanse.

Primærhandleravtalen sørger for at vi med en viss grad av sikkerhet får utstedt de lånevolumene vi ønsker uavhengig av rådende markedsforhold. Pliktig kursstillelse på Oslo Børs gjør det mulig å få omsetning for et minimumsbeløp i samtlige lån. I tillegg har det stor verdi for statsgjeldsforvaltningen at vi har et forpliktende samarbeid og jevnlig dialog med aktører som har markeds kunnskap og store kontaktnett av investorer.

I 2017 ble det for første gang utbetalt godtgjørelse for primærhandlere i norske statspapirer, finansiert av Norges Bank. Godtgjørelsesordningen ble videreført for kalenderåret 2018. Rammen for godtgjørelse var uendret, maksimalt 10 millioner kroner til samlet utbetaling. Godtgjørelsesordningen er todelt. Det utbetales et fast grunnbeløp til de som er primærhandlere i både statskasseveksler og statsobligasjoner gjennom hele året. I tillegg vil den enkelte primærhandler motta et prestasjonsbasert beløp etter en individuell vurdering basert på statsgjeldsforvaltningens system

for evaluering av primærhandlerne. Dette beregnes etter kvantitative kriterier for deltakelse i første- og annenhåndsmarkedet og kvalitative vurderinger av i hvilken grad primærhandlerne aktivt fremmer aktivitet i markedet for statspapirer. Det tas også hensyn til primærhandlernes overholdelse av kravene om kursstillelse på Oslo Børs. Statens lånebehov, slik dette er definert i statsbudsjettet, skal dekkes gjennom opplåning i statsobligasjoner. Det er opplåningen i obligasjoner som i første rekke vil ha betydning for statens samlede lånekostnader over tid. Primærhandlernes innsats i obligasjonsmarkedet vil derfor bli tillagt størst vekt.

For 2018 har Norges Bank fastsatt samlet godtgjørelse til primærhandlerne til 6 millioner kroner. Beløpet fordeles med 1 million kroner i grunnbeløp, som deles likt mellom primærhandlerne, og en prestasjonsbasert godtgjørelse på til sammen 5 millioner kroner som fordeles etter individuell vurdering. Rangering og individuell utbetaling av godtgjørelse til den enkelte primærhandler vil ikke bli offentliggjort.

Tabell 3.1 Primærhandlere i 2018

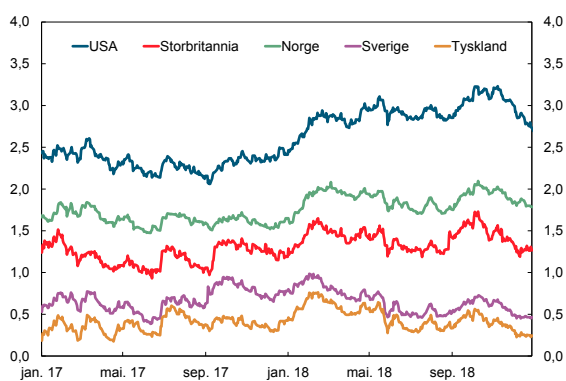
Statsobligasjoner	Statskasseveksler
Danske Bank	Danske Bank
DNB	DNB
Nordea	Nordea
SEB	SEB

# 4 OPPLÅNINGEN I 2018

## 4.1 MARKEDSUTVIKLINGEN

Internasjonalt var de langsiktige statsobligasjonsrentene omtrent uendret året sett under ett. Amerikansk 10-års statsrente steg til over 3,2 prosent i løpet av høsten, men falt tilbake mot slutten av året. Den norske 10-årsrenten fulgte en lignende utvikling. Etter å ha nådd en topp på 2,10 prosent i oktober, falt den norske 10-årsrenten tilbake til 1,80 prosent mot slutten av året, se figur 4.1.

Figur 4.1 10-års statsobligasjonsrenter. Prosent. 2. januar 2017–28. desember 2018

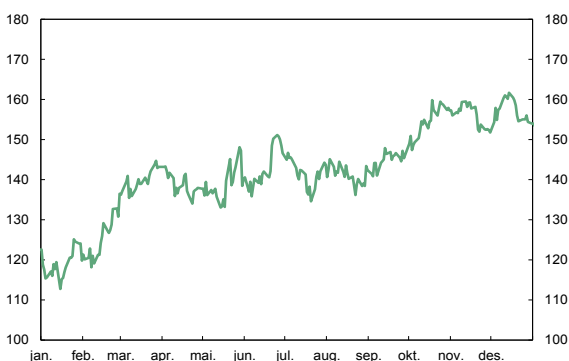


Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

De langsiktige rentene er fortsatt lave i et historisk perspektiv. Dette må sees i lys av styringsrenter internasjonalt som fortsatt holdes på lave nivåer. Unntaket er USA hvor styringsrenten ble hevet fire ganger i 2018.

Rentedifferansen mot Tyskland i tiårssegmentet steg betydelig i 2018. Ved begynnelsen av året var rentedifferansen 123 basispunkter. I desember var den over 160 basispunkter, som er det høyeste siden 2002.

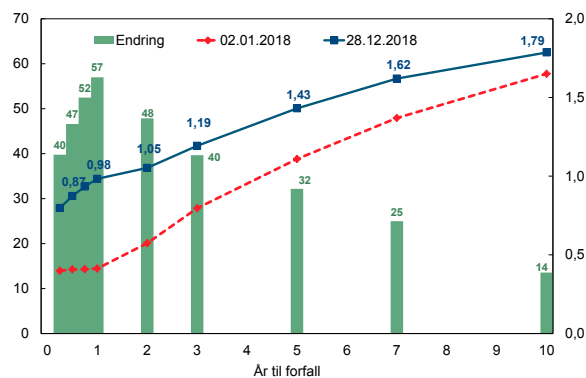
Figur 4.2 Differanse mellom norsk og tysk 10-års statsobligasjonsrente. Basispunkter. 2018



Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Korte norske statsrenter økte betydelig i løpet av 2018, se figur 4.3. Oppgangen i de korte rentene må sees i sammenheng med forventninger om en høyere styringsrente, samtidig som vekselrentene var uvanlig lave ved utgangen av 2017. De lengre statsrentene steg mindre, og 10-års syntetisk norsk statsrente var 1,79 prosent ved utgangen av 2018. Dette medførte at statsrentekurven ble flatere gjennom 2018.

Figur 4.3 Norsk syntetisk statsrentekurve ved utgangen av 2017 og 2018. Nivå i prosent (høyre akse). Endring i basispunkter (venstre akse)



Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

## 4.2 UTSTEDELSER AV STATSOBLIGASJONER

Det ble emittert statsobligasjoner for 50 milliarder kroner til markedet. Av dette ble 38 milliarder kroner lagt ut ved auksjoner og 12 milliarder kroner ved syndikering. I tillegg ble det emittert 4 milliarder kroner til statens egenbeholdning i det nye 10-årslånet. Det ble holdt 15 obligasjonsauksjoner i løpet av året. En av de planlagte auksjonene ble kansellert i forbindelse med syndikeringen.

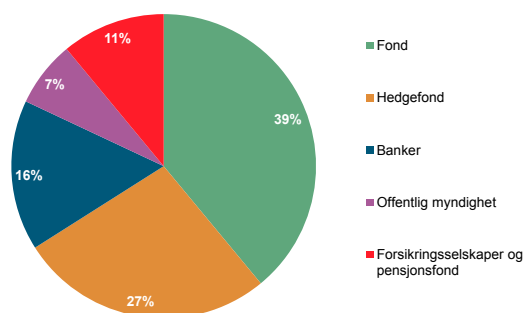
Syndikeringen av det nye lånet ble gjennomført 19. april. Dette var første gang syndikering ble brukt som salgsmåte ved utleggelse av en statsobligasjon i norske kroner. Syndikatet var satt sammen av de fire institusjonene som er primærhandlere i norske statsobligasjoner; Danske Bank, DNB, Nordea og SEB. Alle de fire medlemmene av syndikatet var likestilte og fungerte som «Joint Lead Manager».

Det kom interesser for 24 milliarder kroner (ekskludert interesser fra Joint Lead Managers), og endelig utstedelsesvolum ble 12 milliarder kroner. Dette er det

dobbelte av normalt utstedelsesvolum i en første-gangsauksjon. Lånet ble priset til 27 basispunkter under midtrenten i swap-markedet for samme løpetid, noe som ga en effektiv rente på 2,011 prosent.

Fordelt på type investorer var det fondsforvaltere og hedgefond som fikk høyest andel av tildelingen med henholdsvis 39 og 27 prosent, se figur 4.4.

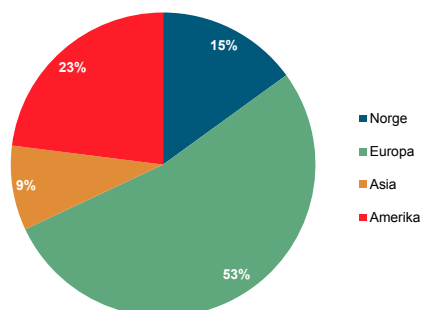
**Figur 4.4** Investorfordeling i syndikeringen. Andel i prosent av utstedelsevolumet



Kilde: Norges Bank

Europeiske investorer mottok 53 prosent av utstedelsesvolumet. Amerikanske, norske og asiatiske investorer fikk henholdsvis 23, 15 og 9 prosent av tildelingen, se figur 4.5.

**Figur 4.5** Regionfordeling i syndikeringen. Andel i prosent av utstedelsevolumet



Kilde: Norges Bank

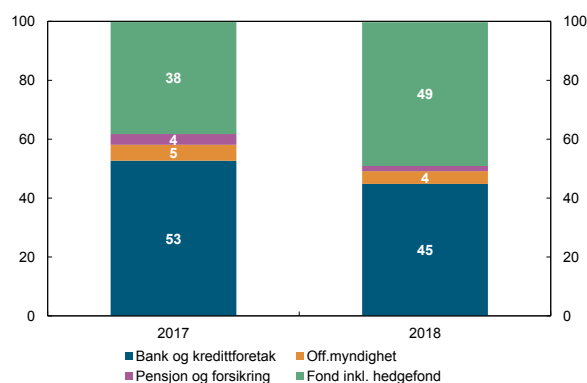
Syndikering som salgsform går ut på at låntaker, i dette tilfelle den norske stat, inviterer flere banker – syndikatet – til å samarbeide om å hente inn penger til et lån. Syndikatet vil kontakte investorer både i Norge og utlandet for å kartlegge interessen for å kjøpe obligasjonen som utstedes. I motsetning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

Syndikering antas å kunne nå frem til flere investorer enn auksjoner. Det gir også utsteder mulighet til å påvirke sammensetningen av investorer. Syndikering er fleksibelt med hensyn til volum som lånes og tidspunkt for gjennomføring.

Det nye 10-årslånet ble utvidet i seks av de resterende auksjonene i 2018. Totalt ble det utstedt 27 milliarder kroner til markedet i dette lånet i løpet av året. Videre ble det holdt fem auksjoner i 5-årslånet NGB 05/2023, med et totalt utstedelsesvolum på 13 milliarder kroner. De resterende 10 milliardene ble fordelt på NGB 02/2027 og NGB 05/2021.

Norges Bank har siden 2017 innhentet opplysninger om tildeling i auksjonene fordelt på investorkategorier og geografisk tilhørighet. I 2018 gikk halvparten av auksjonsvolumet til fond, inkludert hedgefond. Dette var en noe høyere andel enn i 2017, se figur 4.6. Banker og kredittforetak fikk en tilsvarende lavere andel. I denne kategorien inngår primærhandlerne. De tar normalt store volum i auksjonene, som de senere selger til investorer i annenhåndsmarkedet.

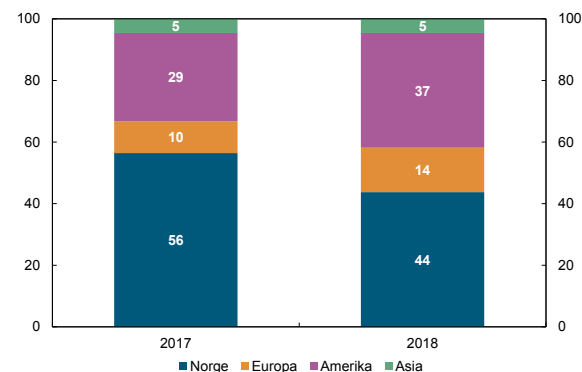
**Figur 4.6** Investorfordeling i auksjoner. Andel i prosent av utstedelsevolumet. 2017 og 2018



Kilde: Norges Bank

Figur 4.7 viser at investorer i Amerika (Nord-, Mellom- og Sør-Amerika) tok mer enn en tredel av volumet som ble lagt ut ved auksjon. Andelen til Norge er høy fordi primærhandlerne inngår i denne gruppen.

**Figur 4.7** Regionfordeling i auksjoner. Andel i prosent av utstedelsevolumet. 2017 og 2018

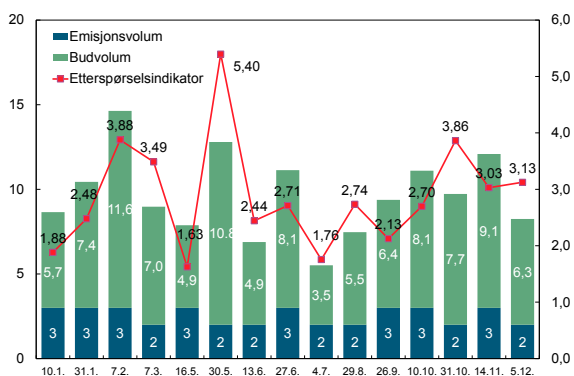


Kilde: Norges Bank

Gjennomsnittlig etterspørselsindikator (samlet budvolum i forhold til tildelt volum) for de 15 auksjonene ble 2,9, noe høyere enn gjennomsnittet for 2017 som

var 2,5. Gjennomsnittlig auksjonspremie, målt som tildelingsrente fratrukket samtidig salgsrente på Oslo Børs, var 2 basispunkter. Til sammenligning var gjennomsnittlig auksjonspremie 4 basispunkter i perioden 2010–2017.

Figur 4.8 Bud- og salgsvolum for auksjoner av statsobligasjoner (v.a.) og etterspørselsindikator (h.a.) 2018. Milliarder kroner



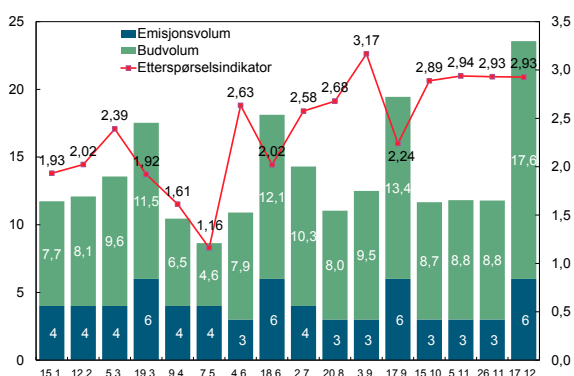
Kilde: Norges Bank

### 4.3 AUKSJONER AV STATSKASSEVEKSLER

Det ble emittert statskasseveksler for 66 milliarder kroner til markedet gjennom 16 auksjoner. Ny 12-måneders veksler utstedes fire ganger i året på IMM-datoer med 6 milliarder kroner til markedet. I de mellomliggende auksjonene ble veksler med 6 måneder eller mindre til forfall utvidet. Staten tegnet seg for 8 milliarder kroner i hvert av de nye lånene som ble lagt ut i mars, juni og september og 6 milliarder kroner i lånet som ble lagt ut i desember.

Gjennomsnittlig etterspørselsindikator for de 16 auksjonene ble 2,4. Gjennomsnittlig auksjonspremie var 8 basispunkter. Etterspørselsindikatoren var i gjennomsnitt høyere i andre halvår enn i første. Det ble imidlertid utstedt noe mer veksler i hver auksjon i første halvår.

Figur 4.9 Bud- og salgsvolum for auksjoner av statskasseveksler (v.a.) og etterspørselsindikator (h.a.) 2018. Milliarder kroner



Kilde: Norges Bank

### 4.4 TILBAKEKJØP AV NGB 05/2019 (NST 473)

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

Det var fire tilbakekjøpsauksjoner i dette lånet i 2018, se tabell 4.1. Tilbakekjøpene ble gjennomført ved flerprisauksjoner gjennom handelssystemet på Oslo Børs. Samlet budvolum i de fire auksjonene var 32,8 milliarder kroner. Av dette ble 15,9 milliarder kroner kjøpt tilbake av staten. Til sammenligning ble det kjøpt tilbake 14,8 milliarder kroner i de fire første tilbakekjøpsauksjonene i NGB 05/2017.

Avgjørelsen om volum på tilbakekjøpene ble basert på en intern prisingsmodell og på ulike kryssjekkmødeller.

Tabell 4.1 Tilbakekjøpsauksjoner i 2018. Millioner kroner

Auksjonsdato	Volum kjøpt tilbake
27.6.2018	7 485
3.9.2018	6 340
10.10.2018	574
26.11.2018	1 500

# 5 ANNENHÅNDSMARKEDET

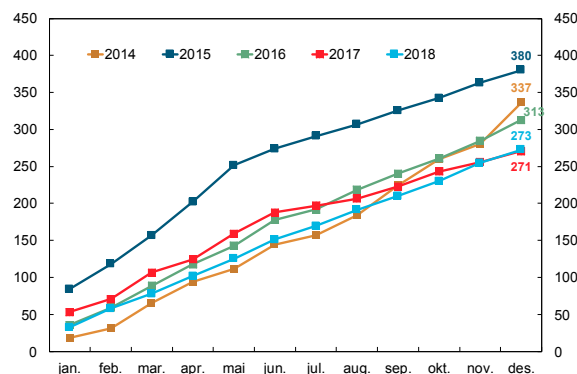
Norske statspapirer omsettes i markedet for automatisk slutning<sup>2</sup> på Oslo Børs, direkte mellom aktører («over-the-counter») og på andre organiserte markedsplasser som for eksempel Bloomberg, Eurex Bonds og Tradeweb. De norske statspapirene er notert på Oslo Børs og selges i førstehåndsmarkedet kun på Oslo Børs. Det innebærer at en primærhandler må være medlem av Oslo Børs for å kunne handle i statspapirene.

## 5.1 OMSETNING I ANNENHÅNDSMARKEDET

Primærhandlerne rapporterer på daglig basis alle kjøp og salg av statspapirene til Norges Bank.<sup>3</sup> Hver eneste omsetning er fordelt på motpartens geografiske tilhørighet og hva slags investor motparten er. Gjennkjøpsavtaler skal rapporteres, men inngår ikke i omsetningsstatistikken i de følgende figurene. Statistikken (som kun omfatter omsetning der en norsk primærhandler er involvert) gir et bilde av hvilke regioner og investorkategorier som kjøper og selger de norske statspapirene. Fordeling på mange regioner og mange ulike investorer indikerer at det er en bred investorbase for norske statspapirer.

Figur 5.1 viser hvordan den rapporterte omsetningen for statsobligasjoner fordeler seg på de enkelte månedene i årene 2014–2018. I 2018 var rapportert omsetning fra primærhandlerne om lag 273 milliarder kroner, litt høyere enn i 2017. I gjennomsnitt for denne perioden utgjør omsetningen i første halvår 59 prosent av årlig omsetning. For 2018 var denne andelen 56 prosent.

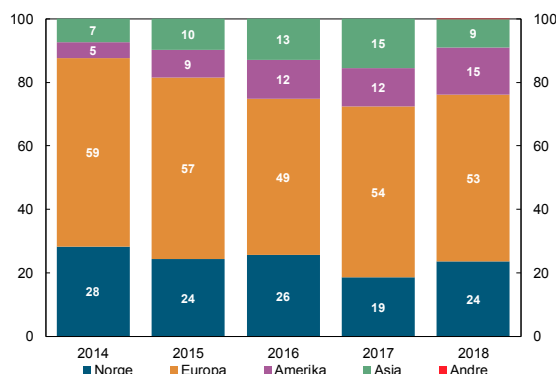
Figur 5.1 Statsobligasjoner. Akkumulert omsetning fordelt per måned. Milliarder kroner. 2014–2018



Kilder: Primærhandlerne og Norges Bank

I 2018 utgjorde primærhandlerens omsetning med motparter i Norge 24 prosent av rapportert omsetning, om lag det samme som gjennomsnittet for 2014–2017, se figur 5.2. De europeiske motpartene (utenom Norge) stod for 53 prosent av rapportert omsetning, mens gjennomsnittet for årene 2014–2017 var 55 prosent. Omsetningen mot motparter i Amerika (Nord-, Sør- og Mellom-Amerika) har de siste årene økt. I 2018 stod amerikanske motparter for 15 prosent av rapportert omsetning, opp fra rundt 12 prosent de to siste årene. Siden 2014 har omsetningen mot asiatiske motparter økt noe, men i 2018 falt omsetningen mot disse motpartene betydelig.

Figur 5.2 Statsobligasjoner. Primærhandlerens omsetning fordelt på regioner. Andeler i prosent. 2014–2018



Kilder: Primærhandlerne og Norges Bank

Investorkategorien fond, inkludert hedgefond, har de siste årene hatt en stigende andel av rapportert omsetning. De to siste årene har denne investorkategorien vært den klart største motparten til primærhandlerne. I 2018 var andelen til fond 41 prosent,

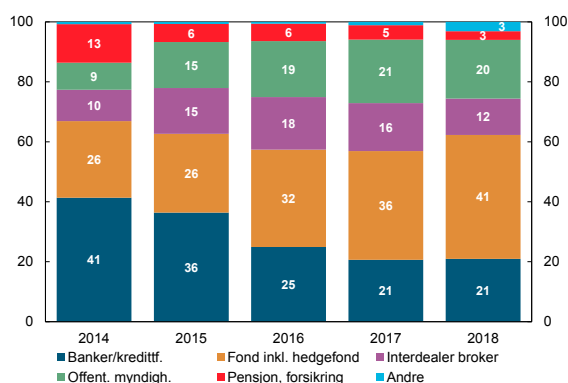
2 I markedet for automatisk slutning stiller primærhandlerne bindende kurser og volum hver handelsdag i henhold til primærhandleravtalen. Medlemmer på Oslo Børs kan handle på disse kursene og volumene direkte i handelssystemet.  
3 Rapporteringen bygger på EUs «Harmonized reporting format» som er utarbeidet i samarbeid mellom de ulike statsgjeldskontorene i euroområdet og European Primary Dealers Association (EPDA). I Norge begynte rapporteringen i 2013 på månedsbasis. Fra 2018 er rapporteringen på daglig basis.

opp fra 36 prosent i 2017. I gjennomsnitt for perioden 2014–2017 var andelen for denne investorkategorien 30 prosent av rapportert omsetning.

Banker og kredittforetak hadde en andel på 21 prosent i 2018. Banker og kredittforetak har siden 2014 hatt en fallende andel av rapportert omsetning, men i 2018 var andelen uendret i forhold til 2017. Også investorkategorien pensjons- og forsikringselskaper har i årene fra 2014 til 2018 hatt en fallende andel.

Primærhandlerne rapporterte at 12 prosent av samlet omsetning i 2018 var med «interdealer brokers». Dette er omsetning hvor primærhandlerne ikke vet hvilken sluttinvestor som står bak ordren.

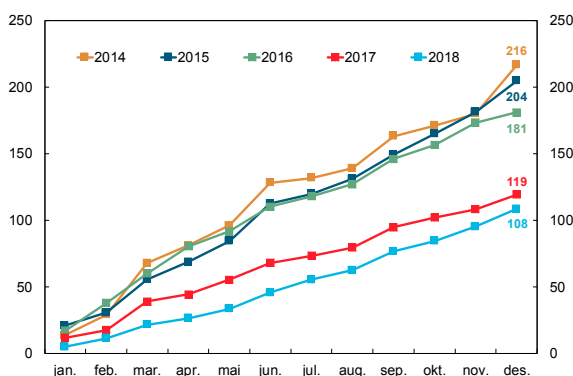
**Figur 5.3 Statsobligasjoner. Primærhandlernes omsetning fordelt på investorkategorier. Andeler i prosent. 2014–2018**



Kilder: Primærhandlerne og Norges Bank

Figur 5.4 viser hvordan den rapporterte omsetningen for statskasseveksler fordeler seg på de enkelte månedene i årene 2014–2018. I 2018 var omsetningen 108 milliarder kroner, en nedgang på nesten 11 milliarder kroner i forhold til 2017. Omsetningen av statskasseveksler har falt betydelig de siste årene. Siden 2014 har nå rapportert omsetning blitt halvert. Noe av forklaringen på dette kan være at bytteordningen ble helt utfaset i løpet av 2014, samt at utestående volum av statskasseveksler har blitt lavere de siste årene.

**Figur 5.4 Statskasseveksler. Akkumulert omsetning fordelt per måned. Milliarder kroner. 2014–2018**



Kilder: Primærhandlerne og Norges Bank

Statskassevekslene kjøpes i første rekke av innenlandske aktører. Primærhandlerne rapporterte at det i 2018 ble omsatt vekslere for litt over 93 milliarder kroner til motparter i Norge. Det utgjør en andel på 87 prosent, opp fra 76 prosent i 2017. I gjennomsnitt for perioden 2014–2017 var andelen 78 prosent av rapportert omsetning. Europeiske motparter hadde i 2018 en andel av rapportert omsetning på i underkant av 12 prosent, mens andelen til amerikanske motparter var litt over 1 prosent.

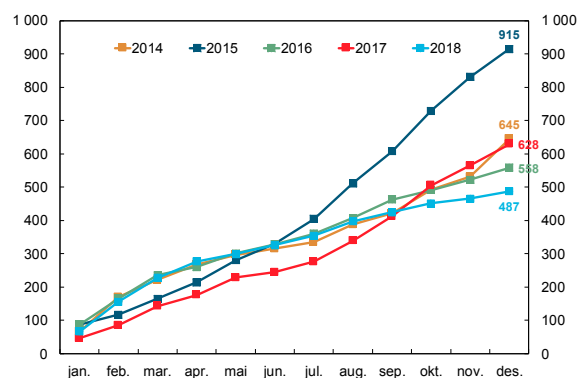
I årene 2014–2018 har de tre investorkategoriene banker og kredittforetak, fond inkludert hedgefond og pensjon- og forsikringselskaper stått for om lag 90 prosent av rapportert omsetning av statskasseveksler.

## 5.2 UTLÅN FRA STATENS EGENBEHOLDNING

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

Utlån av statsobligasjoner fra statens egenbeholdning akkumulert over 2018 beløp seg til litt over 487 milliarder kroner i pålydende verdi, en reduksjon på 141 milliarder kroner fra 2017. I 2018 stod NGB 02/2027 for over 47 prosent av samlet utlån av statsobligasjoner fra statens egenbeholdning. Det nye 10-årslånet NGB 04/2028 stod for i underkant av 2 prosent av samlet utlån av statsobligasjoner.

**Figur 5.5 Statsobligasjoner. Akkumulerte utlån fra statens egenbeholdning til primærhandlerne fordelt per måned. Milliarder kroner. 2014–2018**



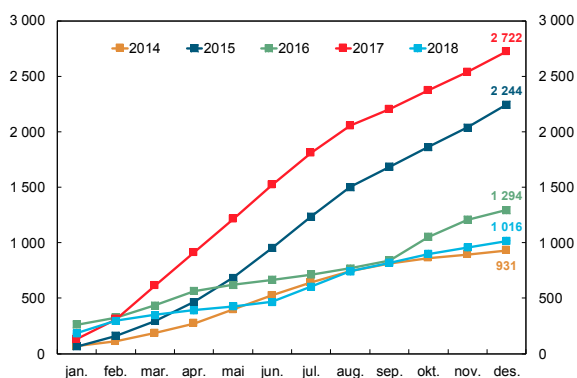
Kilde: Norges Bank

Utlån av statskasseveksler fra statens egenbeholdning akkumulert over 2018 beløp seg til 1 016 milliarder



kroner i pålydende verdi, en reduksjon på hele 1 706 milliarder kroner fra 2017. De siste årene har det vært normalt at utnyttelsen av låneadgangen er gjennomgående høyest for den til enhver tid korteste vekselen. I 2018 ble derimot låneadgangen utnyttet mest for vekslene som forfalt 6 eller 9 måneder frem i tid.

**Figur 5.6 Statskasseveksler. Akkumulerte utlån fra statens egenbeholdning til primærhandlerne fordelt per måned. Milliarder kroner. 2014–2018**



Kilde: Norges Bank

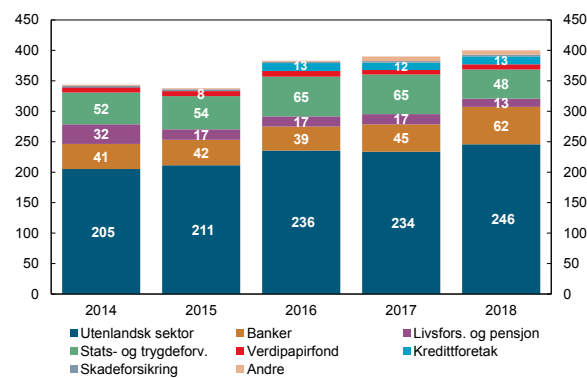
### 5.3 EIERFORDELING I NORSKE STATSPAPIRER

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

Ved utgangen av 2018 eide utenlandske investorer i underkant av 246 milliarder kroner i norske statsobligasjoner. Dette utgjorde 61 prosent av utestående beholdning. Eierandelen har vært stabil de siste årene. Figur 5.7 viser at siden 2014 har utenlandsk sektor økt sin beholdning med 41 milliarder kroner. I samme periode har utestående beholdning økt med litt over 56 milliarder kroner.

Av de innenlandske investorene er det banker som har de største beholdningene av statsobligasjoner. Nedgangen i beholdningene til stats- og trygdeforvaltningen fra 2017 til 2018 skyldes at staten har redusert egenbeholdningen med 4 milliarder kroner i hvert utestående statsobligasjonslån. Ved utgangen av desember i 2017 var statens egenbeholdning 56 milliarder kroner, mens den ved utgangen av 2018 var redusert til 32 milliarder kroner. Egenbeholdningen benyttes i gjenkjøpsavtaler med primærhandlerne.

**Figur 5.7 Statsobligasjoner. Eierfordeling ved utgangen av året. Milliarder kroner. 2014–2018**

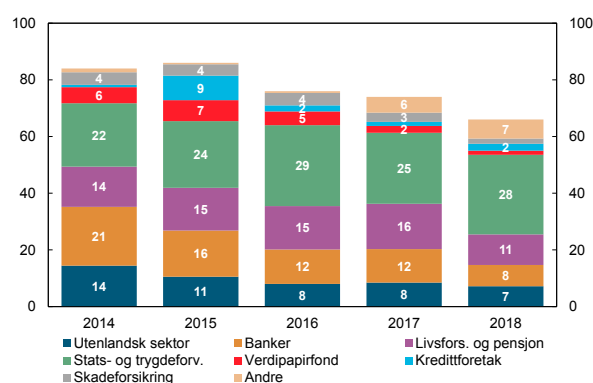


Kilde: Verdipapirsentralen

Et nytt 10-årslån (NGB 04/2028) ble utstedt i april og utvidet gjennom året slik at totalt utestående ved årsslutt var 31 milliarder kroner. Ved utgangen av året eide utenlandske investorer litt over 18 milliarder kroner i NGB 04/2028. Innenlandske banker eide litt over 2 milliarder kroner, mens livsforsikringselskaper og pensjonskasser eide litt under 2 milliarder kroner. Innenlandske kredittforetak eide litt over 1 milliard kroner.

Ved utgangen av 2018 var samlet utestående av statskasseveksler 66 milliarder kroner. De største eierne, utenom staten, var norske banker og livsforsikringselskaper og pensjonskasser med henholdsvis 8 og 11 milliarder kroner. Utenlandsk sektor eide 7 milliarder kroner. Staten hadde en egenbeholdning på 30 milliarder kroner.

**Figur 5.8 Statskasseveksler. Eierfordeling ved utgangen av året. Milliarder kroner. 2014–2018**



Kilde: Verdipapirsentralen



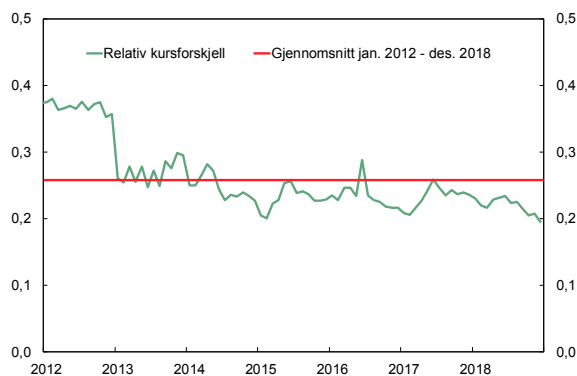
## 5.4 LIKVIDITETEN I ANNEHÅNDSMARKEDET

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

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 2018 og lå gjennom hele året godt under gjennomsnittet for de siste fem årene. Dette indikerer at annenhåndsmarkedet for norske statsobligasjoner har blitt noe mer likvid.

Figur 5.9 Statsobligasjoner. Relativ kursforskjell. Månedlig gjennomsnitt. Prosent. Januar 2012-desember 2018



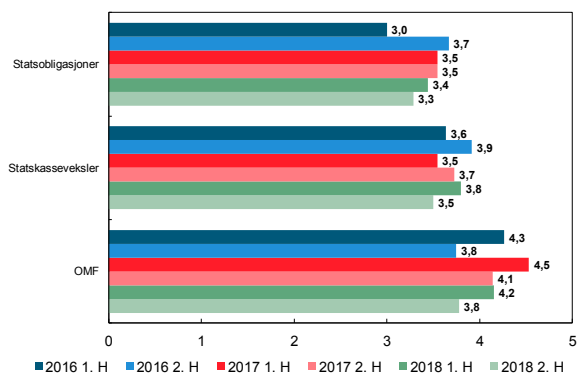
Kilder: Oslo Børs, Thomson Reuters og Norges Bank

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

I undersøkelsen definerer Norges Bank at «med likviditet menes muligheten til å gjøre handler i et papir relativt raskt uten at det skaper vesentlige bevegelser i prisene». Både i første og annet halvår 2018 ble likviditeten i statskasseveksler og statsobligasjoner oppfattet som litt bedre enn middels. I gjennomsnitt for begge halvår i 2018, oppfattes likviditeten i stats-

papirene som uendret i forhold til gjennomsnittet for de to foregående årene. Resultatene for statspapirmarkedet var noe svakere enn vurderingen av OMF-markedet, se figur 5.10.

Figur 5.10 Vurdering av markedslikviditeten. Gjennomsnitt av respondenter. Skala: 1 (dårlig), 2-3 (middels), 4-5 (meget god)

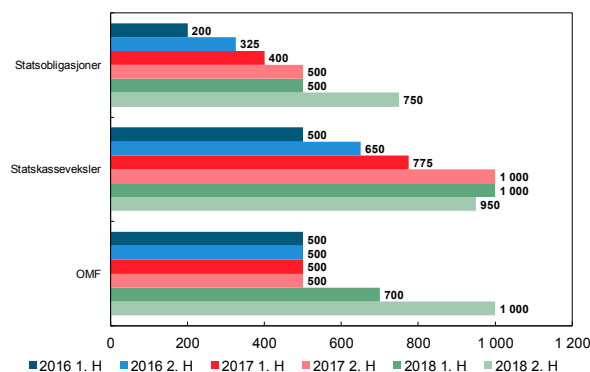


Kilde: Norges Bank

Gruppen av respondenter er ikke lik for disse markedene. Det er 10 respondenter som i første halvår av 2018 har svart på spørsmål om statspapirmarkedet, mens det i andre halvår er 7 respondenter. I både første og andre halvår var 3 av respondentene prisstillere, mens resten var investorer. For OMF var det i første og andre halvår henholdsvis 14 og 10 respondenter, hvor 6 av respondentene var prisstillere.

Norges Bank stiller også spørsmål om hvor store volum som kan handles i en enkelt obligasjon uten at prisene endrer seg betydelig. Oppgitt volum fra respondentene samlet sett for hele 2018 viste en betydelig bedring for statskasseveksler, statsobligasjoner og OMF, se figur 5.11. I andre halvår av 2018 var det spesielt en markert oppgang i oppgitt volum for både statsobligasjoner og OMF.

Figur 5.11 Vurdering av volum som kan omsettes i annenhåndsmarkedet uten at prisene endrer seg betydelig. Medianbesvarelse. Millioner kroner



Kilde: Norges Bank

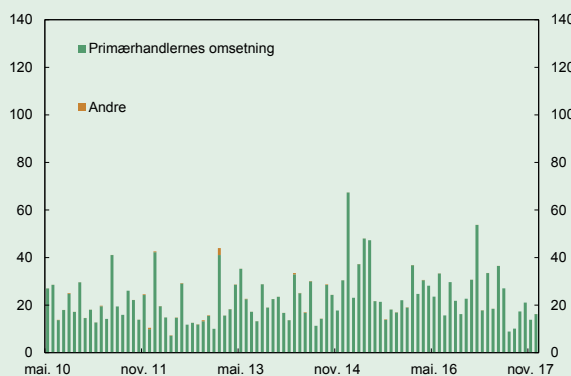
## RAMME 2: PRIMÆRHANDLERNES RAPPORTERING

Primærhandlerne har siden 2013 rapportert månedlig omsetning i statspapirmarkedet til Norges Bank. Fra og med januar 2018 har dette blitt skiftet ut med daglig rapportering av alle transaksjoner i veksler og obligasjoner. Før 2018 ble disse transaksjonene rapportert til Oslo Børs, men med innføringen av MiFID II er det ikke lenger påkrevd at rentemedlemmene rapporterer dette til børsen. Omsetningen i norske statspapirer på Oslo Børs i 2018 er derfor ikke sammenlignbar med omsetningen i tidligere år.

Månedlige omsetningstall i hver enkelt statsobligasjon og veksler publiseres den 15. hver måned på Norges Banks nettside<sup>4</sup>. Dette for å gi bedre informasjon om aktiviteten i markedet. Grunnlaget for omsetningsberegningen er primærhandlernes rapporterte transaksjoner. Omsetningen omfatter kun ordinære transaksjoner i annenhåndsmarkedet. Transaksjoner i førstehåndsmarkedet (auksjoner og syndikering) og gjenkjøpsavtaler er ikke inkludert.

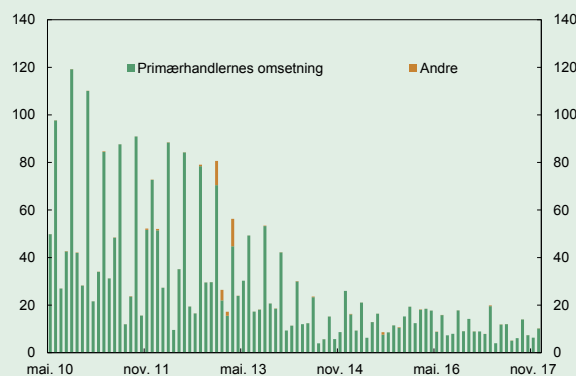
Det er hensiktsmessig å undersøke hvor godt primærhandlernes rapportering til statsgjeldsforvaltningen samsvarer med omsetningen rapportert til Oslo Børs før 2018. I utgangspunktet skulle alle transaksjoner i statspapirer gjort av ett eller flere rentemedlemmer på Oslo Børs rapporteres dit. Tall for omsetningen på Oslo Børs i perioden mai 2010 – desember 2017 viser at primærhandlernes omsetningsandel på Oslo Børs i statsobligasjoner i gjennomsnitt er over 99 prosent i perioden, se figur 1. Vekselomsetningen viser en lignende utvikling. Primærhandlernes andel i vekslene var om lag 99 prosent i perioden mai 2010 – desember 2017, se figur 2.

**Figur 1 Omsetning på Oslo Børs i statsobligasjoner fordelt på primærhandlerne og andre. Milliarder kroner. Mai 2010–desember 2017**



Kilde: Oslo Børs

**Figur 2 Omsetning på Oslo Børs i statskasseveksler fordelt på primærhandlerne og andre. Milliarder kroner. Mai 2010–desember 2017<sup>1</sup>**



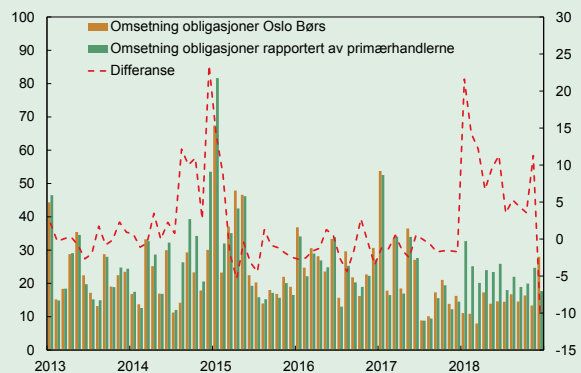
<sup>1</sup> Vekselomsetningen før 2014 var uvanlig høy hver tredje måned grunnet rullinger i bytteordningen som er inkludert i omsetningstallene her.

Kilde: Oslo Børs

Gitt at primærhandlernes andel av omsetningen før 2018 var nær 100 prosent av den rapporterte omsetningen til Oslo Børs, er det nærliggende å tro at primærhandlernes omsetningsrapportering til statsgjeldsforvaltningen gir et godt uttrykk for omsetningen gjennom institusjoner som er rentemedlemmer på børsen. Figur 3 viser obligasjonsomsetningen på Oslo Børs i perioden 2013–2018, sammenlignet med primærhandlernes omsetningsrapportering til Norges Bank. For 2016 og 2017 er det godt samsvar mellom rapporteringen til Oslo Børs og Norges Bank. For 2018 er rapportert omsetning til Oslo Børs lavere enn til Norges Bank, jf bortfallet av rapporteringsplikten til børsen. Gitt det gode samsvaret i rapporteringen før 2018, er det grunn til å tro at rapporteringen til Norges Bank gir et rimelig korrekt bilde av omsetningen i statsobligasjoner.

<sup>4</sup> Se <https://www.norges-bank.no/Bank-og-marked/Statsgjeld/Annenhandsmarkedet/>

Figur 3 Sammenligning av primærhandlerne omsetningsrapportering med Oslo Børs omsetning. Statsobligasjoner. Milliarder kroner. 2013–2018



Kilder: Oslo Børs og Norges Bank

# 6 LÅNEKOSTNADER

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

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

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

## 6.1 ULIKE MÅL FOR LÅNEKOSTNADEN

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

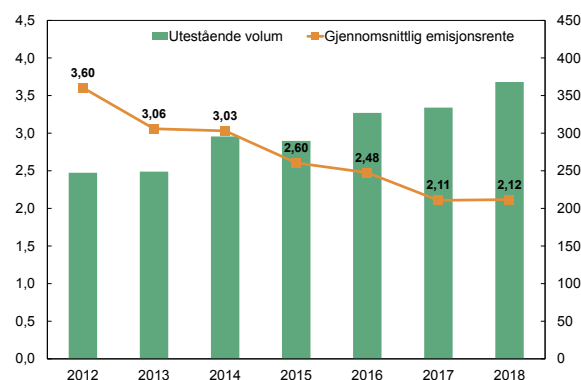
### 6.1.1 Gjennomsnittlig emisjonsrente

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

Ved utgangen av 2018 var utestående volum av obligasjoner om lag 368 milliarder kroner (ekskl. statens egenbeholdning) med en gjennomsnittlig emisjonsrente på 2,12 prosent. Det er en oppgang på 0,01

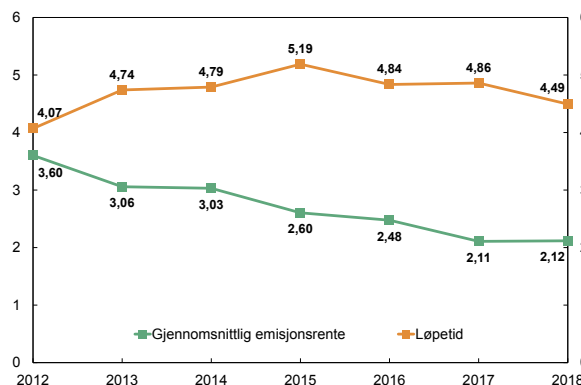
prosentpoeng siden utgangen av 2017. I samme periode er løpetiden redusert med 0,37 år, se figurene 6.1 og 6.2. Gjennomsnittlig emisjonsrente er siden 2012 redusert med 1,49 prosentpoeng.

Figur 6.1 Statsobligasjoner. Gjennomsnittlig emisjonsrente i prosent (venstre akse) og utestående volum ved utgangen av hvert år i milliarder kroner (høyre akse). Ekskludert statens egenbeholdning. 2012–2018



Kilde: Norges Bank

Figur 6.2 Statsobligasjoner. Gjennomsnittlig emisjonsrente i prosent og løpetid i år. Ekskludert statens egenbeholdning. Ved utgangen av hvert år. 2012–2018

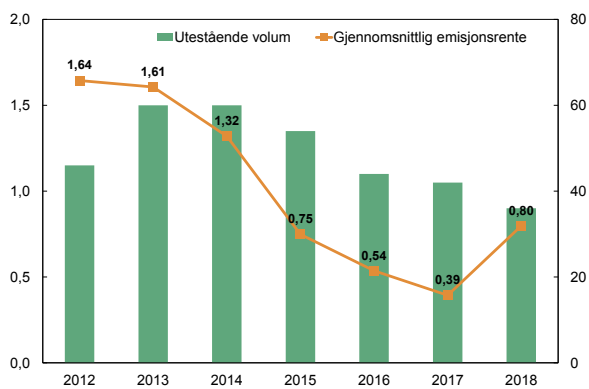


Kilde: Norges Bank

Gjennomsnittlig emisjonsrente for statskassevekslene var 0,80 prosent for den utestående beholdningen ved utgangen av 2018. Det er opp 0,41 prosentpoeng siden utgangen av 2017, se figurene 6.3 og 6.4. Sammenlignet med 2012 er det en nedgang på 0,84 prosentpoeng.

Utestående volum av statskasseveksler (ekskl. statens egenbeholdning) var ved utgangen av 2018 på 36 milliarder kroner. Løpetiden har de siste sju årene vært stabil på om lag et halvt år, se figur 6.4, og gjenspeiler en jevn utstedelse av veksler.

Figur 6.3 Statskasseveksler. Gjennomsnittlig emisjonsrente i prosent (venstre akse) og utestående volum ved utgangen av hvert år i milliarder kroner (høyre akse). Ekskludert statens egenbeholdning og bytteordningen<sup>1</sup>. 2012–2018

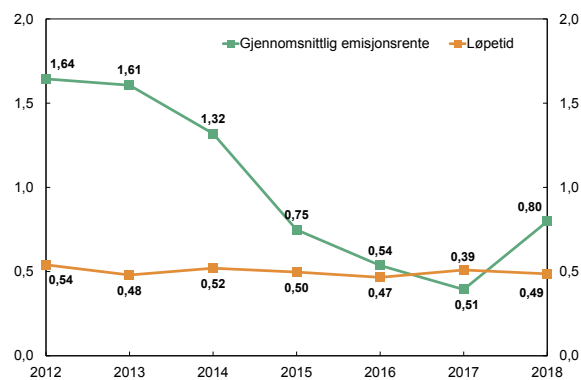


<sup>1</sup> Se vedlegg D – definisjoner.

Kilde: Norges Bank

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

Figur 6.4 Statskasseveksler. Gjennomsnittlig emisjonsrente i prosent og løpetid i år. Ekskludert statens egenbeholdning og bytteordningen. Ved utgangen av hvert år. 2012–2018



Kilde: Norges Bank

## 6.1.2 Regnskapsmessig kostnad

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

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

markedsrenten for obligasjonslånene. Regnskapsmessig fordeles overkurs og underkurs over gjestående løpetid til lånene. I 2018 ble det inntektsført 2,3 milliarder kroner til amortisert kost for statsobligasjoner. Emisjoner gjort til overkurs førte til inntektsføring også i perioden 2012 til 2017.

Obligasjonene betaler på den andre siden en kupongrente. I 2018 utbetalte staten 10,1 milliarder kroner i kupong på utestående obligasjonsbeholdning.

Statskasseveksler har ingen kupong og utstedes normalt til underkurs og blir regnskapsført på forfallstidspunktet. I 2018 ble det kostnadsført 0,2 milliarder kroner til amortisert kost for statskassevekslene.

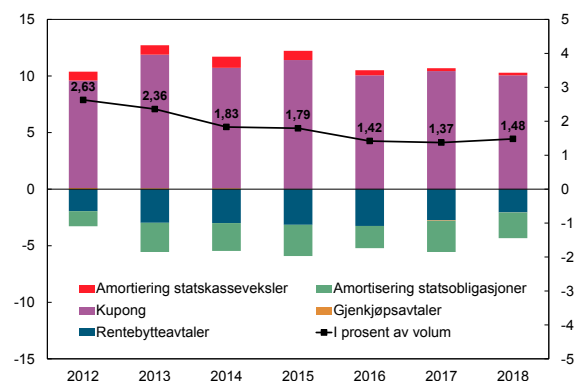
Rentebytteavtalene ble inngått på et tidspunkt da rentenivået var høyere. De siste sju årene har staten mottatt en fastrente som er høyere enn den flytende renten som er betalt. I 2018 mottok staten netto 2,1 milliarder kroner på sine rentebytteavtaler, som var 0,7 milliarder kroner mindre enn i 2017. I løpet av 2018 ble nominell beholdning av rentebytteavtaler gradvis redusert fra 66,9 til 49,9 milliarder kroner.

Ved utgangen av 2018 hadde statens portefølje av rentebytteavtaler en samlet markedsverdi på 2,7 milliarder kroner i statens favør. Om fremtidige pengemarkedsrenter blir slik de implisitte fremtidsrentene indikerer, vil staten dermed også ha en positiv konstantstrøm fra rentebytteavtalene i årene som kommer.

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

Netto regnskapsførte kostnader utgjorde 1,48 prosent av gjennomsnittlig nominelt volum av veksler og obligasjoner i 2018. Det er 0,11 prosentpoeng høyere enn året før, men 1,15 prosentpoeng lavere enn for 2012, se figur 6.5.

Figur 6.5 Regnskapsførte inntekter og kostnader. Ekskludert statens egenbeholdning og bytteordningen. Milliarder kroner (venstre akse) og prosent av volum (høyre akse). 2012–2018

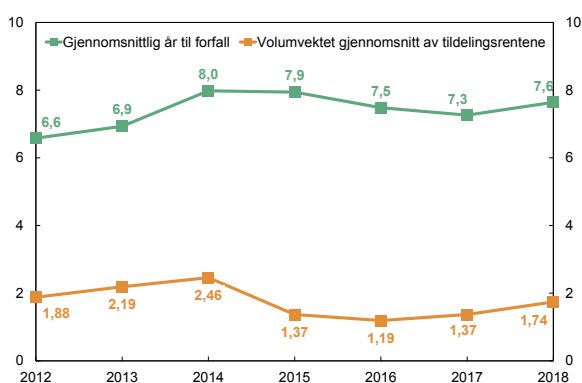


Kilde: Norges Bank

## 6.2 ANALYSE AV AUKSJONSPREMIEN

I 2018 var gjennomsnittlig volumvektet tildelingsrente 1,74 prosent for de statsobligasjonene som ble emittert det året, mot 1,37 prosent i 2017. Samtidig økte også gjennomsnittlig år til forfall for emisjonene. Lånene som ble auksjonert i 2018 hadde en gjennomsnittlig tid til forfall på 7,6 år målt på emisjonstidspunktet, en oppgang på 0,3 år fra 2017.

**Figur 6.6 Statsobligasjoner. Volumvektet gjennomsnitt av tildelingsrentene i emisjonene hvert enkelt år. Gjennomsnittlig år til forfall for emiterte lån på emisjonstidspunktet. 2012–2018**



Kilde: Norges Bank

Oppgangen i volumvektet gjennomsnitt av tildelingsrentene kan også forklares med generell renteoppgang gjennom 2018. Syntetisk 5- og 10-års statsobligasjonsrente i Norge steg med henholdsvis 32 og 14 basispunkter. I 2018 ble det emittert 50 milliarder kroner i statsobligasjoner. Emisjonene i lån med om lag 5 og 10 år gjenstående løpetid utgjorde henholdsvis 13 og 27 milliarder kroner, eller 80 prosent av samlet emisjonsvolum.

For NGB 05/2023 («5-åringen») var gjennomsnittlig volumvektet tildelingsrente 1,44 prosent. Det var det samme som gjennomsnittlig syntetisk 5-års statsrente i 2018.

NGB 04/2028 (ny «10-åring» i 2018) ble emittert til gjennomsnittlig rente på 1,95 prosent. Det var 7 basispunkter høyere enn gjennomsnittlig 10-års syntetisk statsobligasjonsrente i 2018. I 2017 var gjennomsnittlig volumvektet tildelingsrente for NGB 02/2027 (ny «10-åring» i 2017) 1,67 prosent, noe som var 3 basispunkter høyere enn gjennomsnittlig 10-års syntetisk statsobligasjonsrente i 2017.

### 6.2.1 Tildelingsrente vurdert mot salgsrente

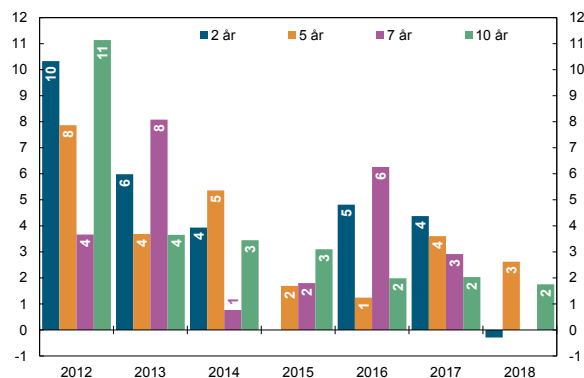
Statsgjeldsforvaltningen vurderer auksjonspremiene som avviket mellom tildelingsrenten og samtidig salgsrente («ask»-rente) i annenhåndsmarkedet. For staten vil en lav premie innebære et godt resultat siden tildelingsrenten er lav sammenlignet med

tilsvarende salgsrente i annenhåndsmarkedet. Tabell 6.1 oppsummerer auksjonspremiene tilbake til 2012 for 101 auksjoner, det vil si med unntak av førstegangsemisjoner hvor det ikke eksisterer noen kursstillelse i annenhåndsmarkedet på auksjonstidspunktet.

Tabellen viser at gjennomsnittlig auksjonspremie i 2018 var 1,9 basispunkter, nesten ett basispunkt lavere enn i 2017. Gjennomsnittlig auksjonspremie i perioden 2012–2017 var 4,1 basispunkter.

Siden 2012 har halvparten av alle auksjoner vært i lån som har hatt om lag 10 år til forfall (58 av 116 auksjoner), mens det har vært avholdt 25 auksjoner i 5-årssegmentet. Det kan derfor være interessant å se på hvordan auksjonspremiene kan variere mellom de ulike segmentene av år til forfall. I figur 6.7 er gjennomsnittlig auksjonspremie presentert fordelt på de ulike segmentene. Det var i 2018 auksjoner i tre løpetidssegmenter (2, 5 og 10 år). Auksjonspremiene i alle segmenter falt noe i forhold til 2017, mest for 2-åringen (kun 1 auksjon i 2018 mot 2 auksjoner i 2017). For 10-åringene har auksjonspremiene falt hvert eneste år siden 2012. Siden 2014 har det blitt utstedt en ny 10-åring hvert år, mens det i 2012 ble emittert en 11-åring. Utviklingen i auksjonspremiene indikerer at markedet i større grad etterspør en 10-åring enn en 11-åring.

**Figur 6.7 Statsobligasjoner. Auksjonspremiene fordelt på gjestående år til forfall for lånet som utvides. Basispunkter. 2012–2018**



Kilder: Oslo Børs og Norges Bank

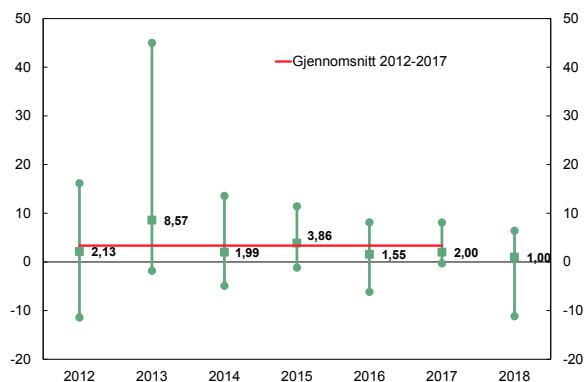
En alternativ måte å vurdere auksjonspremiene er å sammenligne tildelingsrenten med salgsrenten på det aktuelle obligasjonslånet rett før publisering av auksjonen<sup>5</sup>. I 2018 hadde gjennomsnittlig auksjonspremie blitt 1 basispunkt høyere dersom vi hadde målt tildelingsrenten mot salgsrenten i markedet rett før publisering av anbudsinnbydelsen i stedet for samtidig salgsrente på auksjonstidspunktet, se figur 6.8. I forhold til 2017 er dette en nedgang på 1 basispunkt.

<sup>5</sup> Noteringen på Oslo Børs i det aktuelle lånet rett før anbudsinnbydelse blir offentliggjort. Anbudsinnbydelsene gir markedsaktørene informasjon om lån og volum i den kommende auksjonen.

Gjennomsnittlig auksjonspremie for årene 2012–2017 ville ha vært 3,4 basispunkter høyere målt på den alternative måten.

Det er ikke uvanlig at det umiddelbart etter kunngjøring av en auksjon skjer en reprising av obligasjonslånet slik at renten stiger (kursen faller). Det ble i årsrapporten for 2016 vist i en enkel analyse at kunngjøring av auksjon normalt medfører en slik renteøkning for det aktuelle obligasjonslånet.

Figur 6.8 Statsobligasjoner. Utfallsrom og gjennomsnitt for auksjonspremien målt mot salgsrenten dagen før publisering av anbudsinnbydelsen i forhold til samtidig salgsrente på auksjonstidspunktet. Basispunkter. 2012–2018



Kilde: Oslo Børs

Tabell 6.1 Statsobligasjoner. Auksjoner<sup>1</sup> i perioden 2012–2018

	Antall auksjoner fordelt på år til forfall				Gjennomsnittlig år til forfall	Emisjonsvolum <sup>2</sup> (mrd. kr)	Gjennomsnittlig auksjonspremie <sup>3</sup> (basispunkter)
	2	5	7	10			
2012	4	3	5	4	6,3	3,4	7,99
2013	3	5	5	8	6,9	3,0	5,05
2014	2	3	2	12	7,9	3,1	3,52
2015		4	3	7	7,8	2,9	2,42
2016	4	1	1	10	7,4	2,9	2,91
2017	2	4	1	8	7,1	3,0	2,82
2018	1	5		9	7,5	2,5	1,91

<sup>1</sup> Førstegangsemisjoner hvor det ikke samtidig eksisterer et annenhåndsmarkedet er utelatt fra analysen.

<sup>2</sup> Gjennomsnitt per auksjon.

<sup>3</sup> Avvik mellom tildelingsrenten og samtidig salgsrente («ask») i basispunkter.

Kilder: Oslo Børs og Norges Bank

# 7 RISIKO

## 7.1 RENTERISIKO

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

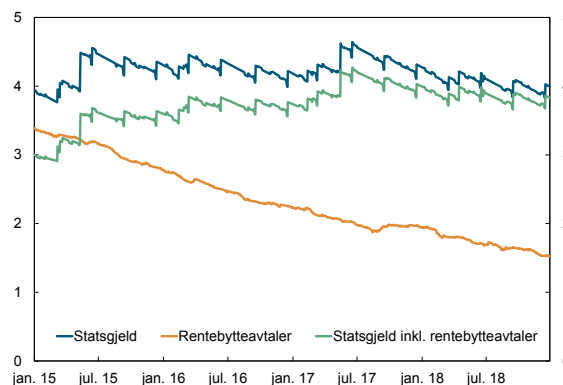
Staten budsjetterer og fører regnskap etter kontantprinsippet og legger derfor mindre vekt på endringer i markedsverdier. I motsetning til markedet, som normalt bruker durasjon som mål på renteeksponering, brukes rentebinding som mål på renterisiko på låneporteføljen.

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

Porteføljen av statskasseveksler og statsobligasjoner hadde ved utgangen av 2018 en rentebindingstid på 3,9 år. Porteføljen av rentebytteavtaler hadde på samme tid en rentebindingstid på 1,5 år. Dette reduserte rentebindingstiden for låneporteføljen (statsgjelden inkl. rentebytteavtaler) til 3,8 år. Ved utgangen av 2017 var den 3,9 år, se figur 7.1.

Det ble ikke inngått nye rentebytteavtaler i 2018. Som følge av forfall, ble utestående volum av rentebytteavtaler redusert med 17,0 milliarder kroner til 49,9 milliarder i løpet av 2018. Dette utgjorde 12 prosent av utestående volum av statsobligasjoner ved utgangen av 2018. I følge mandatet gitt av Finansdepartementet skal utestående volum av rentebytteavtaler ikke overstige utestående volum av statsobligasjoner, inklusive statens egenbeholdning. Rentebindingstiden for porteføljen av rentebytteavtaler ble redusert med 0,4 til 1,5 år i 2018.

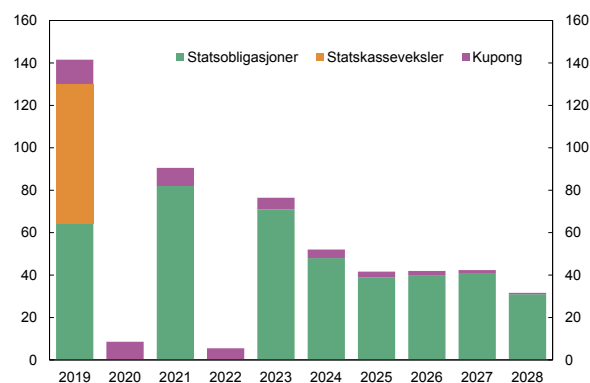
Figur 7.1 Rentebindingstid. Låneporteføljen. År. 2015–2018



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. Figur 7.2 viser forfallsstrukturen for statens portefølje av vekslere og obligasjoner. Som figuren viser, har porteføljen en relativt god spredning på sin renteeksponering ut til 10 år.

Figur 7.2 Forfallsprofil. Forfall av hovedstol og kupong per år. Milliarder kroner. Per 31. desember 2018



Kilde: Norges Bank

## 7.2 REFINANSIERINGSRISIKO

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

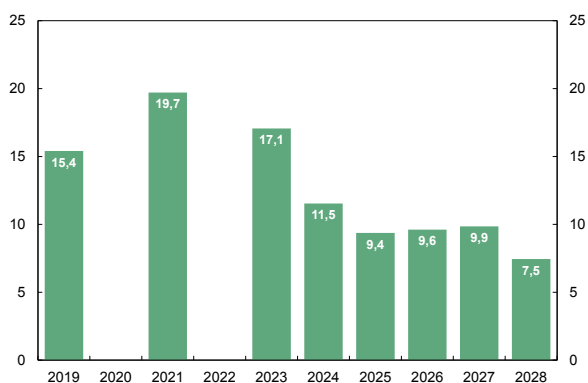


forfallsprofil kan opprettholdes. Refinansieringsrisikoen er således nært knyttet til renterisikoen.

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

Figur 7.3 viser fremtidig forfall av hovedstol i prosent av nominelt utestående volum av statsobligasjoner ved utgangen av 2018. I hvert av årene 2019 og 2021 vil henholdsvis 15 og 20 prosent av nåværende portefølje forfalle.

**Figur 7.3 Statsobligasjoner. Forfall per år i prosent av totalt utestående volum per 31. desember 2018**



Kilde: Norges Bank

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

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

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

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

### 7.3 KREDITTRISIKO

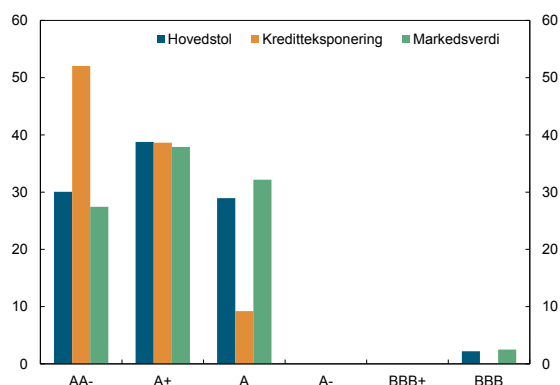
Kredittrisiko er risikoen for tap som følge av at en motpart ikke overholder sine betalingsforpliktelser.

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

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

Statens portefølje av rentebytteavtaler besto av 139 avtaler med en samlet hovedstol på 49,9 milliarder kroner ved utgangen av 2018. Det er ikke inngått nye avtaler de siste årene. Endring i porteføljen av rentebytteavtaler skyldes dermed kun forfall av eksisterende avtaler. Bare 2 prosent av rentebytteavtalenes hovedstol var inngått med motparter som ved utgangen av 2018 hadde en kredittvurdering på A- eller lavere, se figur 7.4.

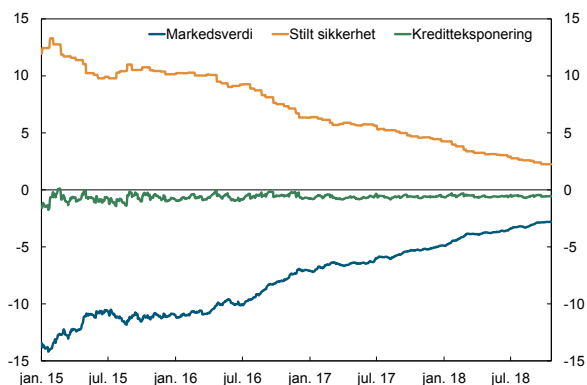
**Figur 7.4 Hovedstol, kreditteksponering og markedsverdi rentebytteavtaler. Andel av totalen per 31. desember 2018 fordelt etter kredittvurdering**



Kilde: Norges Bank

Statens samlede kreditteksponering er summen av kreditteksponeringen mot alle motparter. Ved utgangen av 2018 hadde statens portefølje av rentebytteavtaler en samlet markedsverdi på 2,7 milliarder kroner i statens favør. Stille sikkerheter reduserer kreditteksponeringen til 0,6 milliarder kroner. Utviklingen siden 2015 er vist i figur 7.5.

Figur 7.5 Kreditteksponering. Milliarder kroner



Kilde: Norges Bank

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

Staten har inngått rammeavtaler med i alt 17 motparter. Ved utgangen av 2018 hadde staten aktive rentebytteavtaler med 8 av disse motpartene. Ved å inngå rentebytteavtaler med flere motparter spres kreditteksponeringen. For å begrense motparters risikoen er det gitt rammer for utestående volum av rentebytteavtaler mot en enkelt motpart, og det er krav til kredittvurdering.

Ved utgangen av 2018 sto tre motparter for 86 prosent av samlet hovedstol. Kreditteksponeringen mot disse motpartene var imidlertid bare 53 prosent av samlet kreditteksponering.

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

## 7.4 OPERASJONELL RISIKO

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

# 8 EKSTERNE RELASJONER

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

## 8.1 KONTAKT MED INVESTORER

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

Tabell 8.1 gir oversikt over de viktigste aktivitetene overfor innenlandske og utenlandske investorer gjennom 2018. Til sammen deltok i overkant av 80 norske og internasjonale institusjoner på de ulike seminarene og bilaterale møtene med statsgjeldsforvaltningen.

Gjennom året deltok statsgjeldsforvaltningen på eksterne arrangementer i regi av banker som er primærhandlere. I mai og juni deltok vi på investorseminarer i Stockholm og Oslo. I tillegg møtte vi norske forvaltere bilateralt. I forbindelse med syndikeringen av det nye 10-årslånet ble det i april gjennomført et roadshow med både bilaterale og felles møter i Europa, USA og Asia.

Tabell 8.1. Oppsummering av investorkontaktaktiviteter i 2018

Aktivitet	Detaljer	Antall institusjoner
Seminarer utenfor Norges Bank	Investorseminar, 24. mai, Stockholm	15
	Investorseminar, 14. juni, Oslo	4
Presentasjoner i Norges Bank	Ett møte	9
Individuelle møter i Norge	Elleve møter	11
Presentasjoner utenfor Norges Bank	Roadshow 3. april London	11
	Roadshow 4. april Boston	6
	Roadshow 5. april New York	12
	Roadshow 9. april Tokyo	4
	Roadshow 10. april Seoul	2
	Roadshow 11. april Beijing	2
	Roadshow 13. april Frankfurt	4
	Roadshow 13. april München	3
<b>Sum</b>		<b>83</b>

## 8.2 MØTER MED PRIMÆRHANDLERE

Statsgjeldsforvaltningen har løpende kontakt med primærhandlerne om markedsutviklingen. I tillegg arrangeres bilaterale møter normalt to ganger hvert år. I disse møtene får primærhandlerne tilbakemelding på vår evaluering av deres innsats i første- og annenhåndsmarkedet og deres bidrag i arbeidet med rådgiving og investorrelasjoner. Evalueringene av innsatsen i første og annet halvår 2018 danner grunnlaget for utbetaling av godtgjørelse i 2019. I møtene i første halvår fikk primærhandlerne informasjon og begrunnelse for utbetaling av godtgjørelse for 2017. I møtene i andre halvår ble ny daglig transaksjonsrapportering til Norges Bank diskutert og primær-

handlerne ble også bedt om innspill til strategi og låneprogram for 2019.

I 2018 ble det utover dette avholdt både bilaterale møter og fellesmøter med primærhandlerbanker både i forkant og i etterkant av syndikeringen av et nytt 10-års lån i april.

## 8.3 KONTAKT MED KREDITTVURDERINGSBYRÅER

Kredittvurderinger av norske statspapirer er nødvendig fordi profesjonelle investorer stiller krav om dette. Finansdepartementet betaler kredittvurderings-

selskapene Moody's og Standard & Poor's for å kredittvurdere norsk statsgjeld. I tillegg kredittvurderes den norske staten uoppfordret av Fitch Ratings, DBRS Ratings, Scope Ratings AG og Japan Credit Rating Agency (JCR). Norges Bank har ansvar for kontakten med kredittvurderingsselskapene, mens Finansdepartementet bidrar i prosessen ved behov.

Fire av kredittvurderingsselskapene pleier å ha ett til to møter hvert år med Norges Bank og Finansdepartementet. Statsgjeldsforvaltningen planlegger og koordinerer møteprogrammene for Standard & Poor's og Moody's. Vi avtaler møter med sentrale norske aktører som for eksempel Finanstilsynet, ulike departementer, partene i arbeidslivet, politiske kommentatorer og private analysemiljøer. Formålet er å bidra til at kreditt-

vurderingsselskapene får et godt grunnlag for sine vurderinger. Norges Bank og Finansdepartementet får tilsendt utkast til rapportene før publisering slik at vi får mulighet til å korrigere eventuelle faktafeil.

Som utsteder av statslån har Kongeriket Norge lang-siktig kredittvurdering «Trippel A» med stabile utsikter fra alle de nevnte selskapene. «Trippel A» er best mulige kredittvurdering.

Kredittvurderingsselskapene trekker ofte frem Norges sterke statsfinansielle stilling, høye netto fordringer overfor utlandet, politisk stabilitet og høyt inntektsnivå som viktige faktorer bak de sterke kredittvurderingene. Tabellen under gir en oversikt over kredittvurderingene som er gitt til Norge som utsteder av statslån.

Tabell 8.2 Oversikt over kredittvurdering av statsgjeld utstedt av Kongeriket Norge

	Langsiktig kredittvurdering	Utsikter	Siden
Moody's	Aaa	Stabil	11. august 1995
Standard & Poor's	AAA	Stabil	27. juli 1992
DBRS <sup>1</sup>	AAA	Stabil	4. juli 2014
Fitch <sup>1</sup>	AAA	Stabil	14. desember 2005
Scope <sup>1</sup>	AAA	Stabil	18. august 2017
JCR <sup>1</sup>	AAA	Stabil	21. januar 1997

<sup>1</sup> Uoppfordret kredittvurdering (eng. 'unsolicited rating'). Ved uoppfordret kredittvurdering er det bare utstederen som får en vurdering, ikke de enkelte lånene.

## 8.4 INTERNASJONALT SAMARBEID

De ulike statsgjeldskontorene i Norden har tett dialog om forvaltningen av statsgjeld. Nordiske låntakermøter arrangeres hvert år for å drøfte felles problemstillinger. I 2018 ble møtet arrangert av den finske statsgjeldsforvaltningen i Helsinki. Blant temaene var organisering av statsgjeldsforvaltningen, toveis CSA-avtaler, implikasjoner av Brexit og overgangen til alternative referanserenter. Videre ble problemstillinger knyttet til økt fokus på selskapsstyring, miljømessige og samfunnmessige forhold hos investorer diskutert. Det arrangeres også nordiske møter der juridiske problemstillinger knyttet til gjeldsforvaltning tas opp.

OECD arrangerer årlige låntakermøter for statsgjeld – i «OECD Working Party on Public Debt Management». Fra Norge deltar representanter både fra Finansdepartementet og Norges Bank. Blant temaene på møtet i 2018 var håndtering av renterisiko, risikoappetitt, primærhandlerordninger og betydningen av åpenhet rundt statsgjeldsforvaltningen.

## 8.5 INFORMASJON OM STATSGJELDEN

Statsgjeldsforvaltningen har en egen internettside med domenet «www.statsgjeld.no», som en del av Norges Banks internettsider. På disse sidene finner publikum blant annet «Strategi og låneprogram for 2018», oversikt over primærhandlere og primærhandleravtaler, anbudsinnbydelser og generelle vilkår. Tidlig i hvert kvartal publiseres en kvartalsrapport som omtaler utviklingen i det norske statspapirmarkedet i det foregående kvartalet. I forkant av hvert kvartal publiserer vi informasjon om planlagt volum for utstedelser både i vekslere og obligasjoner. Publikum finner også informasjon om hvorfor den norske stat har gjeld og mandatet for statsgjeldsforvaltningen. I tillegg publiseres regneark med nøkkeltall.

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

# VEDLEGG

**A: Mandat og rammer for statsgjeldsforvaltningen**

**B: Tall for statsgjelden**

B.1: Utestående statsgjeld ved utgangen av 2017 og 2018

B.2: Utviklingen i statsgjelden, ved utgangen av året, 2005–2018

B.3: Auksjonsresultater 2018

B.4: Syndikering i 2018

B.5: Tilbakekjøpsauksjoner i 2018

B.6: Rentebytteavtaler

**C: Figurer**

**D: Definisjoner**

**E: Rammer i årsrapportene**

# VEDLEGG A: MANDAT OG RAMMER FOR STATSGJELDSFORVALTNINGEN

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

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

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

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

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

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

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

## Rammer for 2018 fastsatt av Finansdepartementet

	Beskrivelse	Grense	Faktisk	Mandat
Langsiktige lån	Maksimalt opptak av nye langsiktige lån (statsobligasjoner).	75 mrd. kroner	54 mrd. kroner per 31.12	§ 3-2
Kortsiktige markedslån	Maksimalt utestående i kortsiktige markedslån (statskasseveksler).	125 mrd. kroner	Høyest utestående var 88 mrd. kroner i perioden 7.6–19.6	§ 3-2
Rentebinding	Minimumsnivået for rentebindingen på statsgjelden inklusive rentebytteavtaler.	> 2,5 år	Laveste nivå var 3,62 år per 17.12–18.12	§ 3-2
Statens konto	Minimumsnivå på statens konto i Norges Bank.	35 mrd. kroner	Laveste nivå var 115,2 mrd. kroner 11.1	§ 2-2 (3)

## 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 %	Utestående volum av rentebytteavtaler var på det høyeste 14 % av obligasjonsbeholdningen	§ 3-5

# VEDLEGG B: TALL FOR STATSGJELDEN

## B.1: UTESTÅENDE STATSGJELD VED UTGANGEN AV 2017 OG 2018, PÅLYDENDE BELØP I MILLIONER KRONER

Lån	Børs id.	ISIN-nummer	Lånets datering	Forfallsdato	Kupong	2017	2018	
						Ute-stående ved årsslutt	Ute-stående ved årsslutt	Hvorav statens egen-beholdning
<i>Statsobligasjoner</i>								
NGB 05/2019	NST 473	NO0010429913	22.5.2008	22.5.2019	4,50	84 000	64 101	4 000
NGB 05/2021	NST 474	NO0010572878	25.5.2010	25.5.2021	3,75	83 000	82 000	4 000
NGB 05/2023	NST 475	NO0010646813	24.5.2012	24.5.2023	2,00	62 000	71 000	4 000
NGB 03/2024	NST 476	NO0010705536	14.3.2014	14.3.2024	3,00	48 000	44 000	4 000
NGB 03/2025	NST 477	NO0010732555	13.3.2015	13.3.2025	1,75	39 000	35 000	4 000
NGB 02/2026	NST 478	NO0010757925	19.2.2016	19.2.2026	1,50	40 000	36 000	4 000
NGB 02/2027	NST 479	NO0010786288	17.2.2017	17.2.2027	1,75	34 000	37 000	4 000
NGB 04/2028	NST 480	NO0010821598	26.4.2018	26.4.2028	2,00	-	31 000	4 000
<b>Totalt statsobligasjoner</b>						<b>390 000</b>	<b>400 101</b>	<b>32 000</b>
<i>Statskasseveksler</i>								
NTB 03/2018	NST 38	NO0010788458	15.3.2017	21.3.2018		23 000	-	-
NTB 06/2018	NST 39	NO0010798275	21.6.2017	20.6.2018		20 000	-	-
NTB 09/2018	NST 40	NO0010806060	20.9.2017	19.9.2018		17 000	-	-
NTB 12/2018	NST 41	NO0010812472	20.12.2017	19.12.2018		14 000	-	-
NTB 03/2019	NST 42	NO0010819576	21.3.2018	20.3.2019		-	23 000	8 000
NTB 06/2019	NST 43	NO0010826316	20.6.2018	19.6.2019		-	17 000	8 000
NTB 09/2019	NST 44	NO0010832298	19.9.2018	18.9.2019		-	14 000	8 000
NTB 12/2019	NST 45	NO0010839566	19.12.2018	18.12.2019		-	12 000	6 000
<b>Totalt statskasseveksler</b>						<b>74 000</b>	<b>66 000</b>	<b>30 000</b>
<b>Total statsgjeld</b>						<b>464 000</b>	<b>466 101</b>	<b>62 000</b>

## B.2: UTVIKLINGEN I STATSGJELDEN, VED UTGANGEN AV ÅRET, 2005–2018, I MILLIONER KRONER

År	Statsobligasjoner				Statskasseveksler		
	Utstedt til marked	Utstedt til egenbeholdning	Tilbakekjøpt og nedskrevet	Forfall	Utestående volum ved årsslutt	Utestående volum ved årsslutt	Samlet gjeld ved årsslutt
2005	18 000				152 000	55 000	207 000
2006	34 100 <sup>1</sup>	4 800	6 374		184 533	54 014	238 547
2007	23 000	7 300		29 526	185 307	45 000	230 370
2008	24 000	3 700			213 007	94 987	307 994
2009	34 000	2 300		44 951	204 356	291 564	495 920
2010	24 000	8 000			236 556	279 117	515 673
2011	20 000			46 150	210 406	206 166	416 572
2012	60 000	4 000			274 406	197 402	471 808
2013	62 000	19 000		66 544	288 862	161 940	450 802
2014	64 000	8 000	17 206		343 656	84 000	427 656
2015	46 000	8 000		59 919	337 737	86 000	423 737
2016	52 000	8 000	14 778		382 959	76 000	458 959
2017	50 000	8 000	6 520	44 439	390 000	74 000	464 000
2018	50 000	4 000	15 899	28 000 <sup>2</sup>	400 101	66 000	466 101

<sup>1</sup> Inkluderer 9,1 milliarder kroner utstedt direkte til Folketrygdfondet da Folketrygdfondets deltagelse i kontolånsordningen ble avsluttet i desember 2006.

<sup>2</sup> Forfallet på 28 milliarder kroner i 2018 er nedskrivning av statens egenbeholdning.

År	Statskasseveksler						Utestående volum ved årsslutt
	Utstedt til marked ekskl. bytteordningen	Utstedt til egenbeholdning	Forfall ordinære	Bytteordningen auksjoner	Bytteordningen rullinger	Forfall bytteordningen	
2005	54 000	12 000	77 000				55 000
2006	53 014	12 000	66 000				54 014
2007	50 831	12 000	71 845				45 000
2008	44 000	27 000	63 000	41 987			94 987
2009	46 000	24 000	52 000	187 517	241 697	20	291 564
2010	45 000	24 000	68 000		442 988	13 449	279 117
2011	32 000	24 000	60 000		332 467	62 734	206 166
2012	62 000	24 000	69 000		271 778	25 703	197 402
2013	70 000	24 000	80 000		171 723	49 480	161 940
2014	67 000	24 000	91 000			78 068	84 000
2015	65 000	40 000	103 000				86 000
2016	68 000	32 000	110 000				76 000
2017	62 000	32 000	96 000				74 000
2018	66 000	30 000	104 000				66 000



### B.3: AUKSJONSRESULTATER 2018

Dato	Lån	År til forfall på auksjonsdagen	Volum tildelt markedet (mill. kroner)	Totalt budvolum (mill. kroner)	Tegningsrate	Kurs (%)	Effektiv rente (%)	Avvik samtidig salgsrente <sup>1</sup> (basispunkter)
<i>Statsobligasjoner</i>								
10.1.	NGB 05/2023	5,36	3 000	5 650	1,88	104,20	1,19	4
31.1	NGB 02/2027	9,05	3 000	7 438	2,48	99,52	1,81	1
7.2.	NGB 05/2021	3,29	3 000	11 631	3,88	108,65	1,06	0
7.3.	NGB 02/2027	8,95	2 000	6 973	3,49	98,50	1,93	-2
16.5.	NGB 04/2028	9,94	3 000	4 875	1,63	100,14	1,98	3
30.5.	NGB 02/2027	8,72	2 000	10 795	5,40	100,95	1,63	-1
13.6.	NGB 05/2023	4,94	2 000	4 884	2,44	102,80	1,41	2
27.6.	NGB 04/2028	9,83	3 000	8 135	2,71	101,61	1,82	2
4.7.	NGB 05/2023	4,88	2 000	3 510	1,76	103,00	1,36	4
29.8.	NGB 04/2028	9,66	2 000	5 470	2,74	102,06	1,77	2
26.9.	NGB 04/2028	9,58	3 000	6 375	2,13	100,01	2,00	5
10.10.	NGB 05/2023	4,62	3 000	8 100	2,70	101,50	1,66	2
31.10.	NGB 04/2028	9,49	2 000	7 725	3,86	100,50	1,94	2
14.11	NGB 05/2023	4,52	3 000	9 089	3,03	101,87	1,57	1
5.12	NGB 04/2028	9,39	2 000	6 250	3,13	101,73	1,80	3
			38 000		2,88			2
<i>Statskasseveksler</i>								
15.1.	NTB 06/2018	0,42	4 000	7 730	1,93	99,8210	0,43	6
12.2.	NTB 06/2018	0,35	4 000	8 090	2,02	99,8270	0,50	7
5.3.	NTB 09/2018	0,54	4 000	9 560	2,39	99,7540	0,46	6
19.3.	NTB 03/2019	1,00	6 000	11 527	1,92	99,3610	0,64	
9.4.	NTB 09/2018	0,44	4 000	6 450	1,61	99,7320	0,61	12
7.5.	NTB 09/2018	0,36	4 000	4 645	1,16	99,7280	0,75	20
4.6.	NTB 12/2018	0,54	3 000	7 900	2,63	99,6200	0,71	6
18.6.	NTB 06/2019	1,00	6 000	12 123	2,02	99,2100	0,80	
2.7.	NTB 12/2018	0,46	4 000	10 300	2,58	99,6770	0,71	11
20.8.	NTB 12/2018	0,33	3 000	8 035	2,68	99,7800	0,68	9
3.9.	NTB 03/2019	0,54	3 000	9 500	3,17	99,6140	0,72	8
17.9.	NTB 09/2019	1,00	6 000	13 446	2,24	99,1210	0,89	
15.10.	NTB 03/2019	0,42	3 000	8 665	2,89	99,6690	0,79	5
5.11.	NTB 03/2019	0,36	3 000	8 813	2,94	99,7170	0,78	1
26.11.	NTB 06/2019	0,56	3 000	8 790	2,93	99,5460	0,82	2
17.12.	NTB 12/2019	1,00	6 000	17 559	2,93	99,1100	0,90	
			66 000		2,38			8

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

## B.4: SYNDIKERING I 2018

Dato	Lån	År til forfall på auksjonsdagen	Volum tildelt markedet (mill. kroner)	Kurs (%)	Effektiv rente (%)
19.4.	NGB 04/2028	10,01	12 000	99,9010	2,01

## B.5: TILBAKEKJØPSAUKSJONER I 2018

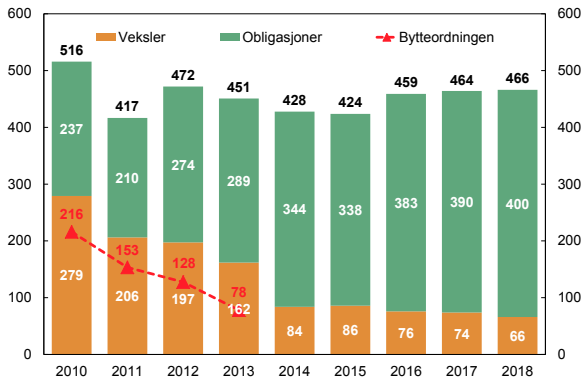
Dato	Lån	År til forfall på auksjonsdagen	Volum kjøpt tilbake (mill. kroner)	Høyeste aksepterte kurs (%)	Laveste aksepterte rente (%)	Veid gjennomsnittlig rente (%)
27.6.	NGB 05/2019	0,90	7 485	103,3750	0,71	0,71
3.9.	NGB 05/2019	0,71	6 340	102,6710	0,71	0,72
10.10.	NGB 05/2019	0,61	574	102,2380	0,79	0,80
26.11.	NGB 05/2019	0,48	1 500	101,7450	0,84	0,83

## B.6: RENTEBYTTEAVTALER

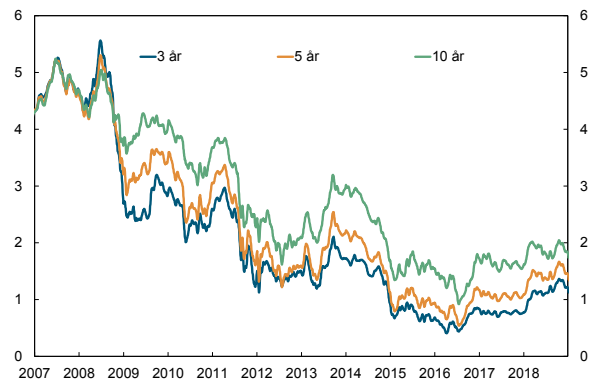
År	Inngåtte kontrakter		Kontrakter til forfall		Utestående ved årsslutt	
	Antall	Volum (mill. kroner)	Antall	Volum (mill. kroner)	Antall	Volum (mill. kroner)
2005	39	13 750			39	13 750
2006	59	21 250			98	35 000
2007	75	24 550			173	59 550
2008	50	19 850			223	79 400
2009	62	24 900			285	104 300
2010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

# VEDLEGG C: FIGURER<sup>1</sup>

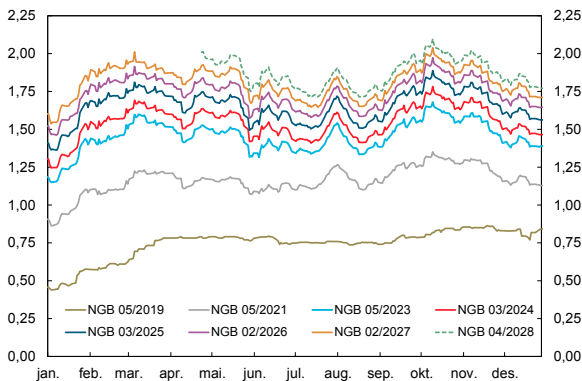
Figur 1 Utestående statsgjeld. Milliarder kroner. Ved utgangen av året for 2007-2018



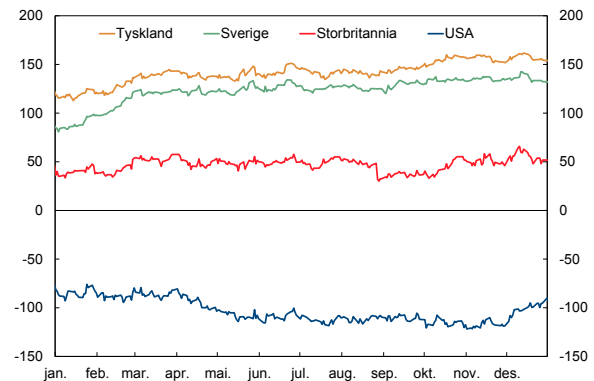
Figur 2 Norsk syntetisk 3-, 5- og 10-års statsrente. 10-dagers bevegelig gjennomsnitt. Prosent. 2. januar 2007-28. desember 2018



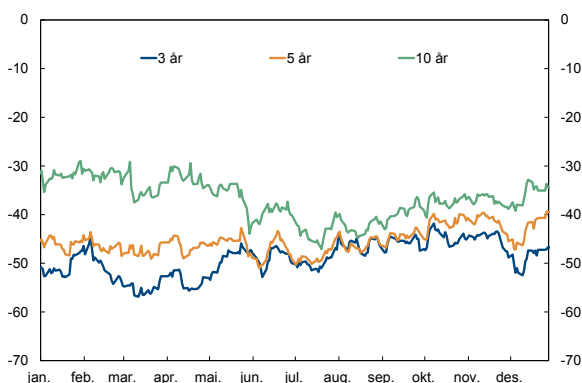
Figur 3 Renter på norske statsobligasjoner. Prosent. 2. januar-28. desember 2018



Figur 4 Rentedifferanse mellom Norge og utvalgte land. Statsobligasjonen med gjenværende løpetid nærmest 10 år. Basispunkter. 24. januar-28. desember 2018

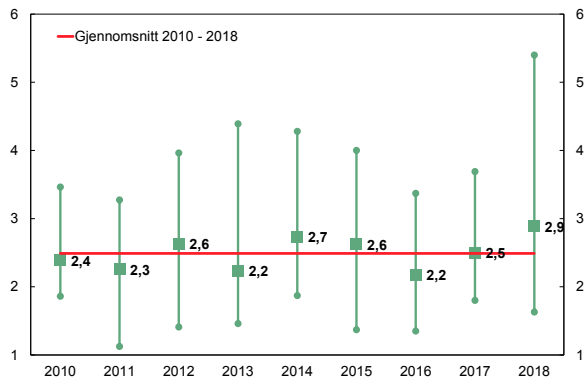


Figur 5 Differanse mellom stats- og swaprente. Syntetiske statsrenter. Basispunkter. 2. januar-28. desember 2018

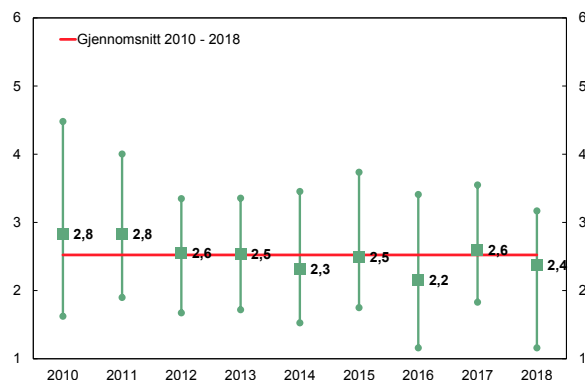


<sup>1</sup> Kilder: Oslo Børs, Thomson Reuters, Verdipapirsentralen og Norges Bank

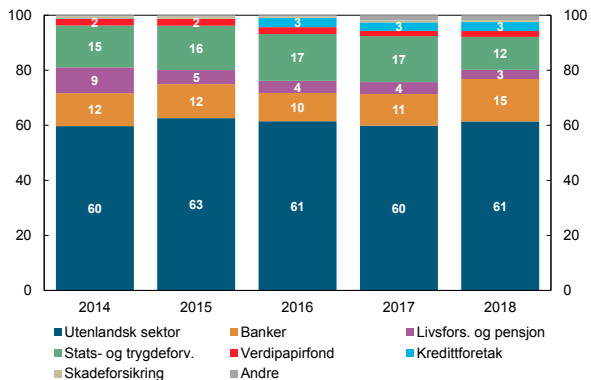
Figur 6 Etterspørselsindikator obligasjonsauksjoner.  
Utfallsrom per år og gjennomsnitt for årene 2010–2018



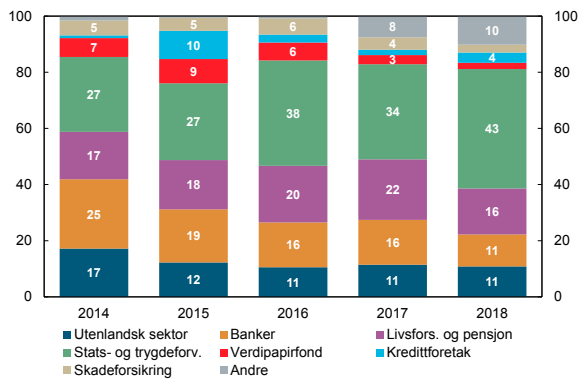
Figur 7 Etterspørselsindikator vekselauksjoner.  
Utfallsrom per år og gjennomsnitt for årene 2010–2018



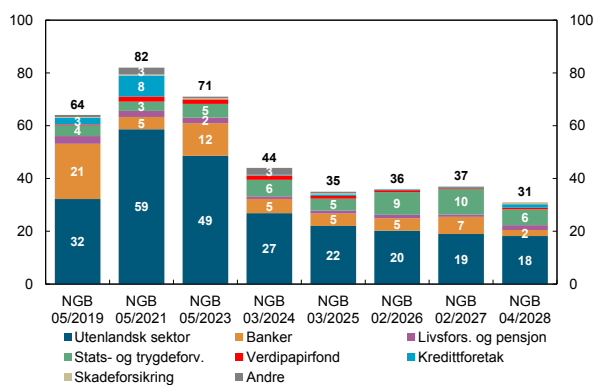
Figur 8 Eierfordeling obligasjoner.  
Ved utgangen av desember. 2014–2018



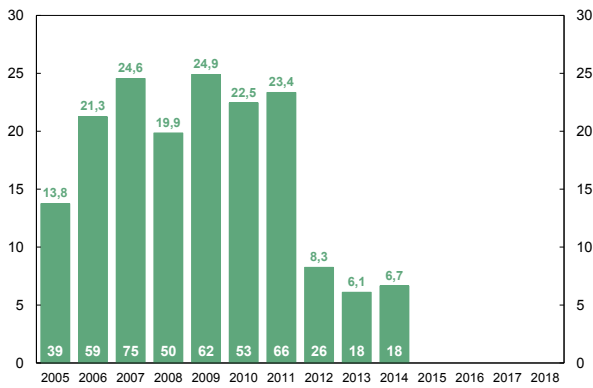
Figur 9 Eierfordeling vekslar.  
Ved utgangen av desember. 2014–2018



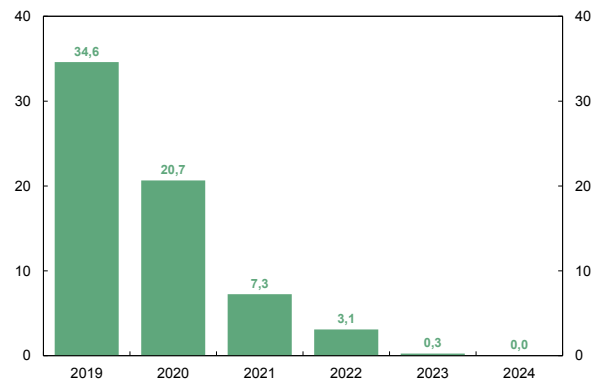
Figur 10 Eierfordeling obligasjoner fordelt på lån.  
Inkludert statens egenbeholdning. Milliarder kroner.  
Per 24. desember 2018



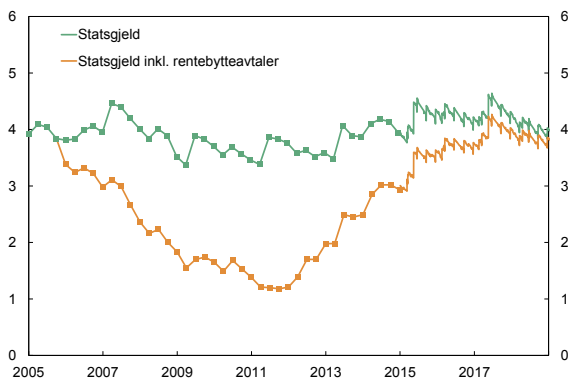
Figur 11 Volum og antall inngåtte rentebytteavtaler. Milliarder kroner. 2005–2018



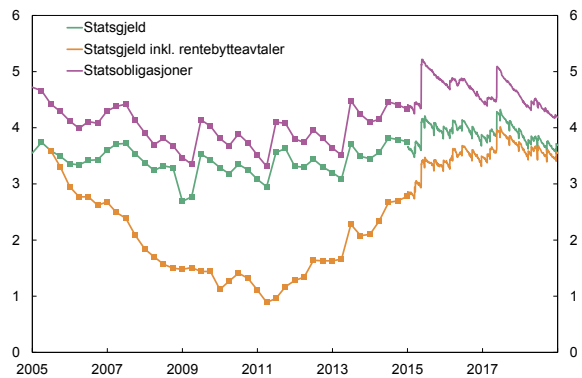
Figur 12 Gjenstående hovedstol ved utgangen av året for rentebytteavtalene. Milliarder kroner. Per 28. desember 2018



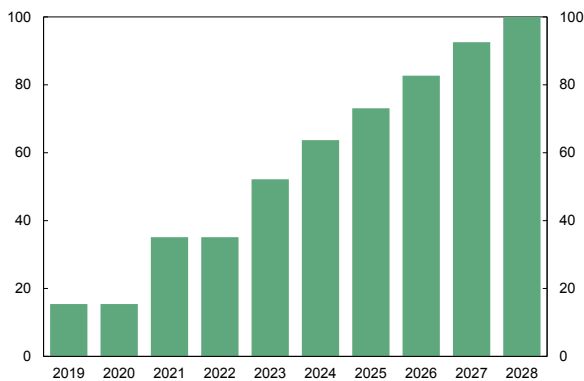
Figur 13 Løpetid for låneporteføljen. År. Kvartalsvise data 2005–2014. Daglige data fra 2015



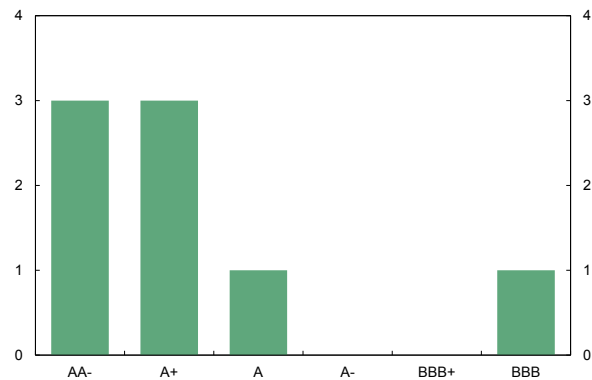
Figur 14 Modifisert durasjon for låneporteføljen. Kvartalsvise data, ekskl. statens egenbeholdning, 2005–2014. Daglige data fra 2015



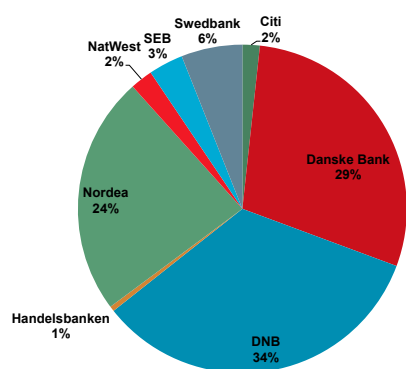
Figur 15 Forfallsprofil. Statsobligasjoner. Akkumulert forfall i prosent av totalt utestående volum per 28. desember 2018



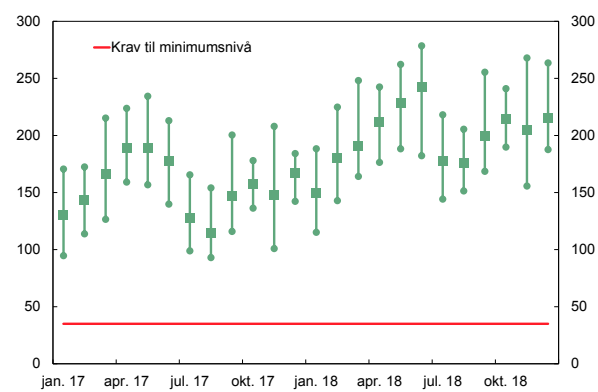
Figur 16 Kredittvurdering motparter i rentebytteavtaler. Antall motparter per 28. desember 2018



Figur 17 Hovedstol rentebytteavtaler. Fordelt etter motpart. Per 28. desember 2018



Figur 18 Statens kontantbeholdning. Milliarder kroner. Gjennomsnitt og utfallsrom per måned for januar 2017–desember 2018



# VEDLEGG D: DEFINISJONER

## **Basispunkt**

Et basispunkt er en hundredels prosentenhet (0,01 prosentenhet).

## **Bytteordningen**

En ordning som ble iverksatt i forbindelse med finanskrisen i 2008 der staten og bankene byttet statskasseveksler mot obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) for en avtalt periode. Den siste bytteavtalen forfalt i juni 2014.

## **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. Omtales også som «bid-to-cover».

## **Forfallsprofil**

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

## **Gjenkjøpsavtale**

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

## **Hovedstol**

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

## **IMM-datoer**

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

## **Kortsiktig refinansieringsomfang**

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

## **Kredittrisiko**

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

## **Kupong**

Den årlige faste renten på et obligasjonslån.

## **Likviditetsrisiko**

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

## **Løpetid**

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

## **Låneportefølje**

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

## **Modifisert durasjon (rentefølsomhet)**

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

### **Operasjonell risiko**

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

### **Primærhandler**

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

### **Refinansieringsrisiko**

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

### **Relativ kursforskjell**

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

### **Rentebindingstid**

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

### **Rentebytteavtale (renteswap)**

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

### **Renterisiko**

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

### **Spread**

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

### **Statens egenbeholdning**

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

### **Statskasseveksel**

Gjeldsinstrument med løpetid inntil ett år som utstedes som nullkupongpapirer.

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

### **Statsobligasjon**

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

### **Swap**

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

### **Swapsread**

Differansen mellom statsrente og swaprente med samme løpetid eller durasjon.

### **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 kvoterde beste kjøps- og salgskursene (ved børs-slutt), velges den kvoterde kursen som er nærmest siste omsatt kurs (beste kjøps- eller salgskurs avhengig av hvilken side siste omsatte var på). Hvis det ikke har vært omsetning i løpet av børsdagen, brukes midtkursen (ved børs-slutt).

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

### Interpolert rente / Syntetisk rente

Den syntetiske renten er beregnet ved å vekte 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).

# VEDLEGG E: RAMMER I ÅRSRAPPORTER

- 2015:**
- 1: Terminpremier
  - 2: Salgsauksjoner av norske statspapirer
  - 3: Primærhandlerordningen i Norge
- 2016:**
- 1: Terminpremier
  - 2: Godtgjørelse til primærhandlerne for 2017
  - 3: Indikatorer for likviditeten i statsobligasjonsmarkedet
  - 4: Begrepet «Lavest mulige kostnader»
- 2017:**
- 1: Enkelte vurderinger i 2017 av strategi fremover
  - 2: Hvem kjøper norske statspapirer i auksjonene?
  - 3: Bruk av gjenkjøpsavtaler i statspapirer
- 2018:**
- 1: Enkelte vurderinger i 2018 av strategi fremover
  - 2: Primærhandlerenes rapportering

