



Strategi og låneprogram for 2018

21. DESEMBER 2017

STRATEGI OG LÅNEPROGRAM
FOR 2018

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

Statsgjelden – Strategi og låneprogram for 2018

Norges Bank

Adresse: Bankplassen 2

Postadresse: Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo

Tel.: 22 31 71 40

E-post: debtmanagement@norges-bank.no

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

Innhold

HØVEDPUNKTER FOR 2018	4
FØRSTE KVARTAL 2018	4
1 FORVALTNINGEN AV STATSGJELDEN	5
2 STATENS LÅNEBEHOV I 2018	7
3 LÅNEPROGRAM I 2018	9
3.1 Emisjoner statsobligasjoner	9
3.2 Rentebindingstid og bruk av rentebytteavtaler	10
3.3 Emisjoner statskasseveksler	12
3.4 Tilbakekjøp	13
Boks 1: Terminpremier	15
Boks 2: Rentekostnader ved ulike kombinasjoner av løpetid på nye lån	16
Kalender for 2018	19

Notatet er basert på informasjon fram til og med 15. desember 2017.

Hovedpunkter for 2018

I 2018 planlegger Statsgjeldsforvaltningen å:

- Låne om lag 50 milliarder kroner i statsobligasjonsmarkedet, det samme som i 2017.
- Utstede en ny 10-årig statsobligasjon i andre kvartal.
- Legge ut det nye 10-årslånet ved syndikering dersom forholdene ligger til rette, i samarbeid med primærhandlerbankene.
- Tilby å kjøpe tilbake deler av obligasjonslånet som forfaller i mai 2019.
- Utstede en ny 12-måneders veksler på IMM-datoer. I auksjoner mellom IMM-datoer vil vekslere med kortere løpetid bli utvidet. Disse vekslene vil ha noe kortere løpetid enn vekslene i de mellomliggende auksjonene i 2017.
- Holde utestående i vekselmarkedet mellom 38 og 65 milliarder kroner.
- Holde gjennomsnittlig rentebindingstid på låneporteføljen i intervallet 3,3–3,9 år ved utgangen av året.
- Ikke inngå nye rentebytteavtaler i første halvår. Dette vurderes på nytt før annet halvår.

Første kvartal 2018

Informasjon for første kvartal publiseres samtidig med dette låneprogrammet (se www.statsgjeld.no):

- For statsobligasjoner er låneintervallet 10–14 milliarder kroner i markedet.
- For statskasseveksler er låneintervallet 16–20 milliarder kroner i markedet.

1 Forvaltningen av statsgjelden

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

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

Finansdepartementet har fastsatt rammene for 2018. Øvre grense for opptak av langsiktige lån er satt til 75 milliarder kroner. Maksimalt utestående i statskasseveksler (kortsiktige markedslån) er 125 milliarder kroner. Rentebindingen på låneporteføljen skal være lengre enn 2,5 år. Innestående på statens konto i Norges Bank skal til enhver tid være minst 35 milliarder kroner. Låneprogrammet er utarbeidet med utgangspunkt i disse rammene samt anslagene for statens lånebehov i statsbudsjettet for 2018.

Målet for forvaltningen er å dekke statens lånebehov til så lave kostnader som mulig innenfor gitte risikorammer. I tillegg skal statens opplåning bidra til et velfungerende finansmarked i Norge. Opplåningen skal søke å opprettholde en rentekurve for statspapirer med løpetid opp til 10 år, som kan tjene som referanse for prising i obligasjonsmarkedet.

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

- Statens årlige lånebehov skal i hovedsak dekkes gjennom opptak av langsiktige lån i markedet (statsobligasjoner) med fast rente. Staten låner i tillegg ved å utstede statskasseveksler, som er lån med løpetid på ett år eller kortere. Noe av finansieringsbehovet kan dekkes midlertidig gjennom trekk på statens kontantbeholdning.
- Statsgjeldsforvaltningen har utstedt et nytt 10-årslån hvert år siden 2014. 10-årslånene bygges opp gradvis, og mest det første året. I tillegg vil vi utvide de eksisterende obligasjonslånene.
- Vi vil tilby å kjøpe tilbake lån som nærmer seg forfall. Det åpner for en mer gradvis tilpasning av investorenes egne porteføljer. I tillegg kan tilbakekjøp bidra til økt etterspørsel etter andre statspapirer som utstedes.

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

Norges Bank utfører opplåningen etter et mandat fra Finansdepartementet

- Statsgjeldsforvaltningen vil hvert år vurdere hva som er den mest hensiktsmessige rentebindingstiden på statsgjelden i lys av den løpende utviklingen i obligasjonsmarkedene og minimumsnivået som er fastsatt av Finansdepartementet.
- Statsgjeldsforvaltningen kan inngå rentebytteavtaler for å redusere rentebindingen på statsgjelden sammenliknet med det som følger direkte av strategien der en sprer opplåningen over løpetider opp til 10 år.
- For å fremme salg av norsk statsgjeld i førstehåndsmarkedet og omsetningen i annenhåndsmarkedet, inngår Norges Bank hvert år avtaler med primærhandlere i norske statsobligasjoner og statskasseveksler. Primærhandlerne har enerett og plikt til å gi bud ved auksjoner. De stiller bindende kjøps- og salgskurser for et minstevolum i hvert statslån på Oslo Børs sitt elektroniske system for annenhåndsmarkedet. I 2015 ble det etablert et system for evaluering av primærhandlerens innsats i første- og annenhåndsmarkedene for veksler og obligasjoner. I 2018 blir det utbetalt godtgjørelse til primærhandlerne basert på evalueringen av 2017.
- Vi legger vekt på å gi markedet god informasjon om lånestrategien. Strategi og låneprogram publiseres for ett år av gangen i desember året før. I forkant av nytt kvartal gis det informasjon om et intervall for planlagt opplåningsvolum det kommende kvartalet. Vi publiserer også kvartalsrapporter om utviklingen i statspapirmarkedet.
- Statsgjeldsforvaltningen har i henhold til mandatet ansvar for markedsføring av norsk statsgjeld og kontakt med banker, meglere og investorer. Slik kontakt er nyttig for å fange opp utviklingstrekk i statspapirmarkedene og for å få tilbakemelding på vår forvaltning av statsgjelden.

2 Statens lånebehov i 2018

Planlagt opplåning følger det anslåtte lånebehov for staten i statsbudsjettet for 2018. Lånebehovet er anslått til om lag 50 milliarder kroner, se tabell 1. Dette vil bli dekket gjennom opplåning i statsobligasjoner.

Lånebehovet er om lag 50 milliarder kroner

Tabell 1: Anslag for låneopptak ved inngangen til året, for 2017 og 2018. Milliarder kroner

	2017	2018
Nye utlån og kapitalinnskudd til statsbankene mv:		
Eksporthkreditt Norge AS	12,0	7,0
Boliglånsordningen i Statens pensjonskasse	4,5	3,4
Husbanken	16,2	15,0
Statens lånekasse for utdanning	26,0	27,2
Innovasjon Norge	41,9	48,6
Andre	1,9	3,6
Brutto lånebehov og kapitalinnskudd til statsbankene mv.	102,5	104,8
Tilbakebetalinger statsbankene:		
Eksporthkreditt Norge AS	10,7	6,7
Boliglånsordningen i Statens pensjonskasse	18,4	13,6
Husbanken	11,3	11,6
Statens lånekasse for utdanning	16,4	16,6
Innovasjon Norge	41,4	47,9
Andre	2,8	3,1
Sum tilbakebetalinger statsbankene	101,0	99,5
Netto lånebehov og kapitalinnskudd til statsbankene mv.	1,5	5,3
Forfall av utestående obligasjonsgjeld¹	30,0	38,0
Andre justeringer:		
Opplåning for å sikre likviditetsnøytralitet som følge av budsjettert overføring fra Norges Bank til staten	17,8	15,3
Lånebehov etter forfall og justeringer	49,3	58,7
Trekk på statens kontantbeholdning	0	-8,7
Anslag låneopptak i markedet	49,3²	50,0

1 I 2017 var dette siste del av refinansieringen av NGB 05/2017. I 2018 er dette første del av refinansieringen av NGB 05/2019.

2 Anslått ved utgangen av 2016. Faktisk opplåning ble 50 milliarder kroner.

Statens opplåning skal dekke utlån og kapitalinnskudd til statsbankene og andre statlige låneordninger. Sammensetningen av lånebehovet er vist i tabell 1. Netto nye utlån fra statsbankene og statlige låneordninger er anslått til 5,3 milliarder kroner i 2018. Netto utlånsvekst er høyere enn i 2017, noe som i første rekke skyldes høyere utlån i Statens lånekasse for utdanning og lavere tilbakebetalinger under boliglånsordningen i Statens pensjonskasse.

Staten låner også for å dekke forfall av allerede utestående gjeld. Fram til år 2023 vil det forfalle et obligasjonslån hvert annet år (2019, 2021 og 2023). Med forfall hvert annet år har refinansieringen blitt fordelt over året før forfallsåret og forfallsåret. I 2018 er det behov for å låne om lag 38 milliarder kroner i markedet til refinansiering av statsobligasjonen som forfaller i mai 2019.

*Finansielle forfall av NGB
05/2019*

I statsbudsjettet er det anslått at det vil bli overført om lag 15 milliarder kroner i overskudd og renteinntekter fra Norges Bank til staten i 2018. Normalt vil alle finansieringskilder i statsbudsjettet inndra likviditet i pengemarkedet, mens statlige utgifter vil øke likviditeten. En overføring fra Norges Bank til staten vil i seg selv ikke ha noen likviditetseffekt i markedet. Bruken av disse midlene vil imidlertid medføre at statsbudsjettet øker likviditeten i markedet. Det er et mål at statens transaksjoner over tid ikke skal endre den samlede likviditeten i pengemarkedet. Den positive likviditetseffekten utlignes ved at det lånes et tilsvarende beløp i statsobligasjoner.

Samlet sett gir dette i utgangspunktet et lånebehov på 58,7 milliarder kroner. Hensynet til å jevne ut låneopptakene fra år til år tilsier imidlertid en lavere samlet opplåning enn dette. Det legges opp til at 8,7 milliarder kroner av behovet dekkes ved trekk på kontantbeholdningen. Dette medfører at opplåningen i markedet i 2018 anslås til 50 milliarder kroner, det samme som i 2017.

Statsgjeldsforvaltningen skal sikre at staten til enhver tid har et minstebeløp innestående på sin konto i Norges Bank (statens kontantbeholdning). Minstebeløpet er satt til 35 milliarder kroner i 2018. Skulle prognosen vise at kontantbeholdningen går under dette nivået, vil det bli lånt opp ekstra, i første rekke ved statskasseveksler.

Statens kontantbeholdning skal være minst 35 milliarder kroner

Normalt gjøres det ikke endringer i målet for låneopptaket i forbindelse med revidert nasjonalbudsjett. I tillegg til anslag på opplåningen for 2018 i dette strateginotatet publiseres det et intervall for opplåning i obligasjoner og veksler hvert kvartal. Denne informasjonen publiseres i forkant av hvert kvartal.

Låneintervall publiseres i forkant av hvert kvartal

3 Låneprogram i 2018

3.1 EMISJONER STATSOBLIGASJONER

Statsgjeldsforvaltningen har utstedt et nytt 10-årslån hvert år siden 2014. 10-årslånene er blitt bygget opp gradvis, og mest det første året. I tillegg har vi utvidet de eksisterende obligasjonslånene. Også i 2018 vil det bli utstedt et nytt 10-årslån. Lånet vil bli introdusert i annet kvartal. Dersom forholdene ligger til rette, tar vi sikte på å introdusere lånet ved syndikering i samarbeid med primærhandlerbankene, se ramme. Ved utvidelser av det nye 10-årslånet og de eksisterende obligasjonslånene gjennom året vil vi kun anvende likprisauksjoner.

Nytt 10-årslån i andre kvartal

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 fram 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.

Ved å utstede et nytt 10-årslån vil vi vedlikeholde rentekurven opp til 10 år, slik mandatet tilsier. Introduksjon av nye lån hvert år bidrar til at mindre volumer forfaller på samme tid. Store forfall påvirker i betydelig grad nivået på likviditeten i pengemarkedet og statens kontantbeholdning og øker samtidig statens refinansieringsrisiko.

Det nye 10-årslånet vil bli bygget opp gjennom hele året. Samlet tar vi sikte på å utstede for om lag 20–30 milliarder kroner i dette lånet i 2018. I tillegg vil det bli emittert et beløp til statens egenbeholdning ved utstedelsen. Det resterende lånebehovet vil dekkes ved utvidelser av eksisterende lån.

Nytt 10-årslån vil bli bygget opp gjennom året

Blant investorene er det generelt interesse for obligasjoner med både kortere og lengre løpetider. Staten har imidlertid et begrenset lånebehov. I 2018 vil det derfor ikke bli introdusert flere nye lån enn det planlagte 10-årslånet.

Vi legger opp til 16 auksjoner i statsobligasjoner i 2018, like mange som i 2017. Det er planlagt flest auksjoner i første halvår. Uforutsigbare og til tider urolige markedsforhold internasjonalt gjør at det er mer hensiktsmessig med hyppige auksjoner med relativt små volumer enn færre auksjoner med større volumer. Normalt vil auksjonsvolumet ved utvidelser av eksisterende obligasjonslån være 3 milliarder kroner.

Auksjonsvolumet i obligasjoner vil normalt være 3 milliarder kroner

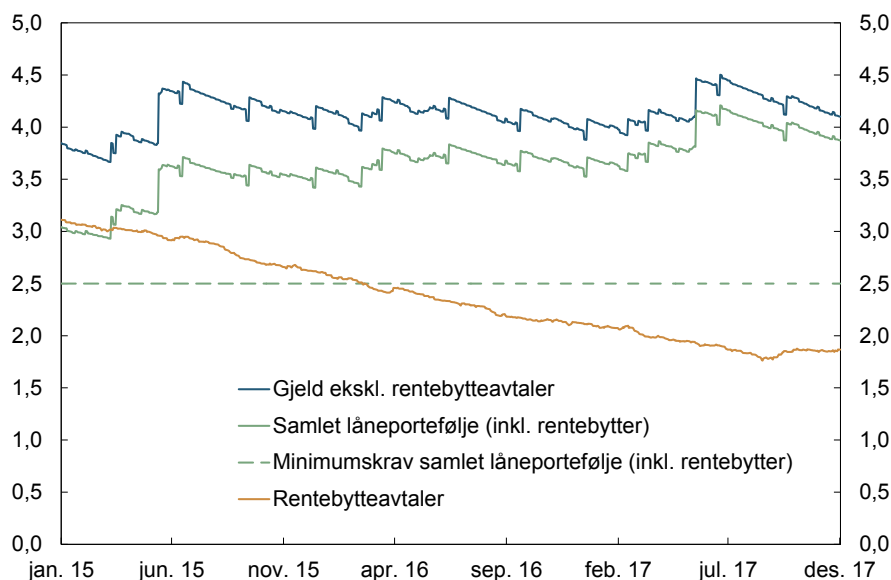
3.2 RENTEBINDINGSTID OG BRUK AV RENTEBYTTEAVTALER

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

For 2018 er Finansdepartementets minstekrav til rentebindingstid på gjeldsporteføljen satt til 2,5 år. Minstekravet har vært uendret siden mandatet trådte i kraft i januar 2015. Staten kan inngå rentebytteavtaler for å endre rentebindingen fra det som følger direkte av opplåningen der en sprer gjelden over løpetider på opp til 10 år. Det er ikke inngått rentebytteavtaler siden november 2014. Rentebindingstiden på statsgjelden med og uten rentebytteavtaler var henholdsvis 3,9 år og 4,1 år i midten av desember, se figur 1.

Minstekravet til rentebinding er satt til 2,5 år

Figur 1: Rentebindingstid. År. 1. januar 2015 – 14. desember 2017

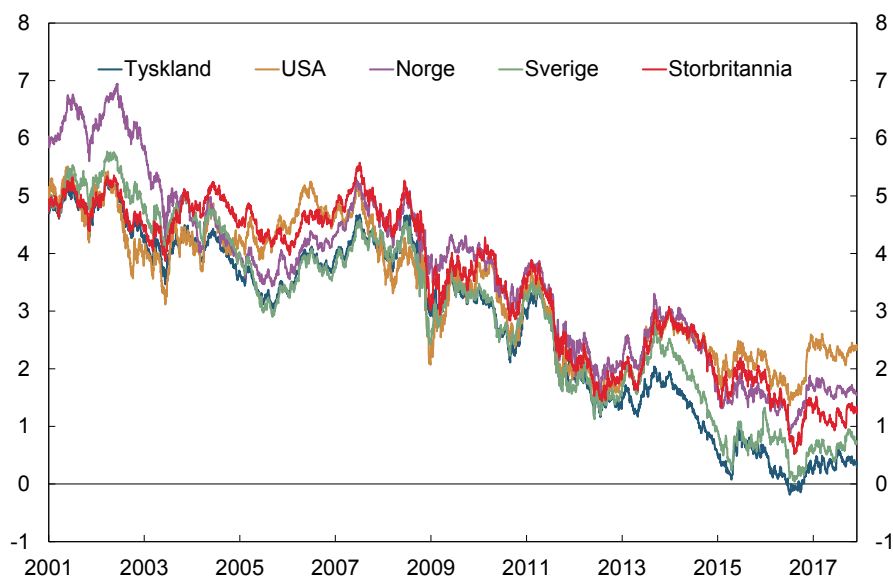


Kilde: Norges Bank

Historiske tall viser at langsiktige lån normalt har en høyere markedsrente enn kortsiktige lån. Over tid vil derfor staten trolig kunne oppnå lavere rentekostnader ved å redusere rentebindingen. På den annen side vil rentekostnadene da svinge mer. Mer kortsiktig opplåning vil dessuten kunne øke refinansieringsrisikoen fordi gjelden må rulleres hyppigere.

Et uttrykk for merkostnadene ved å låne langsiktig fremfor kortsiktig er de såkalte terminpremiene, se boks 1. Beregninger tyder på at terminpremiene både i Norge og andre markeder har vært uvanlig lave de siste tre-fire årene. De lave estimerte terminpremiene i Norge og andre land har gått sammen med svært lave obligasjonsrenter, se figur 2. Pengepolitikken i mange land har vært uvanlig ekspansiv de senere årene. Styringsrentene er lave, og kvantitative lettelsener er tatt i bruk i flere sentralbanker. Det har trolig bidratt til lave langsiktige renter gjennom lavere terminpremier.

Figur 2: 10-års statsobligasjonsrenter i ulike land. Prosent.
1. januar 2001 - 14. desember 2017



Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

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

Terminpremiene er lave

I november 2017 besluttet den svenske regjeringen at målintervallet for løpetiden på statsgjelden (nominelle kroneinstrumenter) i Sverige skal øke med 0,3 år til 4,3–5,5 år for perioden 2018–2021 (målt ved durasjon).

Danmark har et mål om gjennomsnittlig løpetid på statsgjelden i 2018 på 11,0 år +/- 0,5 år.

I Finland har ikke State Treasury publisert en konkret målsetting, men gjennomsnittlig løpetid på statsgjelden var ved utgangen av oktober 2017 om lag 6,4 år.

I Island har Finansdepartementet en målsetting om gjennomsnittlig løpetid på mellom fem og syv år på statsgjelden i perioden 2018–2022.

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

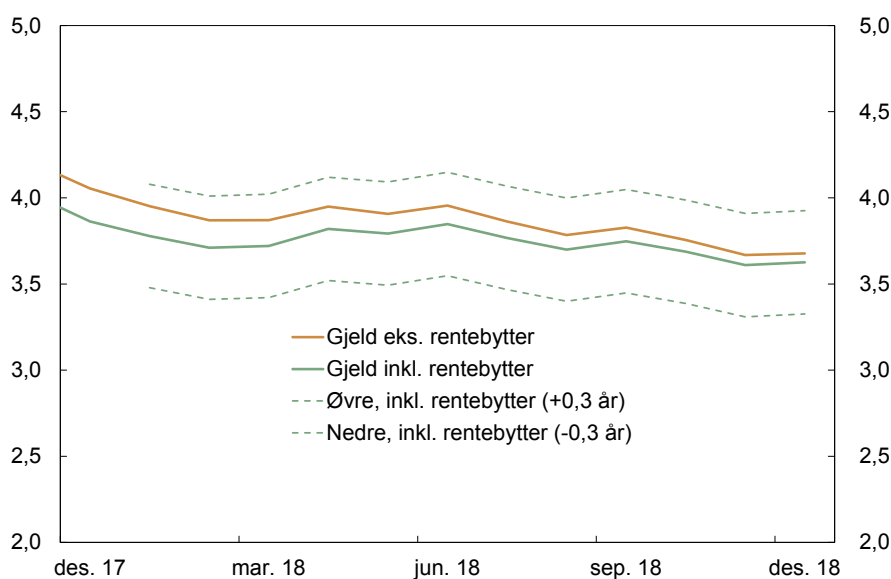
Rentebindingstiden på statsgjelden bestemmes i hovedsak av rentebindingstiden på obligasjonene og forholdet mellom volumet av utestående veksler og obligasjoner. Staten har siden 2005 inngått rentebytteavtaler for å redusere

rentebindingstiden. Utestående volum av rentebytteavtaler ved utgangen av 2017 er om lag 67 milliarder kroner. I figur 3 vises fremskrivninger gjennom 2018 av rentebindingstiden for statsgjelden inkludert tidligere inngåtte rentebytteavtaler (låneporteføljen). Det er lagt til grunn en obligasjonsopplåning på 50 milliarder der om lag halvparten er med løpetid nær 10 år. Med en slik opplåning og uten flere rentebytteavtaler, vil rentebindingstiden kunne avta marginalt til mellom 3,3 og 3,9 år ved utgangen av 2018. Det eksakte forløpet vil avhenge av hvilke løpetider som faktisk blir emittert. Markedsforholdene gjennom året vil påvirke disse valgene. En slik strategi gir etter vår vurdering et rimelig forløp for rentebindingstiden. Vi legger derfor ikke opp til å inngå rentebytteavtaler i første halvår 2018. Skulle situasjonen i obligasjonsmarkedene endre seg vesentlig, vil dette bli vurdert på nytt i forkant av andre halvår.

Gjennomsnittlig rentebindingstid kan avta marginalt i 2018

Det legges ikke opp til å inngå nye rentebytteavtaler i første halvår

Figur 3: Fremskrivninger av rentebindingstid. År. Desember 2017 – desember 2018



Kilde: Norges Bank

3.3 EMISJONER STATSKASSEVEKSLER

Statsgjeldsforvaltningen vil utstede en ny 12-måneders veksel med oppgjør tredje onsdag i mars, juni, september og desember (IMM-datoene). Det vil normalt bli emittert 6 milliarder kroner til markedet. Mellom nye utstedelser vil eksisterende veksellån bli utvidet ved tre auksjoner. I disse auksjonene vil vi utstede noe kortere vekslere enn i tilsvarende auksjoner i 2017. Vi legger imidlertid ikke opp til å utvide den korteste vekselen, se ramme under. Kortere løpetid på vekslene som utvides, gjør at samlet emisjonsvolum blir noe høyere enn det var i 2017.

Ny 12-måneders veksel på IMM-datoer

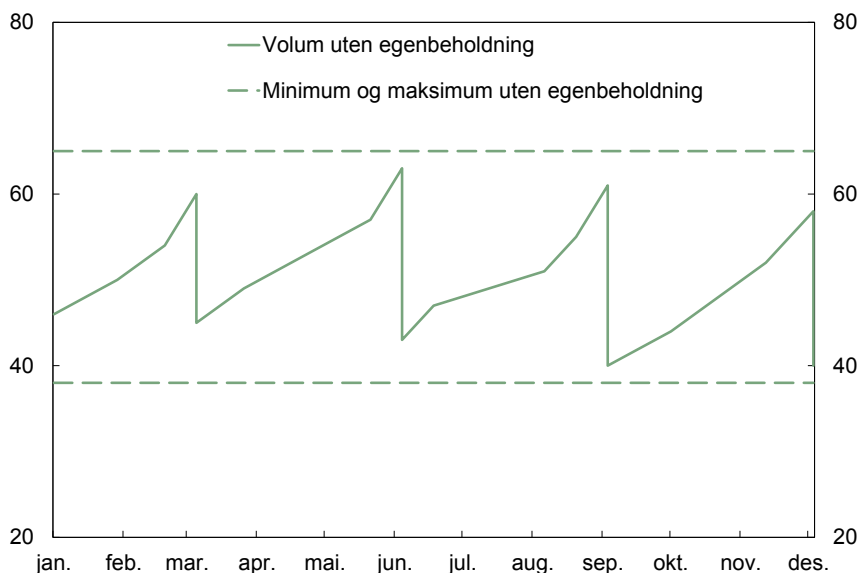
Ved hver IMM-dato introduseres en ny 12-måneders veksel. I de to påfølgende vekselauksjonene utvides det lånet som hadde akkurat 6-måneders gjenstående løpetid ved IMM-datoen da ny veksel ble introdusert. I den tredje auksjonen etter en IMM-dato utvides den vekselen som vil ha 6-måneders gjenstående løpetid på den kommende IMM-datoen.

Emisjonsvolum ved utvidelser vil normalt være 4 milliarder kroner. Det planlegges 16 vekselauksjoner i 2018.

I løpet av 2017 varierte utestående i markedet mellom 42 og 54 milliarder kroner. Vi tar sikte på å holde utestående i markedet mellom 38 og 65 milliarder gjennom 2018, se figur 4. I tillegg vil statens egenbeholdning være tilgjengelig for gjenkjøpsavtaler.

Utestående i vekselmarkedet vil være mellom 38 og 65 milliarder kroner gjennom året

Figur 4: Eksempel på utvikling i utestående vekselvolum. Milliarder kroner. Januar - desember 2018



Kilde: Norges Bank

3.4 TILBAKEKJØP

Statsobligasjonslån NGB 05/2019 har forfall 22. mai 2019. Statsgjeldsforvaltningen anser det som god markedspleie at investorer skal få muligheten til å selge tilbake til staten lån som nærmer seg forfall. Det åpner for en mer gradvis tilpasning av egne porteføljer. I tillegg kan det bidra til økt etterspørsel etter andre statspapirer som utstedes.

Det legges opp til å holde fire tilbakekjøpsauksjoner av NGB 05/2019 i løpet av 2018. To av auksjonene avholdes på samme dag som planlagte auksjoner av statskasseveksler og to på samme dag som en ordinær obligasjonsauksjon. Første tilbakekjøpsauksjon er 27. juni. Alle tilbakekjøpsauksjonene gjennomføres som flerprisauksjoner gjennom handelssystemet på Oslo Børs. Alle rentemedlemmer på Oslo Børs har adgang til å legge inn bud. Statsgjeldsforvaltningen har interne prisingsmodeller som vil bli brukt til å vurdere alle innkomne bud. En kunngjort tilbakekjøpsauksjon kan avlyses på kort varsel dersom de observerte markedskursene på NGB 05/2019 avviker mye i forhold til de interne prisingsmodellene som statsgjeldsforvaltningen bruker.

Det vil bli avholdt tilbakekjøpsauksjoner av NGB 05/2019 i 2018

Statsgjeldsforvaltningen vil etter at de fire annonserte auksjonene er gjennomført også vurdere tilbakekjøp direkte fra rentemedlemmer på Oslo Børs. Fra 27. mars 2017 er det lagt til rette for bruk av direkte tilbakekjøp gjennom «Request for quote»-funksjonaliteten (RFQ) for obligasjonsmarkedet på Oslo Børs.

Statsgjeldsforvaltningen vil ikke gjøre tilbakekjøp de siste 10 virkedagene før et kunngjort rentemøte i Norges Bank og fram til rentebeslutningen er offentliggjort.

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

BOKS 1: TERMINPREMIER

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

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

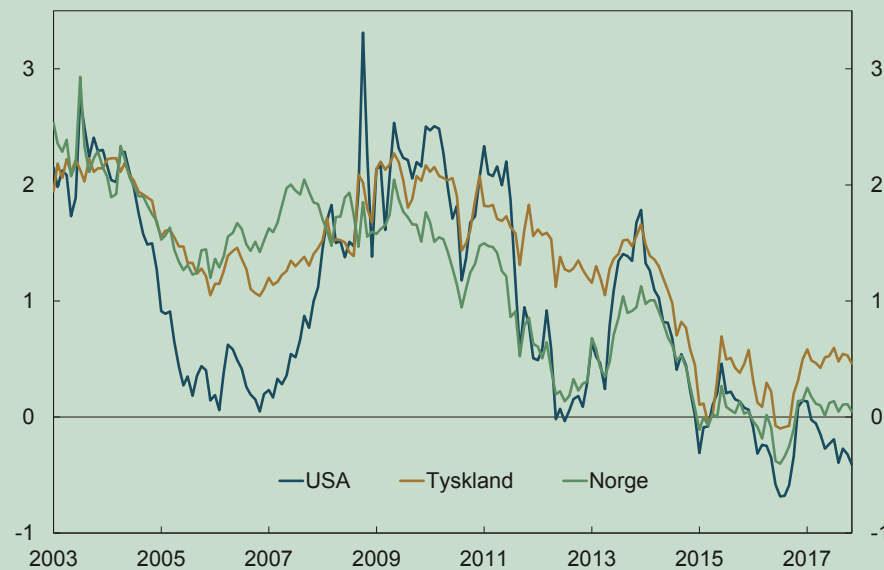
Forventningshypotesen er et godt utgangspunkt for å forstå utviklingen i langsiktige renter, men hypotesen holder ikke eksakt. Det er bred enighet i litteraturen om at hypotesen baserer seg på urealistiske forutsetninger, spesielt en antakelse om at markedsaktørene er risikonøytrale. Renten på obligasjoner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

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

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

Figuren under viser estimerte terminpremier i 10-års statsobligasjonsrenter for Norge, USA og Tyskland for perioden januar 2003–november 2017. Metoden som er brukt, er utviklet i Federal Reserve Bank of New York.¹ Resultater fra denne modellen for amerikanske terminpremier publiseres daglig på deres hjemmeside. De tyske og norske terminpremiene er estimert i Norges Bank.

Estimerte terminpremier i 10-års statsrenter. Prosentenheter. Januar 2003 – november 2017



Kilder: Norges Bank, Federal Reserve Bank of New York

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

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

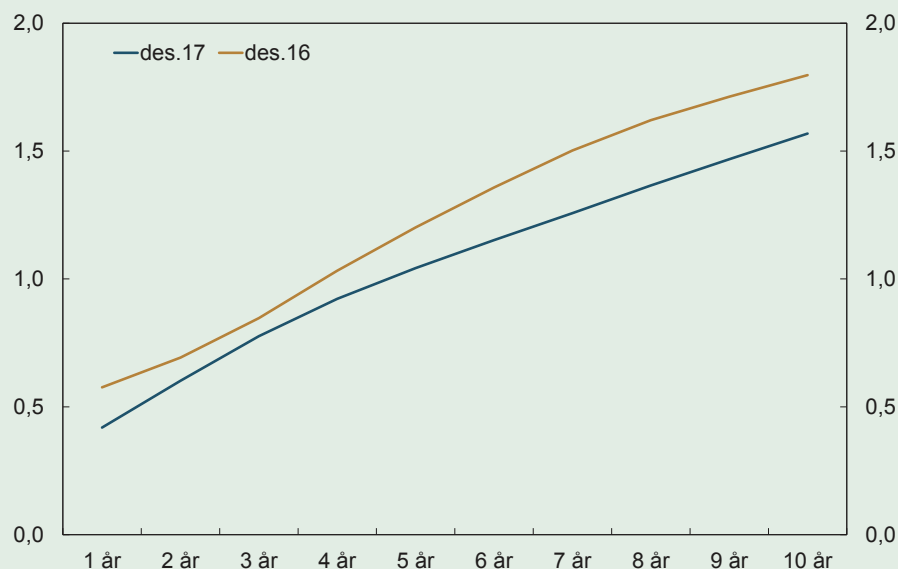
Strategien for forvaltning av statsgjelden tar sikte på å dekke statens lånebehov til lavest mulige kostnader innenfor gitte rammer. I utformingen av strategien søker vi også å begrense risikoen for at kostnadene blir vesentlig høyere enn forventet. For å vurdere en slik type robusthet sammenlikner vi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

Valg av løpetider på obligasjonsutstedelsene og vår bruk av rentebytteavtaler vil ha konsekvenser for rentekostnadene i mange år fremover. Utstedelsesstrategien bør derfor vurderes i et lengre perspektiv. Samtidig bør vi hvert år revurdere den langsiktige strategien i lys av situasjonen i obligasjonsmarkedene. Mandatet innebærer at en betydelig andel av utstedelsene må ha minst 10-års løpetid. I tillegg vil vi hvert år utvide noen av de eksisterende lånene med kortere gjenstående løpetid. Analysen er avgrenset til obligasjonsporteføljen. Utstedelsesstrategien for veksler har mindre betydning for statens rentekostnader over tid.

I denne analysen defineres fem scenarier for avkastningskurven for hvert enkelt år fram til og med 2027. Deretter beregnes statens samlede rentekostnader over denne tiårsperioden gitt de ulike rentescenariene – for fire ulike kombinasjoner av løpetider på våre utstedelser. Det gir til sammen 20 utfall. Vi har som en teknisk forutsetning antatt at det nominelle lånebehovet (utenom refinansiering av lån som forfaller) øker med fire prosent i året. Utviklingen i lånebehovet i årene fremover har ikke vesentlig betydning for resultatene i denne analysen.

De ulike rentescenariene er tekniske forutsetninger. «Markedspris»-scenariet tar utgangspunkt i de effektive rentene på de norske statsobligasjonene som var utestående i begynnelsen av desember. På basis av disse rentene beregnes en syntetisk avkastningskurve for statsrentene med løpetider 1–10 år, se figur 1. Avkastningskurven er litt lavere, men ikke vesentlig forskjellig fra i desember 2016. Deretter beregnes såkalte implisitte fremtidige renter for forskjellige løpetider ut i fra avkastningskurven per desember 2017. Siden vi har en tiårsrente, kan vi for eksempel beregne implisitt ettårsrente for de ni neste årene og implisitt niårsrente om ett år. Ved trendforlenging har vi i tillegg fremskrevet avkastningskurver for hvert enkelt år det neste tiåret.

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

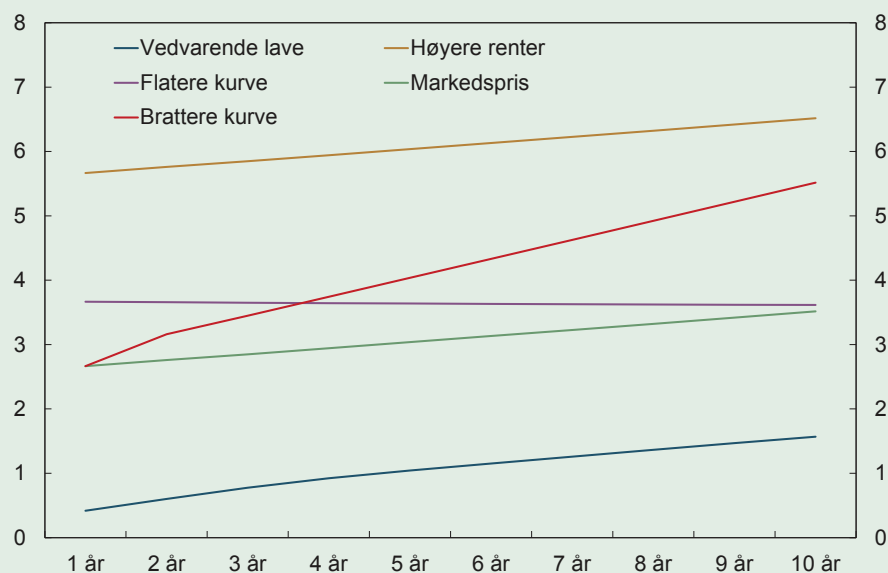


Kilde: Norges Bank

I tillegg ser vi på fire andre scenarier for å vurdere risikoen for økte rentekostnader dersom renteutviklingen blir svært forskjellig fra Markedsprisscenariet. De alternative avkastningskurvene kan synes mindre

sannsynlige. I ett scenario – «Brattere rentekurve» – antar vi at avkastningskurven gradvis blir brattere gjennom de neste 10 årene. I scenarioet «Flatere rentekurve» antas det at de kortsiktige rentene øker markert mer enn de langsiktige rentene allerede fra 2018. I «Høyere renter» har vi antatt at hele kurven øker med 1 prosentenheter i 2018 og at den er 3 prosentenheter høyere enn dagens kurve i perioden 2020–2027. I scenarioet «Vedvarende lave renter» antas det at fremtidige rentekurver er lik dagens kurve. De ulike rentescenarioene er illustrert i figur 2. For enkelhets skyld vises avkastningskurvene bare ved slutten av fremskrivningsperioden.

Figur 2: Tekniske fremskrivninger av avkastningskurver for 2027. Løpetider fra 1 til 10 år. Prosent



Kilde: Norges Bank

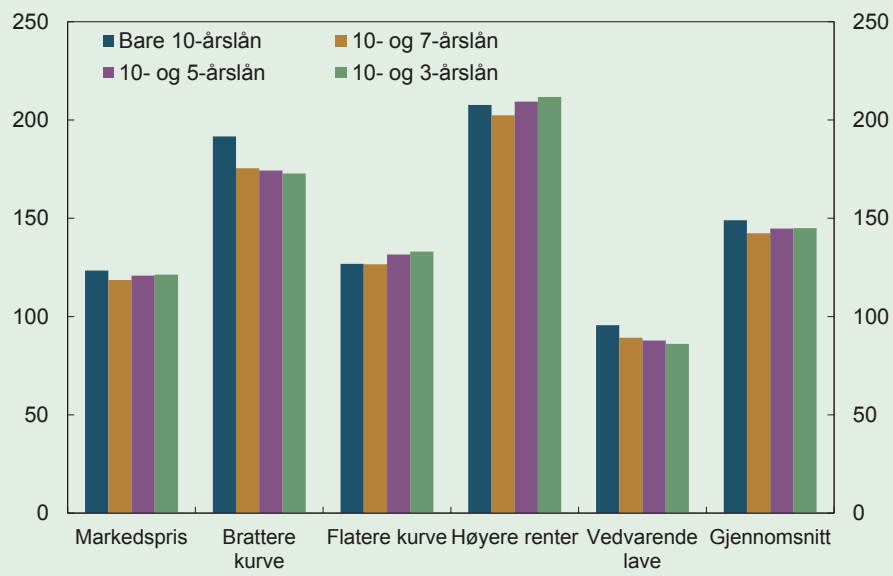
Ved beregning av rentekostnader for de ulike rentescenarioene har vi sett på fire lånestrategier:

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

Figur 3 viser de samlede rentekostnadene over de neste 10 årene i disse scenarioene. I gjennomsnitt er kostnadene lavest i de to strategiene hvor det inngår lån med 5- og 3-års løpetid. Ingen av strategiene gir lavest rentekostnader uansett rentescenario. I «Markedspris»-scenarioet er rentekostnadene lavest i strategien med 10- og 7-års løpetid, men forskjellene er meget små. I scenarioet «Brattere kurve» kommer lånestrategien med 10- og 3-års løpetid best ut. I scenarioet «Flatere kurve» blir kostnadene lavest i de to strategiene med lengst løpetid (bare 10-års løpetid og kombinasjon av 10- og 7-års løpetid). Det er fordi avkastningskurven etter hvert blir avtakende. Også i «Høyere renter» kommer strategiene med lengst løpetid best ut. Det er fordi vi slipper å refinansiere kortere gjeld til stadig høyere renter, men i stedet binder renten i lengre perioder. I scenarioet «Vedvarende lave renter» blir kostnadene naturlig nok lavest når det også lånes på 3-års løpetid fordi de kortsiktige rentene er lavere enn de langsiktige i hele perioden. Beregningene tyder imidlertid på at merkostnadene ved å låne noe mer langsiktig enn kombinasjonen 10 og 3 år tilsier, kan bli begrenset også i dette rentescenarioet.

For å vurdere robusthet, som er formålet med denne analysen, ser vi også på merkostnadene ved de enkelte strategivalgene i rentescenarioene utenom «Markedspris»-scenarioet. Merkostnadene måles som avvik fra løpetidsvalget som gir lavest rentekostnader. Summen av merkostnadene er lavest i alternativene der det lånes med 10- og 7-års løpetid.

Figur 3: Rentekostnader ved ulike rentescenarier og ulike kombinasjoner av løpetider på nye lån. Samlet for 2018–2027. Milliarder kroner



Kilde: Norges Bank

KALENDER FOR 2018

Publisering av informasjon for kommende kvartal:

- 1. kvartal: Torsdag 21. desember kl. 8.30
- 2. kvartal: Torsdag 22. mars kl. 8.30
- 3. kvartal: Torsdag 28. juni kl. 8.30
- 4. kvartal: Torsdag 27. september kl. 8.30

Auksjonskalender statsobligasjoner

Utleggelse av lån offentliggjøres kl. 12.00 to børsdager før auksjonen.

Auksjon av lån avholdes kl. 10.15–11.00 på auksjonsdagen.

Tilbakekjøpsauksjoner avholdes kl. 9.15–10.00 på auksjonsdagen.

Statskasseveksler	Statsobligasjoner	Tilbakekjøp NGB 05/2019
	Onsdag 10. januar	
Mandag 15. januar	Onsdag 31. januar	
	Onsdag 7. februar	
Mandag 12. februar		
Mandag 5. mars	Onsdag 7. mars	
Mandag 19. mars		
Mandag 9. april	Onsdag 25. april	
Mandag 7. mai	Onsdag 16. mai	
	Onsdag 30. mai	
Mandag 4. juni	Onsdag 13. juni	
Mandag 18. juni	Onsdag 27. juni	Onsdag 27. juni
Mandag 2. juli	Onsdag 4. juli	
Mandag 20. august	Onsdag 29. august	
Mandag 3. september		Mandag 3. september
Mandag 17. september	Onsdag 26. september	
	Onsdag 10. oktober	Onsdag 10. oktober
Mandag 15. oktober	Onsdag 31. oktober	
Mandag 5. november	Onsdag 14. november	
Mandag 26. november	Onsdag 5. desember	Mandag 26. november
Mandag 17. desember		

Dersom forholdene ligger til rette, planlegges det å gjennomføre syndikering av nytt obligasjonslån i andre kvartal. Dette kan medføre endringer i auksjonskalenderen for obligasjoner.

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

