



Statsgjelden 2015

Årsrapport

MARS 2016

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

Statsgjelden 2015

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

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

INNHOOLD

HOVEDPUNKTER	4
1 RAMMER FOR STATSGJELDSPOLITIKKEN	5
1.1 Mandat og organisering	5
1.2 Statens lånebehov	5
2 LÅNESTRATEGI	7
2.1 Låneprogrammet for 2015	7
2.2 Bruk av rentebytteavtaler i 2015	8
3 OPPLÅNINGEN I 2015	10
3.1 Markedsutviklingen	10
3.2 Auksjoner av statsobligasjoner	11
3.3 Auksjoner av statskasseveksler	11
3.4 Tilbakekjøp av NGB 05/2015 (NST 471)	12
4 ANNENHÅNDSMARKEDET	14
4.1 Omsetning på Oslo Børs	14
4.2 Investorer i norske statsobligasjoner	15
4.3 Rapportering av handler i annenhåndsmarkedet	16
4.4 Bruk av gjenkjøpsavtaler	18
5 PRIMÆRHANDLERORDNINGEN	19
6 LÅNEKOSTNADER	21
6.1 Ulike mål for lånekostnaden	21
6.2 Analyse av auksjonsresultatene	23
7 RISIKO	28
7.1 Renterisiko	28
7.2 Refinansieringsrisiko	28
7.3 Kredittrisiko	29
7.4 Operasjonell risiko	30
8 EKSTERNE RELASJONER	31
8.1 Kontakt med investorer	31
8.2 Møter med primærhandlere	31
8.3 Kontakt med kredittvurderingsbyråer	31
8.4 Internasjonalt samarbeid	32
8.5 Informasjon på internett og Oslo Børs' «NewsWeb»	32
RAMMER	
1: Terminpremier	9
2: Salgsauksjoner av norske statspapirer	13
3: Primærhandlerordningen i Norge	20
VEDLEGG	34
A: Mandat for statsgjeldsforvaltningen	35
B: Tall for statsgjelden	36
C: Figurer	39
D: Definisjoner	43

HOVEDPUNKTER

Med virkning fra 2015 overtok Norges Bank 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. En lånestrategi som minimerer kostnaden det kommende året, vil ikke nødvendigvis føre til lav kostnad de påfølgende årene. Det er derfor vanskelig å fastsette et kortsiktig mål. Måloppnåelsen må vurderes over tid.

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.

Ved utgangen av 2015 var statsgjelden 424 milliarder kroner, fordelt med 338 milliarder kroner i statsobligasjoner og 86 milliarder i statskasseveksler.

For 2015 satte Finansdepartementet en ramme på 100 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 54 milliarder kroner (inklusive emisjon til statens egenbeholdning på åtte milliarder kroner) ved 15 auksjoner. I 2015 forfalt et lån på 60 milliarder. Det ble lagt ut et nytt 10-årslån i mars, som ledd i strategien om å bygge en komplett rentekurve med løpetid opp til 10 år. Ved å legge ut flere, men mindre, lån oppfylles også kravet i mandatet om at mindre enn 25 prosent av utestående statsobligasjoner kan forfalle hvert år.

Den gjennomsnittlige effektive renten på utstedelsene var 1,4 prosent, ned fra 2,6 prosent i 2014. Dette må sees i sammenheng med det generelt lavere rentenivået både i Norge og internasjonalt. Etterspørselen etter statsobligasjoner – målt som forholdet mellom budvolum og tildelt volum – var om lag som ved foregående år.

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 97 milliarder kroner (inklusive emisjoner på 32 milliarder kroner til statens egenbeholdning) ved 12 auksjoner.

Utestående veksellån var på det høyeste 100 milliarder kroner i 2015.

Finansdepartementet har satt krav om at statens kontantbeholdning (innskudd i Norges Bank) til enhver tid skal være på minst 35 milliarder kroner. Dette var oppfylt gjennom hele 2015.

Finansdepartementet har bestemt at rentebindingstiden på låneporteføljen skal være minst 2,5 år. Ved utgangen av 2015 var rentebindingstiden 3,6 år, som var 0,5 år lengre enn ved inngangen til året.

Det ble ikke inngått nye rentebytteavtaler i 2015. Dette skyldes primært at den forventede besparelsen ved å låne kortsiktig ble vurdert som lav. Samtidig vil lengre rentebindingstid kunne bidra til å begrense både refinansieringsrisikoen og svingningene i rentekostnadene.

Når statspapirene er attraktive for en vid krets av investorer, kan dette bidra til å redusere statens lånekostnader. Norges Bank legger vekt på å ha et effektivt salgssystem gjennom et system med primærhandlerne. Primærhandlerne bidrar også til å bedre likviditeten i annenhåndsmarkedet.

God informasjon bidrar til en effektiv utførelse av statsgjeldsoppdraget. Norges Bank publiserer fra 2015 kvartalsvise rapporter om forvaltningen av statsgjelden.

Norges Bank har et generelt ansvar for eksterne relasjoner. Det innebærer ansvar for markedsføringsaktiviteter og annen kontakt med banker, meglere, investorer og kredittvurderingsbyråer. Denne aktiviteten ble trappet vesentlig opp i 2015.

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 for forvaltningen er å dekke statens lånebehov til lavest mulige kostnader. Samtidig skal det tas hensyn til den risikoen staten påtar seg i forbindelse med låneopptakene. I tillegg skal statens opplåning bidra til et velfungerende finansmarked i Norge. Opplåningen skal søke å opprettholde en rentekurve for statspapirer med løpetid opp til 10 år som kan tjene som en referanse for prising i obligasjonsmarkedet. 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. Refinansieringsrisikoen begrenses ved at ikke mer enn 25 prosent av obligasjonsgjelden skal forfalle hvert år. I tillegg stilles det krav til risikostyring og rapportering. Banken skal fastsette prinsipper for måling og styring av motparteksponering og operasjonell risiko.

Statsgjelden utstedes i dag ved auksjoner gjennom utvalgte primærhandlere (se kapittel 5 for en nærmere omtale av primærhandlerordningen). Norske statskasseveksler og statsobligasjoner noteres kun på Oslo Børs, men mandatet åpner for å ta i bruk andre salgsmetoder og handelsplattformer.

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.

Forvaltningen er lagt til en egen seksjon – Statsgjeldsforvaltningen – i enheten for Markedsoperasjoner og analyse. 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 nødvendig med en stor grad av åpenhet om de analyser og rapporter som legges til grunn for forvaltningen.

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.

1.2 STATENS LÅNEBEHOV

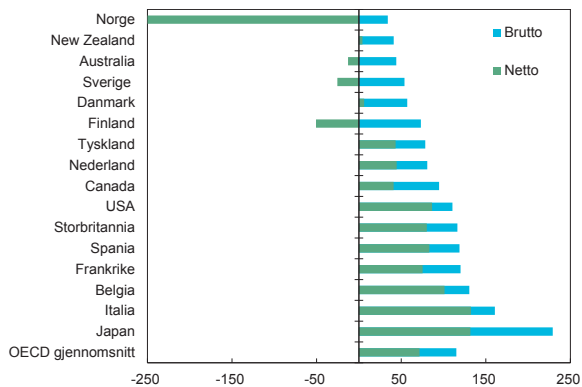
Staten låner i første rekke for å dekke utlån og kapitalinnskudd til statlige låneinstitusjoner, det vil si statsbankene og andre statlige låneordninger, for å dekke forfall av eksisterende gjeld og for å sikre at staten har en tilstrekkelig kontantbeholdning.

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.

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 normalt en svært liten del av den totale opplåningen.

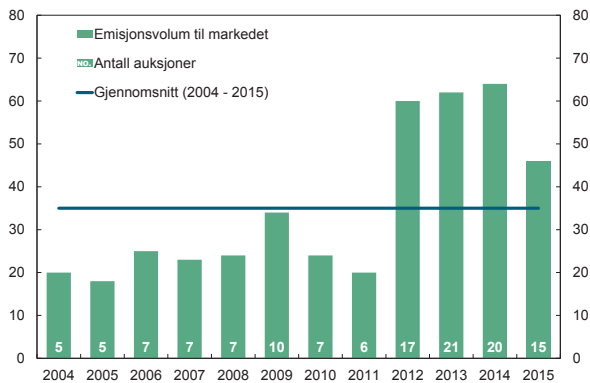
Årlig opplåning baserer seg på tall som publiseres i statsbudsjettet. Opplåningen endres normalt ikke i forbindelse med revidert nasjonalbudsjett eller regnskapstall. I perioden 2000–2011 ble det i gjennomsnitt utstedt obligasjoner for litt over 20 milliarder kroner årlig (det som ble emittert til statens egenbeholdning kommer i tillegg). I 2012 økte det årlige volumet til 60 milliarder kroner og har vært høyt i årene etter dette, se figur 1.2.

Figur 1.1 Netto og brutto gjeld for ulike land. I prosent av BNP. Anslag for 2015



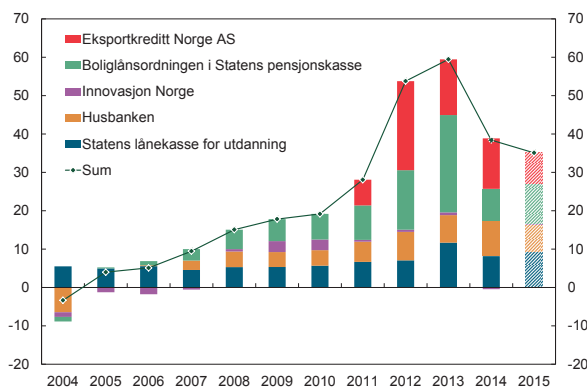
Kilde: OECD

Figur 1.2 Opplåning i statsobligasjoner 2004–2015. Milliarder kroner



Kilde: Norges Bank

Figur 1.3 Faktiske utlån (netto) fra statlige låneinstitusjoner, 2004–2014, regnskapstall. Estimert lånebehov (netto) for statlige låneinstitusjoner basert på Statsbudsjettet, 2015. Milliarder kroner



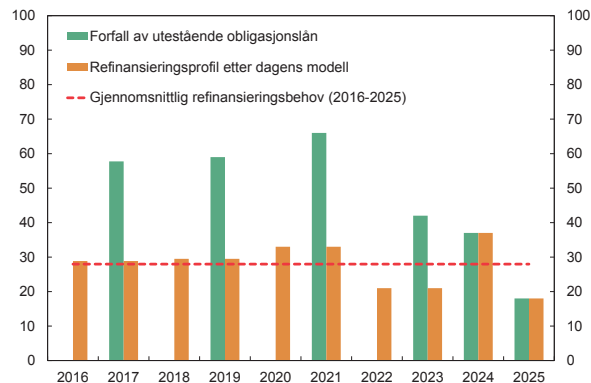
Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

Økningen skyldtes for det første etableringen av Eksportkreditt Norge AS i 2012. Eksportkreditt administrerer den statlige eksportkredittordningen og utlånene finansieres over statsbudsjettet. For det andre skyldtes det økte utlån fra boliglånsordningen i Statens pensjonskasse. Disse to forholdene bidro til

høyere opplåning i 2012–2014, se figur 1.3. I 2014 og 2015 har utlån fra boliglånsordningen i Statens pensjonskasse falt, samtidig som tilbakebetalingene fra ordningen har økt.

Staten låner også for å dekke forfallet av allerede utestående gjeld. Fram til år 2023 vil det forfalle et obligasjonslån hvert annet år (2017, 2019, 2021 og 2023). Normalt har refinansieringen av disse forfallene blitt fordelt over året før forfallsåret og forfallsåret. Så lenge netto lånebehov fra statlige låneinstitusjoner er positivt og refinansieringen gjøres på samme måte som i dag, vil årlig opplåning som følge av refinansiering være på om lag 30 milliarder kroner i året de kommende årene, se figur 1.4. Figuren er basert på utestående volum av statsobligasjoner ved utgangen av 2015.

Figur 1.4 Forfall av utestående statsobligasjoner, uten statens egenbeholdning. Refinansieringsprofil basert på gjelden ved utgangen av 2015. Milliarder kroner



Kilde: Norges Bank

Det er et mål at statens transaksjoner over tid ikke skal endre den samlede likviditeten i pengemarkedet. Normalt vil alle inntekter 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 pengene vil imidlertid gjøre at statsbudsjettet har en positiv likviditetseffekt i pengemarkedet tilsvarende overføringsbeløpet. 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 2015

I brev av 16. desember 2014 fastsatte Finansdepartementet rammene for statsgjeldsforvaltningen i 2015:

- Maksimalt opptak av obligasjoner ble satt til 100 milliarder kroner.
- Maksimalt utestående i statskasseveksler ble satt til 125 milliarder kroner.
- Minstenivå på statens konto i Norges Bank ble satt til 35 milliarder kroner.
- Minimumsnivået for rentebindingen på statsgjelden inklusive rentebytteavtaler ble satt til 2,5 år.

På bakgrunn av dette ble låneprogrammet for 2015 publisert 19. desember. Låneprogrammet inneholdt en auksjonskalender med datoer for alle auksjoner. Det ble lagt opp til 15 auksjoner i obligasjoner, 12 auksjoner i vekslere og tre tilbakekjøpsauksjoner.

Hovedmomenter i låneprogrammet for 2015 var:

- Låneintervall på 48–52 milliarder kroner for utstedelse av obligasjoner til markedet.
- Utstede et nytt 10-årslån i løpet av første kvartal og bygge opp dette lånet gjennom året.
- Vurdere å utstede et nytt 5-årslån dersom markedsforholdene skulle tilsa det.
- Ha relativt hyppige auksjoner med små volum.
- Opplåning i vekslere i markedet for inntil 70 milliarder kroner.
- Utstede nye 12-måneders vekslere i forbindelse med de fire IMM-datoene¹.
- Utvide den lengste vekselen på mellomliggende auksjoner.
- Legge opp til tre tilbakekjøpsauksjoner av NGB 05/2015 (NST 471).
- Auksjonsdag for obligasjoner ble flyttet til onsdager (fra tidligere tirsdager). Publisering av auksjon ble flyttet én handledag nærmere auksjonen for både obligasjoner og vekslere, til to dager før auksjonen.

I låneprogrammet ble det oppgitt låneintervall for vekslere og obligasjoner for 1. kvartal 2015. I slutten av mars, juni og september ble det publisert låneintervall for vekslere og obligasjoner, samt strategi for rentebytteavtaler det kommende kvartalet.

Alle ordinære auksjoner ble avholdt som planlagt. Det ble ikke holdt noen ad hoc-auksjoner. Nytt 10-årslån ble introdusert 11. mars.

Gjennom året ble det foretatt noen endringer i det opprinnelige programmet:

- I kvartalsskriv for 2. kvartal (publisert 27. mars) ble den planlagte tilbakekjøpsauksjonen 13. april avlyst.
- I auksjonsmelding datert 24. august ble markedet informert om at det ikke ville bli utstedt et nytt 5-årslån i 2015.
- I kvartalsskriv for 4. kvartal (publisert 28. september) ble det årlige intervallet for obligasjoner redusert til 46–50 milliarder kroner. Reduksjonen ble gjort på grunn av ugunstige markedsforhold.
- Ved to auksjoner på slutten av året ble korte vekselån utvidet i stedet for det lengste vekselånet. Markedsaktører informerte om at det var særlig interesse for de kortere vekslene. På bakgrunn av dette ble det på slutten av 2015 lagt opp til større fleksibilitet i hvilken veksel som ble utvidet mellom IMM-auksjonene.

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

Tabell 2.1 Låneintervall og faktisk opplåning i 2015. Milliarder kroner

	Obligasjoner		Veksler	
	Publisert	Faktisk	Publisert	Faktisk
2015 samlet <i>Revidert 28.9.15</i>	48-52 46-50	46	Inntil 70	65
1. kvartal 2015	13-17	16	13-17	15
2. kvartal 2015	14-18	14	20-24	22
3. kvartal 2015	5-10	6	10-14	12
4. kvartal 2015	10-14	10	14-18	16

2.2 BRUK AV RENTEBYTTEAVTALER I 2015

Statsgjeldsforvaltningen har i årene 2005–2014 inngått rentebytteavtaler for å redusere rentebindingen på statsgjelden sammenliknet med det som følger direkte av strategien der en sprer opplåningen over løpetider fra 0 til 10 år. 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 statsgjelden. På den annen side vil rentekostnadene svinge mer.

Et uttrykk for merkostnadene ved å låne langsiktig fremfor kortsiktig er de såkalte terminpremiene, se ramme 1. Beregninger tyder på at terminpremiene både i Norge og andre markeder var uvanlig lave i 2015. De lave estimerte terminpremiene har gått sammen med svært lave obligasjonsrenter. Lave terminpremier indikerer at besparelsen ved å låne kortsiktig er mindre enn tidligere.

Det ble ikke inngått nye rentebytteavtaler i 2015. Dette skyldes primært at den forventede besparelsen ved å låne kortsiktig ble vurdert som lav gjennom 2015.

RAMME 1: TERMINPREMIER

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

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

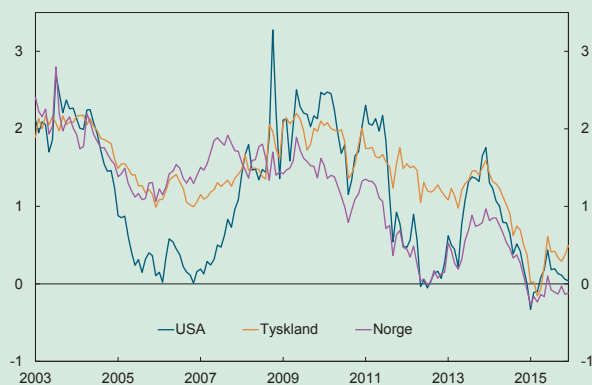
Forventningshypotesen er et godt utgangspunkt for å forstå utviklingen i langsiktige renter, men hypotesen holder ikke eksakt. Det er bred enighet i litteraturen om at hypotesen baserer seg på urealistiske forutsetninger, spesielt en antagelse om at markedsaktørene er risikonøytrale. Renten på obligasjoner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

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

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

Figuren under viser estimerte terminpremier i 10-års statsobligasjonsrenter for Norge, USA og Tyskland for perioden 1999–2015. Metoden som er brukt, er utviklet i Federal Reserve Bank of New York.¹ Resultater fra denne modellen for amerikanske terminpremier publiseres daglig på deres hjemmeside. De tyske og norske terminpremiene er estimert i Norges Bank.

Estimerte terminpremier i 10-års statsrenter. Prosentenheter



Kilder: Norges Bank, Federal Reserve Bank of New York

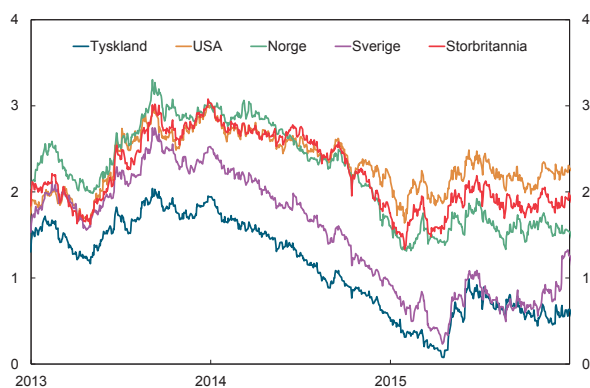
1 Se Adrian, T., Richard K. Crump og Emanuel Moench, Pricing the term structure with linear regressions, Journal of Financial Economics 110 (2013), 110–138

3 OPPLÅNINGEN I 2015

3.1 MARKEDSUTVIKLINGEN

Utviklingen i norske statsrenter blir i stor grad påvirket av den internasjonale renteutviklingen, se figur 3.1. De langsiktige statsobligasjonsrentene ute holdt seg på svært lave nivåer i 2015. Det var likevel betydelige svingninger gjennom året. De langsiktige rentene falt i begynnelsen av 2015, men ved utgangen av året var de på om lag samme nivå som ved starten av året.

Figur 3.1. 10-års statsobligasjonsrenter. Prosent



Kilder: Thomson Reuters, Bloomberg og Norges Bank

De lave langsiktige statsobligasjonsrentene må ses i lys av en svært ekspansiv pengepolitikk i mange land. Den lave inflasjonen bidro til at flere sentralbanker gjennomførte ytterligere lettelse i pengepolitikken i 2015. Styringsrentene var nær null i flere land, og i noen land var de også negative. De siste årene har flere sentralbanker iverksatt ulike tiltak, herunder kjøpsprogrammer for verdipapirer («kvantitative lettelse»), for å stimulere aktiviteten og motvirke faren for deflasjon. Dette fortsatte i 2015. I euroområdet ble verdipapirkjøpene utvidet ved at Den europeiske sentralbanken begynte å kjøpe statsobligasjoner. Sveriges Riksbank startet et kjøpsprogram for statsobligasjoner. Obligasjonsrentene ble også i stor grad påvirket av forventningene til den amerikanske styringsrenten. Forventningene svingte mye gjennom året. I desember hevet den amerikanske sentralbanken renten for første gang siden 2006.

Rentedifferansen mot Tyskland i tiårssegmentet økte gjennom deler av våren 2015, men etter hvert økte de tyske rentene noe mer enn de norske slik at renteforskjellen avtok, se figur 3.2. Ved slutten av året var

rentedifferansen noe lavere enn ved inngangen til året.

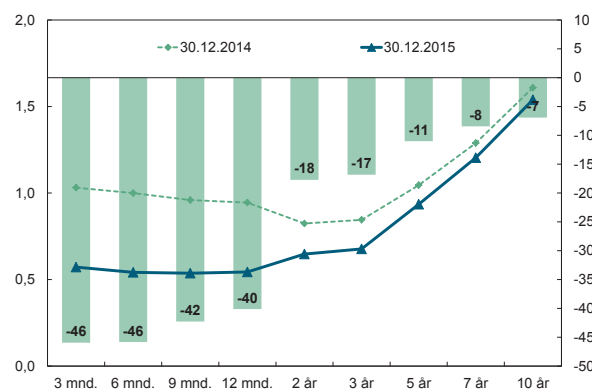
Figur 3.2. Differanse mellom norsk og tysk 10-års statsobligasjonsrente. 2015. Basispunkter



Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Endringene i de langsiktige norske statsrentene gjennom året var moderate, se figur 3.3. Rentene i 2-10-årssegmentet falt med om lag 5-20 basispunkter. Rentene i statskassevekselmarkedet falt med 40-50 basispunkter, noe som må ses i lys av at styringsrenten i Norges Bank ble redusert gjennom året fra 1,25 prosent til 0,75 prosent.

Figur 3.3. Norsk syntetisk statsrentekurve ved utgangen av 2014 og 2015. Nivå i prosent (venstre akse). Endring i basispunkter (høyre akse)



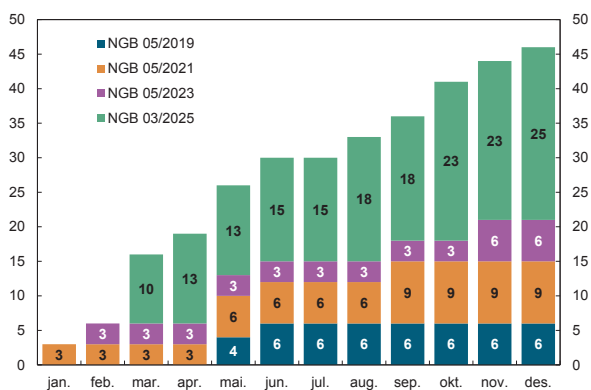
Kilde: Thomson Reuters og Norges Bank

3.2 AUKSJONER AV STATS OBLIGASJONER

Det ble emittert statsobligasjoner for 46 milliarder kroner til markedet. I tillegg ble det emittert 8 milliarder kroner til statens egenbeholdning i det nye 10-årslånet som ble lagt ut i mars. Det ble holdt relativt hyppige auksjoner med små volum for å redusere risikoen for uventet høye lånekostnader. Som planlagt ble det holdt 15 auksjoner, hvorav ni i første halvår. Det ble samlet emittert for 30 milliarder kroner i første halvår eller 65 prosent av samlet emisjonsvolum, se figur 3.4. En oversikt over alle auksjonene er gitt i vedleggstabell B.1.

Planen for 2015 var å utstede et nytt 10-årslån i løpet av første kvartal. Det ble gjennomført ved utstedelsen av NGB 03/2025 i auksjonen 11. mars. Dette lånet ble utvidet ved syv auksjoner slik at utestående beholdning i markedet ved årsslutt var 25 milliarder kroner.

Figur 3.4 Akkumulerte obligasjonsutstedelser fordelt per lån i 2015. Volum til markedet. Milliarder kroner

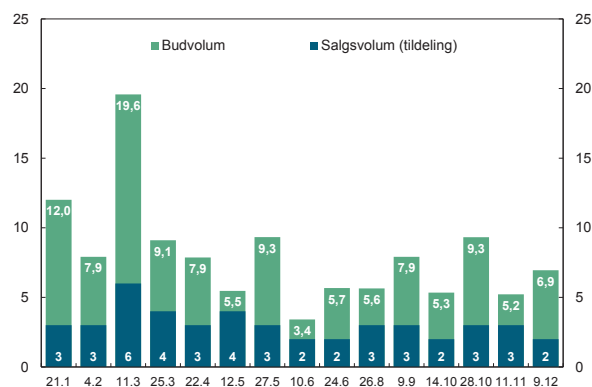


Kilde: Norges Bank

I låneprogrammet ble det åpnet for at det kunne bli utstedt et nytt 5-årslån i andre halvår. I august ble det kunngjort at 5-årslånet ikke ville bli utstedt. Beslutningen ble tatt på bakgrunn av usikkerhet om etterspørselen fra investorene. Som følge av urolige markedsforhold gjennom høsten, ble det for fjerde kvartal varslet reduksjon i intervallet for obligasjonsopp-låningen. Det publiserte intervallet på 48–52 milliarder kroner i låneprogrammet for 2015 ble redusert til 46–50 milliarder kroner.

Året sett under ett var det solid etterspørsel fra både norske og internasjonale investorer. Samlet budvolum var 121 milliarder kroner, eller 2,6 ganger auksjonsvolumet. Dette var det samme som gjennomsnittet for perioden 2005–2014.

Figur 3.5 Bud- og salgsvolum for auksjoner av statsobligasjoner i 2015. Milliarder kroner



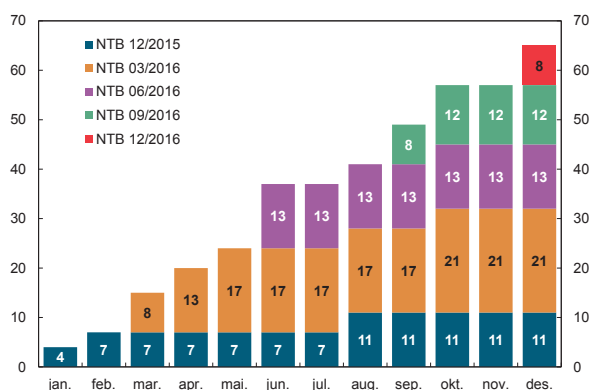
Kilde: Norges Bank

3.3 AUKSJONER AV STATSKASSEVEKSLER

I auksjonene av statskasseveksler ble det emittert for 65 milliarder kroner. Staten tegnet seg i tillegg for 8 milliarder kroner i hvert nye veksellån som ble lagt ut.

Det ble holdt 12 auksjoner av vekslere. Ny 12-måneders veksel blir utstedt på IMM-datoene. Auksjonene mellom IMM-datoene brukes til å utvide både den nye og de eksisterende vekslene. Syv av de 12 auksjonene ble holdt i første halvår. 57 prosent av lånevolumet ble emittert i første halvår.

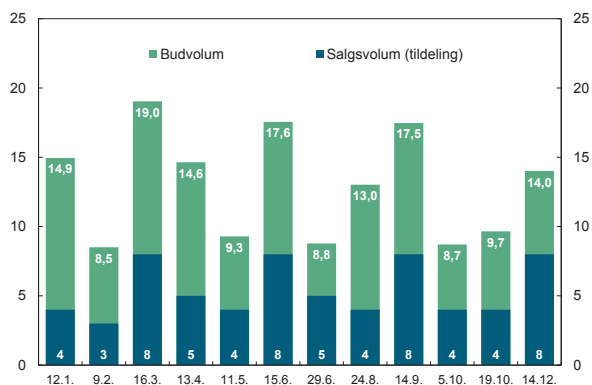
Figur 3.6 Akkumulerte utstedelser av vekslere fordelt per lån i 2015. Volum til markedet. Milliarder kroner



Kilde: Norges Bank

Samlet budvolum fra primærhandlerne i auksjonene var på om lag 156 milliarder kroner. Etterspørselsindikatoren for året sett under ett ble 2,5. For perioden 2005–2014 var gjennomsnittlig etterspørselsindikator 2,6.

Figur 3.7 Bud- og salgsvolum for auksjoner av statskasserveksler i 2015. Milliarder kroner



Kilde: Norges Bank

3.4 TILBAKEKJØP AV NGB 05/2015 (NST 471)

Tilbakekjøp av obligasjoner er vanlig som ledd i 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 fram mot forfall. I tillegg tas statsobligasjoner ut av referanseindekser når gjenstående løpetid faller under ett år. Tilbakekjøp kan også tenkes å bidra til økt etterspørsel etter andre statspapirer som utstedes.

Statsobligasjonslån NGB 05/2015 (NST 471) forfalt den 15. mai 2015. Det ble åpnet for tilbakekjøp av dette lånet fra juni 2014. Seks tilbakekjøpsauksjoner ble avholdt i 2014. Tilbakekjøpene ble gjennomført ved amerikansk auksjon gjennom handelssystemet på Oslo Børs. Utestående i markedet før tilbakekjøpene var 69,1 milliarder kroner. Det ble kjøpt tilbake 17,2 milliarder kroner til sammen i de fire første auksjonene i 2014, se tabell 3.1. Det ble ikke kjøpt tilbake noe i de to siste auksjonene i 2014. Det var planlagt tre tilbakekjøpsauksjoner i 2015. Det ble ikke kjøpt tilbake noe i de to første auksjonene, og den siste auksjonen ble avlyst i informasjonsskrivet for 2. kvartal 2015.

Avgjørelsen om tilbakekjøp ble basert blant annet på en intern prisingsmodell og på flere ulike kryssjekkmodeller. I de første auksjonene var det i følge prisingsmodellen gunstig for staten å kjøpe tilbake til gjeldende markedspriser for NGB 05/2015. I de siste auksjonene i 2014 ble det vurdert som mindre gunstig for staten å kjøpe tilbake. Det ble heller ikke kjøpt tilbake noe i de to første auksjonene i 2015. Markedsprisene for NGB 05/2015 hadde da over en lengre periode vært utenfor det staten var villig til å kjøpe tilbake til, og den siste auksjonen ble derfor avlyst.

Tabell 3.1 Tilbakekjøpsauksjoner i 2014 og 2015. Millioner kroner

Dato	Volum kjøpt tilbake
10.6.2014	7 350
24.6.2014	7 185
19.8.2014	1 171
23.9.2014	1 500
21.10.2014	0
2.12.2014	0
9.2.2015	0
16.3.2015	0
13.4.2015	Auksjonen ble avlyst 27.3.2015

RAMME 2: SALGSAUKSJONER AV NORSKE STATSPAPIRER

Salg av både vekslar og obligasjoner skjer som auksjoner gjennom handelssystemet på Oslo Børs. Det er kun primærhandlerne som kan legge inn bud. Investorene må legge inn bud via en av de fire primærhandlerne. Gjennomføringen av salgsauksjonene kan oppsummeres i følgende fire trinn:

1. Annonsering av auksjonskalender

Foreløpig auksjonskalender for hvert kalenderår kunngjøres i desember foregående år på Norges Banks internettside www.statsgjeld.no. Norges Bank kan fritt endre auksjonskalenderen.

2. Valg av statspapir til auksjonen

Valg av statspapir skjer på bakgrunn av utstedelsesstrategien for inneværende år som Norges Bank har kunngjort i desember foregående år. I forkant av hver auksjon har Norges Bank kontakt med primærhandlerne for å få informasjon om markedsforholdene og etterspørselen fra investorene. Norges Bank kunngjør så hvilket lån som skal emitteres to virkedager før auksjonen, det vil si normalt torsdager kl. 12 og mandager kl. 12 for henholdsvis vekslar og obligasjoner. Salgsvolum (tilbudt volum) kunngjøres samtidig.

3. Kursfastsettelse, bud og tildeling

Alle salgsauksjoner av statspapirer er hollandske auksjoner. Ved hollandsk auksjon betaler alle budgiverne som får tildeling, den laveste aksepterte kursen (skjæringskursen) blant de budene som får tildeling. Budene rangeres fra høyeste til laveste kurs. Skjæringskurs blir bestemt der tilbudt volum er lik etterspørsel. De bud som er på skjæringskursen, vil få tildeling pro rata, det vil si at alle budgivere med bud på skjæringskursen får tildelt samme andel av sine bud slik at tilbudt volum tilsvarer salgsvolum. Dersom etterspørselen er lavere enn tilbudt volum, vil auksjonen automatisk bli kansellert. Norges Bank kan ikke endre salgsvolum etter at auksjonen har startet. Obligasjoner blir normalt auksjonert ut på onsdager, mens vekslar har mandager som auksjonsdag. Primærhandlerne kan legge inn bud mellom kl. 10:15 og 11:00.

4. Annonsering av resultatet

Etter budfristen kl. 11:00 vurderer Norges Bank samtlige bud som er avgitt. Dersom Norges Bank aksepterer skjæringskursen, vil salgsordre med tilbudt volum bli lagt inn kl. 11:03. Dersom Norges Bank har lagt inn salgsordre, vil handelssystemet på Oslo Børs nøyaktig kl. 11:05 gjennomføre handlene. Samtidig sender Norges Bank ut melding via Oslo Børs NewsWeb (www.newsweb.no) om tildelingskurs med tilhørende effektiv rente og budvolum. I tillegg vil mer detaljert informasjon om auksjonen bli lagt ut på Norges Banks internettside www.statsgjeld.no.

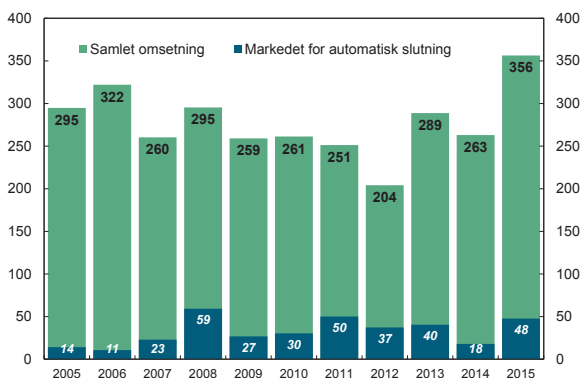
4 ANNENHÅNDSMARKEDET

De norske statspapirene er notert på Oslo Børs og selges i førstehåndsmarkedet kun på Oslo Børs. Det innebærer at primærhandlerne må være medlem av Oslo Børs. Alle medlemmer av Oslo Børs som handler norske statspapirer, skal rapportere omsetningen til Oslo Børs, mens ikke-medlemmer ikke har plikt til å rapportere. Antakelig omsettes norske statspapirer også på andre organiserte markeds plasser eller direkte mellom aktører uten at disse handlernes blir rapportert til Oslo Børs eller til Norges Bank.

4.1 OMSETNING PÅ OSLO BØRS

Registrert omsetning av statsobligasjoner på Oslo Børs var på 356 milliarder kroner i 2015, se figur 4.1. Gjennomsnittlig omsetning siden 2005 har vært på 278 milliarder kroner. Av omsetningen i 2015 utgjorde markedet for automatisk slutning² litt over 13 prosent. Gjennomsnittlig andel for dette markedet siden 2005 har vært på om lag 12 prosent.

Figur 4.1 Registrert omsetning av norske statsobligasjoner på Oslo Børs. Samlet og i markedet for automatisk slutning. Volum i pålydende. Milliarder kroner. 2005–2015



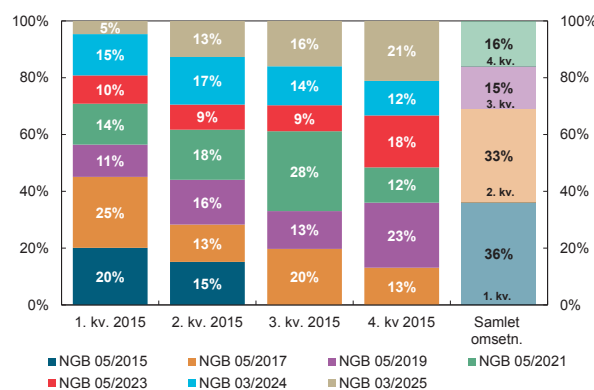
Kilde: Oslo Børs

I første og annet kvartal av 2015 utgjorde omsetningen i obligasjonene henholdsvis 36 prosent og 33 prosent av samlet årsomsetning. Det er normalt høyere omsetning i første halvår, i tillegg bidro forfallet av NGB 05/2015 i mai måned til økt omsetning. Det ble meldt om at mange investorer solgte seg ut av lånet som nærmet seg forfall og samtidig kjøpte seg inn i de andre obligasjonslånene. Det er tydelig at det i

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.

første kvartal ble gjort flere bytter mellom NGB 05/2015 og NGB 05/2017, mens det i andre kvartal også ble byttet til flere av de andre obligasjonslånene med lengre løpetid.

Figur 4.2 Registrert omsetning av norske statsobligasjoner på Oslo Børs fordelt på de enkelte obligasjonslånene og per kvartal. 2015. Prosent



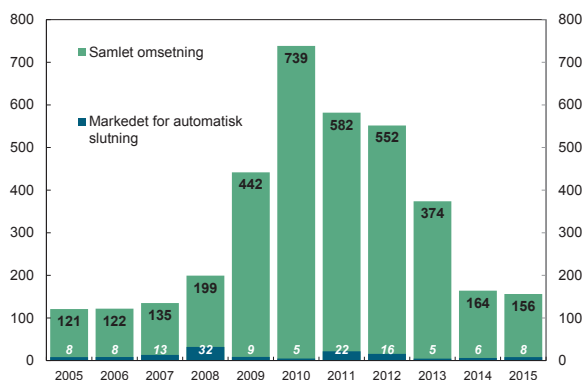
Kilde: Oslo Børs

For statskasseveksler var den registrerte omsetningen i 2015 på litt over 156 milliarder kroner. Gjennomsnittlig årlig omsetning siden 2005 har vært på 326 milliarder kroner, men for perioden 2008–2014 er omsetningstallene sterkt preget av bytteordningen.³ I perioden 2002–2007 var gjennomsnittlig omsetning 121 milliarder kroner.

Omsetningshastigheten er en indikator som ofte benyttes for å si noe om likviditeten i annenhåndsmarkedet. Den sier noe om handelsaktiviteten i forhold til utestående volum i en gitt periode. En høyere tallverdi på omsetningshastigheten tilsier et mer aktivt annenhåndsmarked, noe som er én indikator på et likvid marked. I beregningen av omsetningshastigheten er utestående volum for et enkelt år beregnet som gjennomsnittet av utestående volum ved inngangen og utgangen av det samme året.

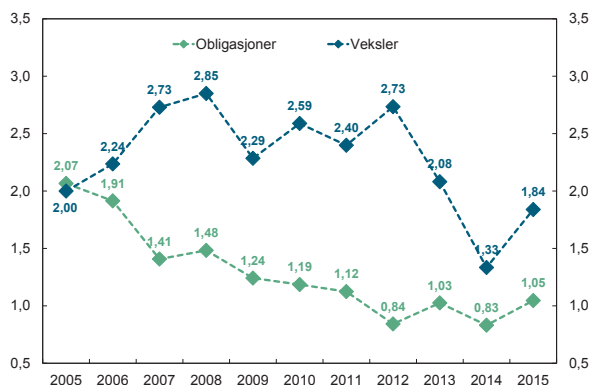
3 Bytteordningen ble etablert i forbindelse med finanskrisen i 2008 og var en ordning der staten og bankene byttet statskasseveksler mot obligasjoner med forkjøpsrett (OMF) for en avtalt periode.

Figur 4.3 Registrert omsetning av norske statskasseveksler på Oslo Børs. Samlet og i markedet for automatisk slutning. Volum i pålydende. Milliarder kroner. 2005–2015



Kilde: Oslo Børs

Figur 4.4 Omsetningshastighet for statsobligasjoner og statskasseveksler. 2005–2015



Kilder: Oslo Børs og Norges Bank

Omsetningshastigheten for obligasjonene har økt fra 2014 til 2015. Dette må ses i sammenheng med forfallet av NGB 05/2015 i mai. Siden 2005 har imidlertid omsetningshastigheten falt gradvis. Dette indikerer at likviditeten i markedet er blitt dårligere. Data fra både Storbritannia og USA viser også en fallende omsetningshastighet. I Storbritannia har omsetningshastigheten falt fra rundt 8 til litt over 4 i perioden fra 2005 til 2015, mens i USA er nedgangen fra rundt 12 til 5.

For vekslene var omsetningshastigheten høy i årene fra 2008 til 2012, men har så falt. Mye av oppgangen i årene 2008 til 2012 må tilskrives bytteordningen.

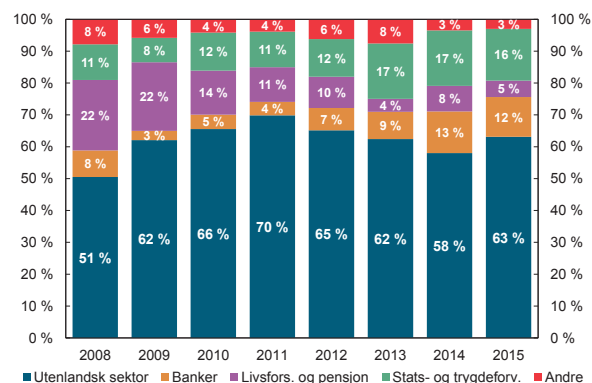
4.2 INVESTORER I NORSKE STATS OBLIGASJONER

Ved utgangen av 2015 eide utenlandske investorer 63 prosent av utestående volum av obligasjoner. Ved inngangen til 2005 var andelen rundt 35 prosent. I årene fram til og med 2011 økte eierandelen til uten-

landsk sektor til litt over 70 prosent. Siden har andelen falt litt, men vært ganske stabil.

Av de innenlandske sektorene har livsforsikringselskaper og pensjonskasser redusert eierandelen av statsobligasjoner. Dette skyldes antakelig disse selskaperenes krav til garantiavkastning til sine kunder. Lavere rentenivå har ført til at statsobligasjoner har blitt mindre attraktive investeringsobjekter. De innenlandske bankene har de siste årene økt eierandelen av norske statsobligasjoner noe. Dette kan trolig forklares med økt behov for statspapirer som følge av nye reguleringer.

Figur 4.5 Eierfordeling obligasjoner. Ved inngangen til desember 2008–2014. Per 28. desember 2015



Kilde: Verdipapirsentralen

I mai 2015 forfalt NGB 05/2015 med om lag 52 milliarder kroner til markedet. På forfallstidspunktet eide innenlandske banker og utenlandske investorer det meste av det utestående volumet i markedet, med om lag 23 milliarder kroner hver. Fra inngangen til 2015 var det tydelig at utenlandske investorer solgte seg ut, og at de norske bankene (antakelig flere av primærhandlerne) tok NGB 05/2015 inn på egen bok. Økningen for de norske bankene i perioden fra utgangen 2014 til forfallet var på om lag det samme volumet som utenlandske investorer solgte seg ut med.

De norske livsforsikringselskaperne og pensjonskassene eide 5 milliarder kroner av NGB 05/2015 på forfallstidspunktet. Tabell 4.1 viser at sektoren reduserte beholdningen av norske statsobligasjoner med ytterligere 10 milliarder kroner i 2015.

Dersom man ser bort fra NGB 05/2015 som forfalt i mai, økte innenlandske banker sine beholdninger av statsobligasjoner med litt over 7 milliarder kroner gjennom 2015.

De utenlandske sektorene økte nettobeholdningene sine i 2015 med litt over 6 milliarder kroner. Økningen var på 46 milliarder kroner i de lånene som var utestå-

ende ved utgangen av 2015. I det lengste lånet, NGB 03/2025, økte beholdningen med hele 16,8 milliarder kroner. Dette utgjorde en eierandel på 67 prosent av

det volumet som ble emittert til markedet i løpet av 2015.

Tabell 4.1 Statsobligasjoner. Endringer i beholdninger fra utgangen av 2015 for enkelte sektorer. Milliarder kroner

Obligasjonslån	Utenlandsk sektor	Innenlandske sektorer				
		Banker	Livsfors. og pensjon	Stats- og trygdeforv.	Verdipapirforetak	Skadefors.
NGB 05/2015 ¹	-39,76	-6,59	-5,19	-6,82	-0,67	-0,20
NGB 05/2017	0,91	2,49	-0,95	-2,01	-0,26	-0,24
NGB 05/2019	8,13	-0,09	-2,38	0,60	-0,03	-0,24
NGB 05/2021	6,30	0,71	1,09	0,28	0,28	0,27
NGB 05/2023	8,47	-1,27	-2,52	0,95	0,36	-0,26
NGB 03/2024	5,46	-0,11	-5,81	0,79	-0,50	0,15
NGB 03/2025 ²	16,83	5,40	0,77	8,45	0,59	0,97
Samlet endring	6,33	0,54	-14,99	2,24	0,23	0,44

¹ NGB 05/2015 forfalt i mai 2015.

² NGB 03/2025 ble introdusert i mars 2015.

Kilde: Verdipapirsentralen

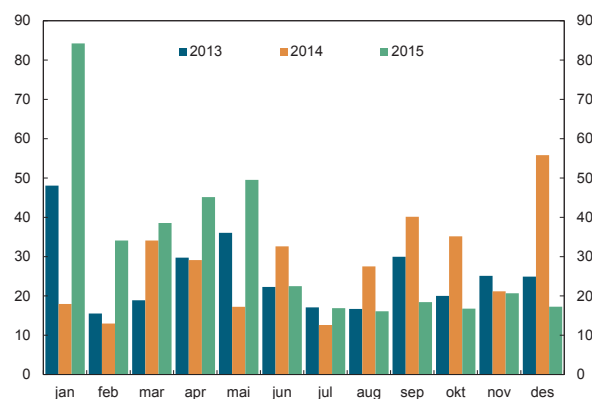
4.3 RAPPORTERING AV HANDLER I ANNEHÅNDSMARKEDET

Primærhandlerne rapporterer hver måned kjøp og salg av statspapirene til Norges Bank.⁴ Alle omsetningene skal rapporteres slik at det kommer fram hvilken region motparten tilhører og hva slags investor motparten er. Det er kun handler i annenhåndsmarkedet som er rapporteringspliktig. Gjenkjøpsavtaler skal ikke rapporteres. Statistikken (som kun omfatter omsetning der en norsk primærhandler er involvert) gir et bilde av hvilke regioner og ulike type motparter som kjøper og selger de norske statspapirene. Fordeling på mange regioner og mange ulike motparter indikerer at det er en bred investorbase for norske statspapirer, noe som kan bidra til å øke likviditeten i de enkelte papirene.

Figur 4.6 viser hvordan den årlige rapporterte omsetningen fordeler seg på de enkelte månedene i årene 2013–2015. Fordi rapporteringen ble igangsatt først fra 2013, er det vanskelig å trekke noen klare konklusjoner. Forfall av en obligasjon ser ut til å trekke i retning av noe høyere omsetning i månedene fram til forfallet. I 2013 utgjorde perioden januar til og med mai nesten 50 prosent av årsumsetningen, mens i 2015 var andelen hele 66 prosent. I 2014, da det ikke

var noe forfall av obligasjoner i mai, utgjorde omsetningen i januar til og med mai rundt 33 prosent.

Figur 4.6 Statsobligasjoner. Omsetning (kjøp og salg) fordelt per måned. Milliarder kroner



Kilde: Norges Bank

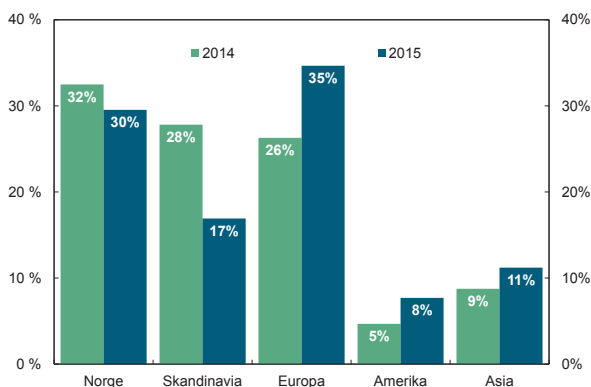
Omsetningen i NGB 05/2015 i perioden januar til og med mai 2015 utgjorde 19 prosent av samlet omsetning i perioden, og var med det den obligasjonen som var mest omsatt. I samme periode var NGB 05/2017 det nest mest omsatte lånet med marginalt litt mindre omsatt volum enn NGB 05/2015. Dette indikerer at mange investorer solgte seg ut av lånet som gikk mot forfall og reinvesterte i NGB 05/2017.

Primærhandlerne rapporterte at det i 2015 ble solgt obligasjoner for litt over 213 milliarder kroner til mot-

⁴ Rapporteringen bygger på EUs «Harmonized reporting format» som er utarbeidet i samarbeid mellom de ulike statsgjeldskontorene i euroområdet og European Primary Dealers Association (EPDA). Se http://europa.eu/efc/sub_committee/primary_dealer/harmonized_reporting_format/index_en.htm

parter i Norge og utlandet. Det var en økning på 25 milliarder kroner i forhold til 2014. Av disse salgene var 30 prosent til motparter med tilhørighet i Norge, mens den største andelen av salgene gikk til europeiske motparter, se figur 4.7.

Figur 4.7 Statsobligasjoner. Salg i annenhåndsmarkedet fra primærhandlerne fordelt på regioner. Prosent av rapportert salg

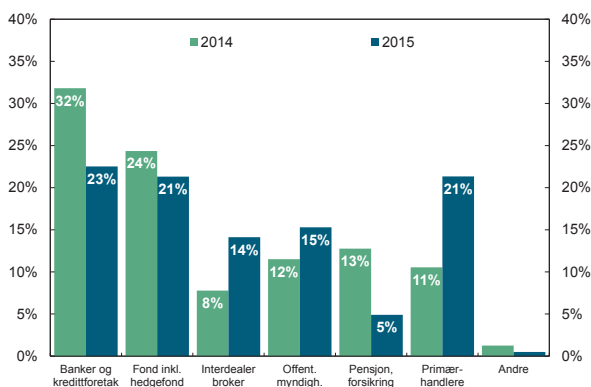


Kilde: Norges Bank

Motpartene i Europa (utenom Norge og Skandinavia) har stått for den største økningen fra 2014 til 2015. Det er også økning i salget til Amerika (samlet for Nord-, Mellom- og Sør-Amerika) og Asia. For Asia viser de detaljerte tallene at salget til japanske investorer falt fra 2014 til 2015, mens det var økt salg til Kina.

Banker og kredittforetak var de største motpartene i både 2014 og 2015, se figur 4.8. Salg til andre primærhandlere økte fra 2014 til 2015. Andre store motparter var fond og offentlige myndigheter med henholdsvis 21 prosent og 15 prosent i 2015. Pensjons- og forsikringsselskaper reduserte kjøpene sine av statsobligasjoner. Det var likevel fortsatt en god fordeling på ulike motparter.

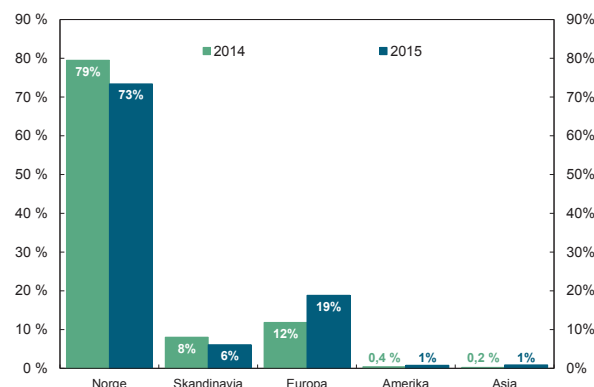
Figur 4.8 Statsobligasjoner. Salg i annenhåndsmarkedet fra primærhandlerne fordelt på motparter. Prosent av rapportert salg



Kilde: Norges Bank

Av den rapporterte omsetningen i annenhåndsmarkedet for veksler i 2015, var 73 prosent til primærhandlerens norske kunder, se figur 4.9. Det var en nedgang fra 79 prosent i 2014. Det er betydelig mindre omsetning av veksler enn av obligasjoner mot andre regioner enn Norge. Trolig skyldes dette at vekslene har kort løpetid og er nullkupongpapirer. Det har i løpet av det siste året vært økt omsetning mot investorer i Europa, Amerika og Asia.

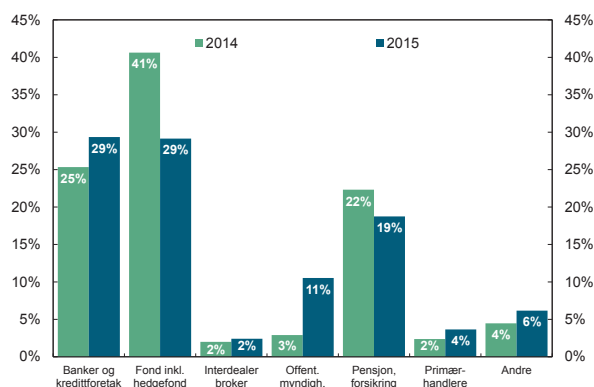
Figur 4.9 Statskasseveksler. Andelen av omsetning i annenhåndsmarkedet fordelt på regioner. Prosent



Kilde: Norges Bank

I 2015 var det to store typer av investorer i vekselmarkedet; banker og kredittforetak, samt fond inkludert hedgefond. Fond inkludert hedgefond hadde i 2015 en betydelig lavere andel av samlet omsetning enn i 2014.

Figur 4.10 Statskasseveksler. Andeler av omsetning i annenhåndsmarkedet fordelt på motparter. Prosent

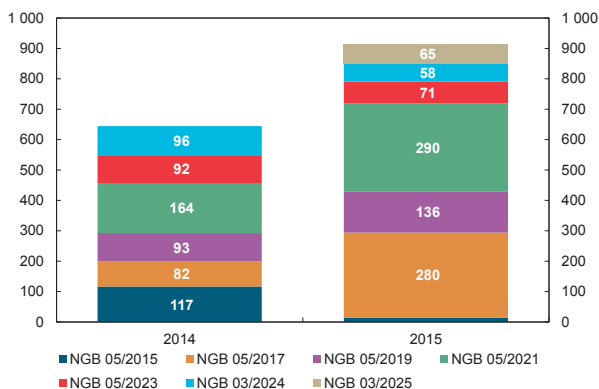


Kilde: Norges Bank

4.4 BRUK AV GJENKJØPSAVTALER

Primærhandlerne har anledning til å låne statspapirer fra statens egenbeholdning gjennom en gjenkjøpsavtale, se kapittel 5 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 i kortere eller lengre perioder.

Figur 4.11 Utlån av statsobligasjoner fordelt på de enkelte utestående lånene. 2014 og 2015. Milliarder kroner



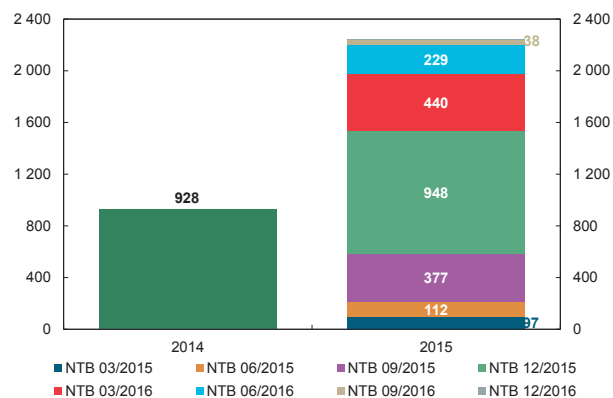
Kilde: Norges Bank

Utlån av statsobligasjoner fra statens egenbeholdning summerte seg over hele 2015 til 915 milliarder kroner, en økning på 270 milliarder kroner fra 2014.

Denne økningen må ses i sammenheng med at primærhandlerne har redusert sine egne beholdninger av statsobligasjoner, trolig som følge av reduksjon av interne risikorammer og nye reguleringskrav. Med økt salg til investorene må primærhandlerne i perioder låne obligasjonene fra Norges Bank. I 2015 lånte primærhandlerne mest av NGB 05/2017 og NGB 05/2021 med til sammen litt under 570 milliarder kroner, eller 63 prosent av samlet utlån av obligasjoner.

Utlån av statskasseveksler fra statens egenbeholdning summerte seg over hele 2015 til 2 244 milliarder kroner, en økning på 1 316 milliarder kroner fra 2014. Økningen henger sammen med økt etterspørsel etter vekslere. Det er særlig stor utnyttelse av låneadgangen i de to korteste vekslene. Markedsaktører forteller at de korteste vekslene har blitt et viktig plasseringsinstrument for kortsiktig likviditet, blant annet for banker, ulike fond og livsforsikringsselskaper og pensjonskasser. Dette medførte at Statsgjeldsforvaltningen delvis la om emisjonsstrategien for vekslere i andre halvår av 2015. Det ble gjennomført flere utvidelser av vekslene med mellom 3 og 6 måneder igjen til forfall på bekostning av de lengre vekslene.

Figur 4.12 Utlån av statskasseveksler. Samlet volum i 2014 og fordelt på de enkelte utestående lånene i 2015. Milliarder kroner



Kilde: Norges Bank

5 PRIMÆRHANDLERORDNINGEN

For å fremme salg av statsgjelden i førstehåndsmarkedet og omsetning i annenhåndsmarkedet inngår Norges Bank hvert år primærhandleravtaler med flere banker/finansinstitusjoner som er medlemmer på Oslo Børs. Avtalene skrives særskilt for statsobligasjoner og statskasseveksler og gir primærhandlerne enerett og plikt til å gi bud i samtlige emisjoner av statspapirer. I tillegg forplikter primærhandlerne seg til å stille bindende kjøps- og salgskurser med tilhørende volum i samtlige obligasjoner og/eller veksler på markedsplassen hos Oslo Børs.

En rekke statsgjeldskontor har et system med primærhandleravtaler. Forpliktelser og rettigheter er forskjellig fra land til land, men alle har som formål å etablere samarbeid mellom utsteder av statsgjeld og institusjoner som kan opptre som aktører som alltid stiller kurser og volum på statspapirene i markedet. En viktig rolle som primærhandler er å markedsføre statspapirene overfor investorer i både inn- og utland for å øke etterspørselen etter de enkelte lånene. Dette kan bidra til å redusere statens lånekostnader.

Primærhandlerne inngår rammeavtale med Norges Bank om gjenkjøpsavtaler i samtlige statspapirer. Rammeavtalen sikrer at primærhandlerne kan låne statspapirer av statens egenbeholdning, som for tiden er på 8 milliarder kroner i hvert lån. 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 kan stille salgskurser på Oslo Børs til enhver tid uten å måtte sitte med en stor beholdning av statspapirer.

Primærhandlerne er medlemmer på Oslo Børs og har plikt til å rapportere all omsetning i statspapirer hvor de er part. I de siste årene har stadig flere elektroniske handelsplattformer blitt tatt i bruk for å handle statspapirer, for eksempel MTS, Eurex Bonds, Tradeweb og Bondvision. Enkelte av primærhandlerne stiller kurser og volum til sine kunder også i disse systemene, men det er for tiden ingen innhenting av informasjon om transaksjoner som er gjennomført på disse plattformene.

I 2015 etablerte Statsgjeldsforvaltningen et system for evaluering av primærhandlernes aktivitet. Hensikten med evalueringssystemet er å vurdere hvorvidt primærhandlerne oppfyller sine forpliktelser på en god måte. Evalueringen er et virkemiddel for å gi bedre og mer systematiske tilbakemeldinger til primærhandlerne. Opplegget vil også gi viktig informasjon til arbeidet med å øke aktiviteten og bedre likviditeten i annenhåndsmarkedet for norske statspapirer. Evalueringen baseres på kvantitative kriterier for deltakelse i første- og annenhåndsmarkedet og på kvalitative vurderinger av i hvilken grad primærhandlerne aktivt fremmer aktivitet i markedet for statspapirer. I tillegg inneholder evalueringen en del der primærhandlernes overholdelse av kravene om kursstillelse på Oslo Børs blir målt. Resultatene fra evalueringen blir ikke gjort offentlig kjent, men meddeles den enkelte primærhandler to ganger i året.

Tabell 5.1 Primærhandlere i 2015

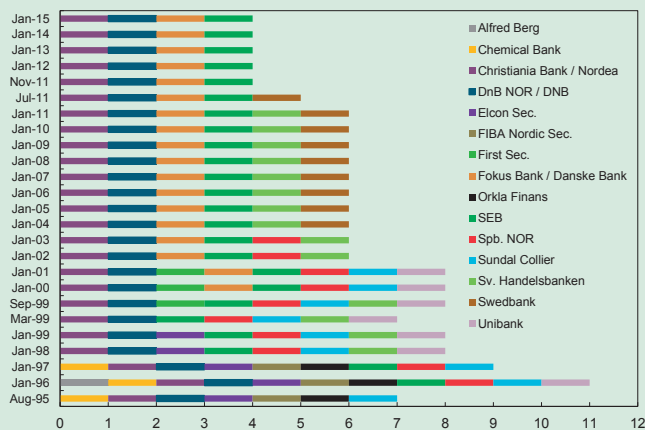
Statskasseveksler	Statsobligasjoner
Danske Bank	Danske Bank
DNB	DNB
Nordea	Nordea
Skandinaviska Enskilda Banken	Skandinaviska Enskilda Banken
Handelsbanken (1.1.-27.3)	

RAMME 3: PRIMÆRHANDLERORDNINGEN I NORGE

De første primærhandleravtalene for statsobligasjoner ble introdusert i august 1995. Primærhandlerne fikk da mulighet til å låne statsobligasjoner gjennom en gjenkjøpsavtale med Norges Bank. Norges Bank sluttet samtidig å stille egne kurser i annenhåndsmarkedet for obligasjoner. I avtalene fram til utgangen av 1997 var primærhandlerne forpliktet til å stille bindende kjøps- og salgskurser i de toneangivende statsobligasjonslånene. Fra 1998 ble avtalene endret slik at alle kjøps- og salgskursene kun var indikative. I forbindelse med innføring av nytt elektronisk handelssystem på Oslo Børs i september 1999 ble kursene igjen gjort bindende. I 2006 fikk primærhandlerne enerett og plikt til å avgi bud ved emisjoner i førstehåndsmarkedet. I april 2012 ble det innført omvendte gjenkjøpsavtaler hvor primærhandlerne kunne selge statsobligasjoner til Norges Bank med en samtidig avtale om å kjøpe dem tilbake senest innen én uke. Denne ordningen ble ikke videreført i primærhandleravtalene av 2015.

Siden november 2011 har det vært kun fire primærhandlere i obligasjoner. Ved oppstarten i 1995 var det syv ulike foretak som inngikk avtale og i 1996 var det hele 11 primærhandlere. Endringer i banksektoren og finansnæringen har medført at antall banker/finansinstitusjoner har blitt færre med årene, og det har også bidratt til å redusere tallet på primærhandlere.

Historisk oversikt over primærhandlere i norske statsobligasjoner



Kilde: Norges Bank

De første primærhandleravtalene for statskasseveksler ble inngått i august 2003. Fram til august 2003 stilte Norges Bank kurser og volum i annenhåndsmarkedet for de korte statspapirene. Som for obligasjoner, fikk primærhandlerne i statskasseveksler enerett og plikt til å avgi bud ved emisjoner i førstehåndsmarkedet fra 2006. Ved oppstarten i august 2003 var det seks primærhandlere, men fra slutten av mars 2015 har det vært kun fire primærhandlere.

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, fordi løpetiden er forskjellig. I dette avsnittet er statens egenbeholdning og bytteordningen holdt utenfor i beregningene.

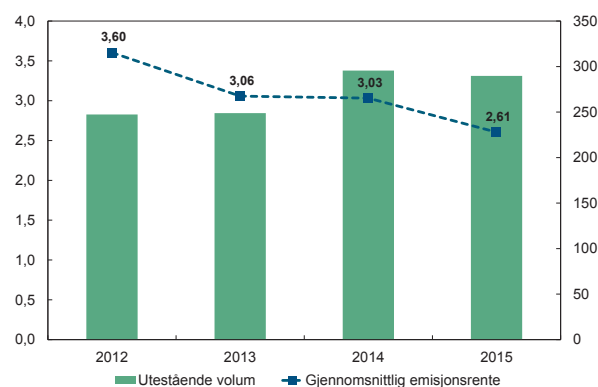
6.1.1 Gjennomsnittlig emisjonsrente

Gjennomsnittlig emisjonsrente for låneporteføljen 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.⁵

Ved utgangen av 2015 var utestående volum av obligasjoner om lag 290 milliarder kroner (ekskl. statens egenbeholdning) med en gjennomsnittlig emisjons-

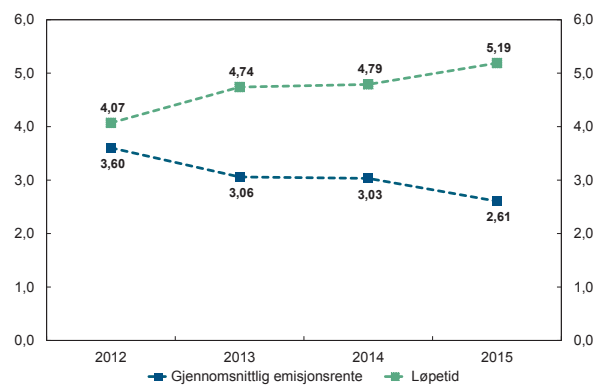
rente på 2,61 prosent. Det er en nedgang på 1 prosentenheter siden utgangen av 2012. I samme periode er løpetiden økt fra 4,1 til 5,2 år, se figurene 6.1 og 6.2.

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



Kilde: Norges Bank

Figur 6.2 Statsobligasjoner. Gjennomsnittlig emisjonsrente i prosent og løpetid i år. Ekskludert statens egenbeholdning

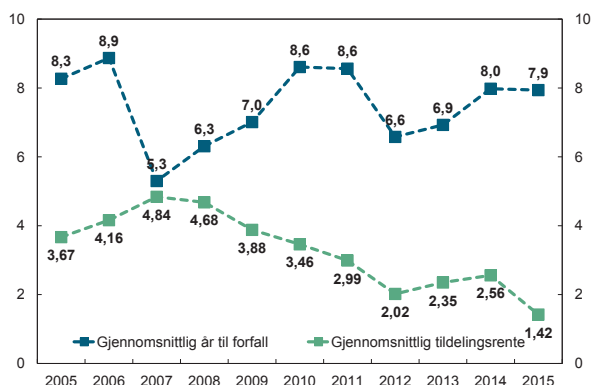


Kilde: Norges Bank

I 2015 var gjennomsnittlig volum- og løpetidsveid tildelingsrente på 1,42 prosent for de statsobligasjonene som ble auksjonert det året (figur 6.3). Dette er den laveste årlige tildelingsrenten som er oppnådd i perioden tilbake til 2005. Dette må ses i sammenheng med det lave rentenivået både i stat- og rentebytte-markedet («swapmarkedet»). Det er en kun en marginal nedgang i gjennomsnittlig år til forfall for emiterte lån fra 2014 til 2015. I gjennomsnitt for perioden fra 2005 har år til forfall på emisjonstidspunktet vært litt under 7½ år.

⁵ Emisjonsrenten for alle emisjoner/utvidelser i et lån vektet sammen med emisjonsvolum. Deretter vektet gjennomsnittlig emisjonsrente for alle papirene i en portefølje sammen med utestående volum.

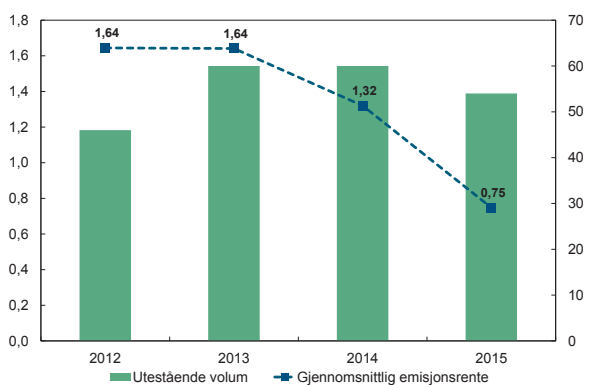
Figur 6.3 Statsobligasjoner. Volum- og løpetidsveid gjennomsnitt av tildelingsrentene i auksjonene hvert enkelt år. Gjennomsnittlig år til forfall for emiterte lån på auksjonstidspunktet. 2005–2015



Kilde: Norges Bank

Gjennomsnittlig emisjonsrente for statskassaveksler var 0,75 prosent for den utestående beholdningen ved utgangen av 2015. Det er ned 0,9 prosentenheter siden utgangen av 2012 (figur 6.4).

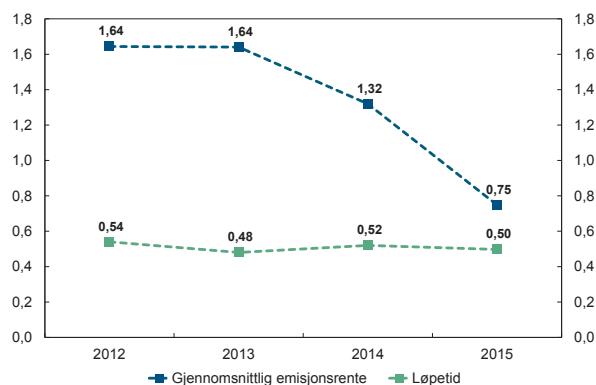
Figur 6.4 Statskassaveksler. Gjennomsnittlig emisjonsrente i prosent (venstre akse) og utestående volum ved utgangen av hvert år i milliarder kroner (høyre akse). Ekskludert statens egenbeholdning og bytteordningen



Kilde: Norges Bank

Utestående volum av statskassaveksler (ekskl. statens egenbeholdning) var ved utgangen av 2015 på 54 milliarder kroner. Løpetiden har i perioden vært stabil på om lag et halvt år (figur 6.5).

Figur 6.5 Statskassaveksler. Gjennomsnittlig emisjonsrente i prosent og løpetid i år. Ekskludert statens egenbeholdning og bytteordningen



Kilde: Norges Bank

Den korte løpetiden gjør at statskassavekslene har en relativt høy omsetning. Nedgangen 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.

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 statskassaveksler.

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 2015 ble det inntektsført 2,8 milliarder kroner til amortisert kost for statsobligasjoner. Emisjoner gjort til overkurs førte også til inntektsføring i perioden 2012 til 2014.

Obligasjonene betaler på den andre siden en kupongrente. I 2015 utbetalte staten 11,4 milliarder kroner i kupong på utestående obligasjonsbeholdning.

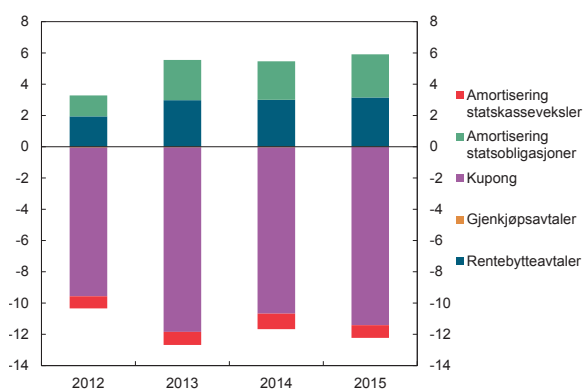
Statskassaveksler har ingen kupong og utstedes normalt til underkurs og blir regnskapsført på forfallstidspunktet. I 2015 ble det kostnadsført 0,8 milliarder kroner til amortisert kost for statskassavekslene.

Rentebytteavtalene er inngått på et tidspunkt da rentenivået var høyere. De siste fire årene har staten mottatt en fastrente som er høyere enn den flytende renten som er betalt. I 2015 mottok staten netto 3,2 milliarder kroner på sine rentebytteavtaler, mot 1,9 milliarder kroner i 2012. I perioden har nominell beholdning av rentebytteavtaler gradvis blitt redusert fra 132,2 til 108,1 milliarder kroner.

Ved utgangen av 2015 hadde statens portefølje av rentebytteavtaler en samlet markedsverdi på 10,9 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.

Figur 6.6 Regnskapsførte inntekter og kostnader. 2012–2015. Ekskludert statens egenbeholdning og bytteordningen. Milliarder kroner



Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet

6.2 ANALYSE AV AUKSJONSRESULTATENE

6.2.1 Utstedelsespremie ved emisjoner

Når staten selger obligasjoner i markedet, vil tildelingskursen som oftest være lavere enn midtkursen i annenhåndsmarkedet, det vil si at det eksisterer en utstedelsespremie. Denne utstedelsespremien kan måles på flere måter. I tabell 6.1 er det sett på midtkurs i annenhåndsmarkedet rett før budfristen. Handler i annenhåndsmarkedet er som regel nærmere midtkurs enn ytterpunktene.

Utstedelsespremien var i gjennomsnitt -0,04 kurspunkter for 2015 med en variasjon på mellom -0,26 og 0,54 kurspunkter. Det betyr at staten i gjennomsnitt har hatt en lav utstedelsespremie sett i forhold til annenhåndsmarkedet på samme tidspunkt som auksjonene. I auksjonene var det en klar sammenheng mellom lav/negativ utstedelsespremie og sterk etterspørsel. Dette var som ventet siden det normalt vil være slik at sterk etterspørsel presser tildelingskursen opp (lavere tildelingsrente), og således er gunstig for staten.

6.2.2 Tildelingsrente vurdert mot samtidig salgsrente

Statsgjeldsforvaltningen omtaler i kvartalsrapportene avviket mellom tildelingsrenten og samtidig salgsrente («ask»-rente) i annenhåndsmarkedet. For staten vil et lavt avvik innebære et godt auksjonsresultat siden tildelingsrenten er nær tilsvarende salgsrente i annenhåndsmarkedet. Tabell 6.2 oppsummerer auksjonsresultatene tilbake til 2005 for alle auksjoner med unntak av førstegangsemisjoner hvor det ikke eksisterer noen kursstillelse i annenhåndsmarkedet på auksjonstidspunktet.

I teorien skal sterkere etterspørsel i en auksjon innebære at tildelingsrenten blir lavere (høyere kurs), og dermed vil forskjellen mellom auksjonsrenten og samtidig salgsrente i annenhåndsmarkedet bli lav eller negativ. Etterspørselsindikatoren er målt som forholdet mellom budvolumet og salgsvolumet («bid-to-cover»). For utvalget på 116 auksjoner siden 2005 er sammenhengen klar negativ og signifikant, se figur 6.7. Også for 2015 er sammenhengen tydelig negativ.

Tabell 6.1 Sammenligning av gjennomsnittlige volumvektede kurser i auksjonene og midtkurser i annenhåndsmarkedet i 2015. Kurser i prosent

Obligasjonslån	Gjennomsnittlig år til forfall	Gjennomsnittlig etterspørselsindikator	Midtkurs i markedet ¹	Tildelingskurs	Utstedelsespremie ²
NGB 05/2019	3,96	1,86	113,37	113,23	0,14
NGB 05/2021	6,01	3,25	114,93	115,13	-0,20
NGB 05/2023	7,92	2,19	105,05	105,02	0,03
NGB 03/2025 ³	9,60	2,51	101,92	102,04	-0,11
Gjennomsnitt:					-0,04

¹ Midtkurs i markedet er notering rett før budfristen kl. 11.

² Utstedelsespremien er her beregnet som differansen mellom midtkursen i annenhåndsmarkedet og tildelingskursen. Forskjellen mellom de to indikerer størrelsen på statens utstedelsespremie. En negativ utstedelsespremie indikerer at kjøperne i auksjonene er villig til å betale mer for lånet enn i annenhåndsmarkedet på samme tidspunkt, med andre ord at staten oppnår en lavere tildelingsrente.

³ Obligasjonen ble introdusert i mars 2015. Førstegangsutstedelsen er ikke med i utvalget siden det ikke eksisterte noen kursstillelse i annenhåndsmarkedet på tidspunktet for auksjonen.

Kilde: Norges Bank

Tabell 6.2 Statsobligasjoner. Auksjonsresultater¹ i perioden 2005–2015

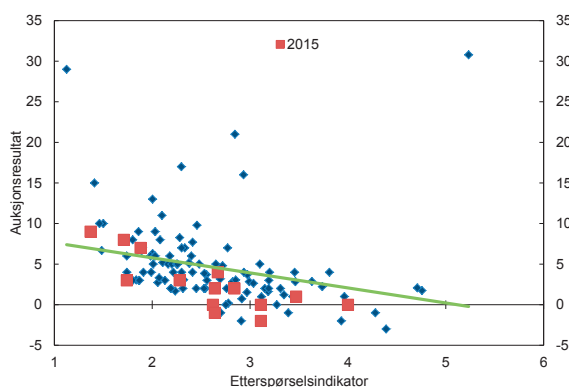
	Emisjonsvolum ¹ (mrd. kr)	Gjennomsnittlig år til forfall	Gjennomsnittlig auksjonsresultat ²	Gjennomsnittlig etterspørselsindikator
2005	3,6	8,3	3,4	2,25
2006	3,2	8,9	2,4	3,33
2007	3,3	5,3	4,2	2,76
2008	3,0	6,3	8,1	3,30
2009	3,4	7,0	4,0	2,63
2010	3,0	8,6	3,3	2,46
2011	3,3	8,6	6,2	2,26
2012	3,4	6,6	7,9	2,68
2013	3,0	6,9	5,0	2,23
2014	3,1	8,0	3,5	2,71
2015	2,9	7,9	2,6	2,58

¹ Gjennomsnitt per auksjon.

² Avvik mellom tildelingsrenten og samtidig salgsrente («ask») i basispunkter.

Kilde: Norges Bank

Figur 6.7 Sammenhengen mellom etterspørselsindikator og auksjonsresultatet. 116 auksjoner i perioden 2005–2015



Kilde: Norges Bank

6.2.3 Tildelingsrente vurdert mot rentebyttemarkedet

Når rentenivåene i stat- og rentebyttemarkedet («swapmarkedet») endrer seg mye, er det vanskelig å vurdere hvor gode de oppnådde auksjonsresultatene er. I årene 2005–2015 varierte differansen mellom 10-årsrenten i rentebyttemarkedet og syntetisk 10-års statsrente⁶ mellom -29 og -128 basispunkter med et gjennomsnitt på -69 basispunkter.

⁶ Beregnet av Norges Bank.

Tabell 6.3 Statsobligasjoner. Volum- og løpetidsveid gjennomsnitt av tildelingsrentene. Avvik mot samtidig midtrente i rentebyttemarkedet (swap)¹. Alle auksjoner i 2015

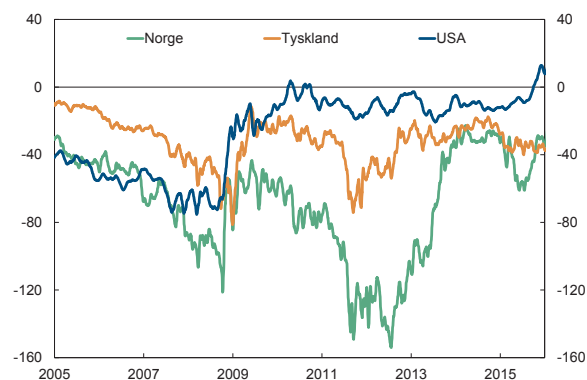
Obligasjonslån	Auksjonsdato	År til forfall	Emisjonsvolum (mrd. kr.)	Tildelingsrente	Avvik swap (bp.)
NGB 05/2019	12.5	4,02	4	1,13 %	-50
	24.6	3,91	2	1,00 %	-56
Volum- og løpetidsveid gjennomsnitt:				1,09 %	-52
NGB 05/2021	21.1	6,34	3	1,05 %	-33
	27.5	5,99	3	1,23 %	-61
	9.9	5,71	3	1,12 %	-44
Volum- og løpetidsveid gjennomsnitt:				1,13 %	-46
NGB 05/2023	4.2	8,30	3	1,18 %	-37
	11.11	7,53	3	1,49 %	-25
Volum- og løpetidsveid gjennomsnitt:				1,33 %	-31
NGB 03/2025	11.3	10,01	6	1,59 %	-31
	25.3	9,97	4	1,48 %	-34
	22.4	9,89	3	1,40 %	-43
	10.6	9,76	2	1,86 %	-46
	26.8	9,55	3	1,46 %	-40
	14.10	9,41	2	1,58 %	-29
	28.10	9,38	3	1,52 %	-25
	9.12	9,26	2	1,50 %	-26
Volum- og løpetidsveid gjennomsnitt:				1,54 %	-34
Volum- og løpetidsveid gjennomsnitt samlet:				1,42 %	-37

¹ Samtidig midtrente er regnet ut med samme gjenstående løpetid som den aktuelle statsobligasjonen.

Kilde: Norges Bank

Utviklingen i differansen mellom 10-års statsrenten og «swaprenten» i Norge, Tyskland og USA er vist i figur 6.8. Det viser at «swapdifferansen» i Norge har variert mye de siste 10 årene. Det var særlig stor negativ differanse i perioden fra 2011 til 2013 på grunn av sterk etterspørsel etter norske statsobligasjoner som følge av krisen blant eurolandene. Normalt følger Norge og Tyskland hverandre relativt godt. Mot slutten av 2015 ble 10-års statsrente i USA høyere enn renten i rentebyttemarkedet. Endringer i «swapdifferansen» vil ofte være preget av spesielle forhold på tilbud- og etterspørselssiden både i statspapirmarkedet og rentebyttemarkedet.

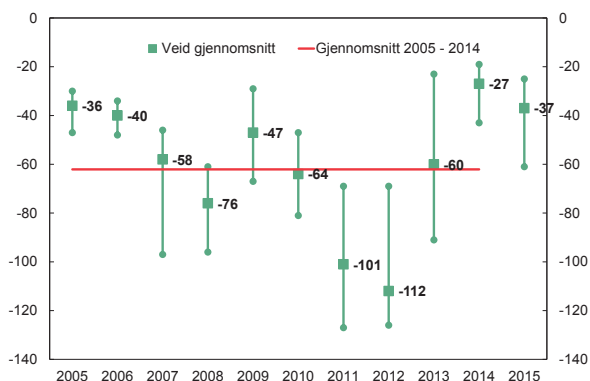
Figur 6.8 Differansen mellom 10-års stats- og swaprente. Statsrenter minus swaprenter. 2. januar 2005-31. desember 2015. Basispunkter



Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Tildelingsrenten i auksjonene av statsobligasjoner har i gjennomsnitt vært 62 basispunkter lavere enn tilsvarende rente i rentebyttemarkedet i årene 2005-2014 (figur 6.9). I 2015 var differansen på -37 basispunkter med en variasjon fra 25 til 61 basispunkter under samtidig rente i rentebyttemarkedet.

Figur 6.9 Differansen mellom veid tildelingsrente og samtidig midtrente i rentebyttemarkedet med samme gjenstående løpetid. Gjennomsnitt og utfallsrom per år for årene 2005–2015. Basispunkter



Kilde: Norges Bank

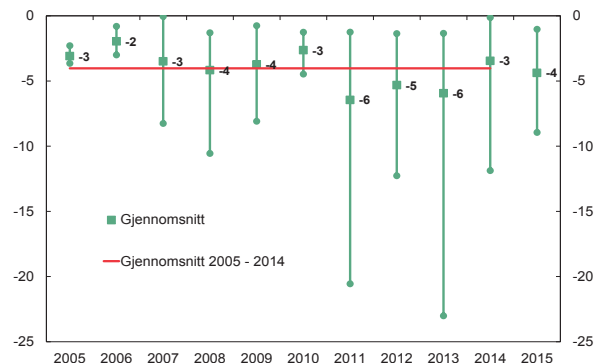
I auksjonene var gjennomsnittlig antall år til forfall på lånene som ble lagt ut 7,9 år. Gjennomsnittlig differanse i 2015 mellom 5- og 10-års syntetisk statsobligasjonsrente og tilsvarende rente i rentebyttemarkedet var henholdsvis -48 og -44 basispunkter. Målt mot rentebyttemarkedet kan det derfor se ut til at auksjonsresultatene i 2015 var noe svakere enn hva man kunne forvente.

6.2.4 Sammenheng mellom volum, løpetid og tildelingsrente

Salgsvolumet vil påvirke auksjonsresultatet. Dersom enhver gjennomført auksjon hadde hatt et salgsvolum som var halvparten av hva som faktisk ble solgt og de innkomne budene fra primærhandlerne hadde vært uforandret, så hadde gjennomsnittlig uveid tildelingsrente i 2015 vært 4 basispunkter lavere, med en spredning som varierte mellom 1 og 9 basispunkter, se figur 6.10. Gjennomsnittet i 2015 er på linje med gjennomsnittet for perioden 2005–2014, men det var mindre spredning enn de siste fire årene. Det kan indikere at salgsvolumet i hver auksjon ikke er satt for høyt i forhold til hva markedet kan absorbere i en enkelt auksjon.

Staten emitterer lange lån med gjenstående løpetid opp til 10 år.⁷ Det er derfor av interesse å se om gjenstående løpetid påvirker resultatene som staten oppnår i auksjonen.

Figur 6.10 Differansen mellom tildelingsrente og skjæringsrente ved halvering av salgsvolumet. Gjennomsnitt og utfallsrom per år for årene 2005–2015. Basispunkter

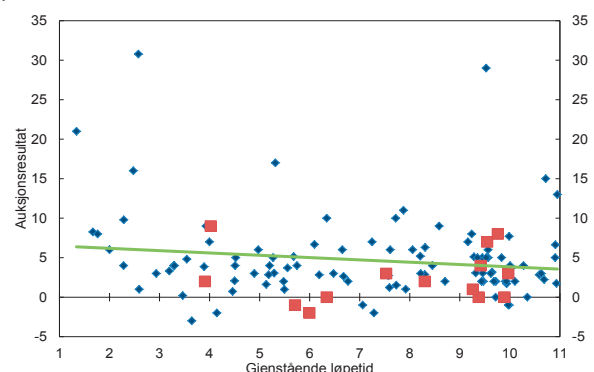


Kilde: Norges Bank

Sammenhengen mellom gjenstående løpetid og auksjonsresultatet er vist i figur 6.11. For årene fra 2005 til og med 2015 er det en svak negativ sammenheng. Det betyr at lengre gjenstående løpetid har gitt noe bedre auksjonsresultat for staten (målt mot samtidig rente i annenhåndsmarkedet). I 2015 var sammenhengen svakt positiv, men ikke statistisk signifikant.

En mulig forklaring på at auksjonsresultatene ikke er dårligere for lengre løpetider enn korte, er markedssegmenteringsteorien. Den bygger på at ulike investorer kan ha ulike preferanser for å investere i obligasjoner i forskjellige løpetidssegmenter. Forsikrings- og pensjonsselskaper, samt enkelte andre typer fond, er et eksempel på investorer som har høyere betalingsvillighet for lange obligasjoner i forhold til mange andre investorer på grunn av deres naturlige behov for lang durasjon.

Figur 6.11 Sammenhengen mellom gjenstående løpetid (i år) og auksjonsresultatet (basispunkter). 116 auksjoner i perioden 2005–2015.



Kilde: Norges Bank

I 2015 var gjennomsnittlig volum- og løpetidsveid tildelingsrente for vekslene 0,76 prosent, se tabell 6.4. Dette er den laveste årlige tildelingsrenten som er oppnådd siden 2005, noe som forklares med det svært lave rentenivået for tiden.

⁷ Fram til 2014 ble det emittert et nytt 11-årslån annethvert år, men i 2014 og 2015 ble nye obligasjonslån lagt ut med 10-års løpetid.

Tabell 6.4 Statskasseveksler. Volum- og løpetidsveid gjennomsnitt av tildelingsrentene. Alle auksjoner i 2015

Veksellån	Auksjonsdato	År til forfall	Emisjonsvolum (mrd. kr.)	Tildelingsrente
NTB 12/2015	12.1	0,92	4	0,93 %
	9.2	0,84	3	0,76 %
	24.8	0,31	4	0,75 %
<i>Volum- og løpetidsveid gjennomsnitt:</i>				0,84 %
NTB 03/2016	16.3	1,00	8	0,73 %
	13.4	0,92	5	0,89 %
	11.5	0,84	4	0,89 %
	19.10	0,40	4	0,70 %
<i>Volum- og løpetidsveid gjennomsnitt:</i>				0,80 %
NTB 06/2016	15.6	1,00	8	0,86 %
	29.6	0,96	5	0,95 %
<i>Volum- og løpetidsveid gjennomsnitt:</i>				0,89 %
NTB 09/2016	14.9	1,02	8	0,65 %
	5.10	0,96	4	0,63 %
<i>Volum- og løpetidsveid gjennomsnitt:</i>				0,64 %
NTB 12/2016	14.12	1,02	8	0,55 %
<i>Volum- og løpetidsveid gjennomsnitt:</i>				0,55 %
<i>Volum- og løpetidsveid gjennomsnitt samlet:</i>				0,76 %

Kilde: Norges Bank

Tabell 6.5 Statskasseveksler. Volum- og løpetidsveid gjennomsnitt av tildelingsrentene. Gjennomsnittlig år til forfall for emitterte veksellån. Gjennomsnittlig statskassevekselrenter i annenhåndsmarkedet og 6 måneders effektiv pengemarkedsrente (NIBOR). 2005–2015

	År til forfall	Gjennomsnittlig tildelingsrente	6 mnd stat	12 mnd stat	6 mnd NIBOR (effektiv)
2005	0,76	2,38 %	2,12 %	2,37 %	2,37 %
2006	0,77	3,39 %	3,09 %	3,37 %	3,31 %
2007	0,72	4,90 %	4,69 %	4,85 %	5,25 %
2008	0,76	5,23 %	5,27 %	5,21 %	6,50 %
2009	0,89	2,18 %	1,90 %	1,98 %	2,69 %
2010	0,92	2,44 %	2,27 %	2,25 %	2,82 %
2011	0,95	2,14 %	2,14 %	2,12 %	3,16 %
2012	0,88	1,63 %	1,56 %	1,53 %	2,56 %
2013	0,91	1,61 %	1,52 %	1,52 %	1,88 %
2014	0,96	1,32 %	1,25 %	1,29 %	1,79 %
2015	0,85	0,76 %	0,76 %	0,73 %	1,28 %

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.

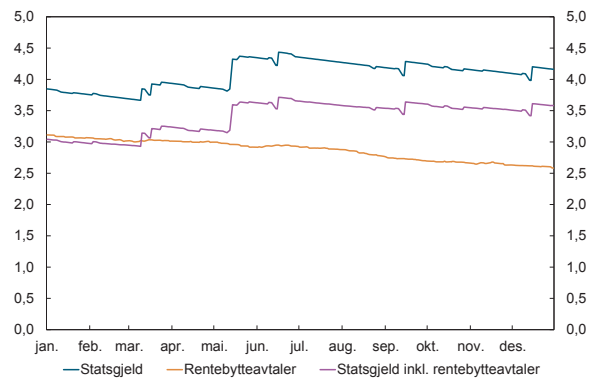
Staten budsjetterer og fører regnskap etter kontantprinsippet og legger derfor mindre vekt på endringer i markedsverdier. I motsetning til markedet, som normalt bruker durasjon som mål på renteesponering, brukes rentebinding som mål på renterisiko på låneporteføljen.

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

Porteføljen av statskasseveksler og -obligasjoner hadde ved utgangen av 2015 en rentebindingstid på 4,2 år. Porteføljen av rentebytteavtaler hadde på samme tid en rentebindingstid på 2,6 år. Dette reduserte rentebindingstiden for låneporteføljen (statsgjelden inkl. rentebytteavtaler) til 3,6 år. Rentebindingstiden for porteføljen av veksler og obligasjoner var 0,3 år lengre enn ved utgangen av 2014, mens rentebindingstiden for den samlede låneporteføljen var 0,5 år lengre, se figur 7.1.

Statsgjeldsforvaltningen inngikk ikke nye rentebytteavtaler i 2015. Som følge av forfall, ble utestående volum av rentebytteavtaler redusert med 13,2 milliarder kroner til 108,1 milliarder i løpet av 2015. Dette utgjorde 32 prosent av utestående volum av statsobligasjoner ved utgangen av 2015. I følge mandat 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 0,5 til 2,6 år i 2015.

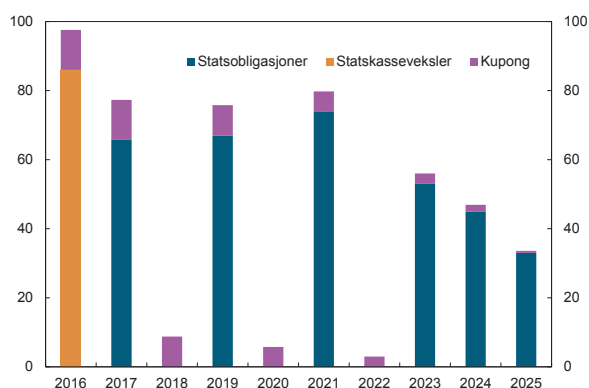
Figur 7.1 Rentebindingstid. Låneporteføljen. År. 2. januar–31. desember 2015



Kilde: Norges Bank

Rentebindingstiden sammenfatter hele forfallsprofilen til låneporteføljen i ett tall og inneholder ikke informasjon om den absolute størrelsen eller den tidsmessige spredningen på statsgjeldsporteføljes renteesponering. Svært ulike porteføljer kan ha den samme rentebindingen. Figur 7.2 viser forfallsstrukturen for statens portefølje av veksler og obligasjoner. Som figuren viser, har porteføljen en relativt god spredning på sin renteesponering ut til 10 år.

Figur 7.2 Forfallsprofil. Forfall av hovedstol og kupong per år. Per 31. desember 2015. Milliarder kroner



Kilde: Norges Bank

7.2 REFINANSIERINGSRISIKO

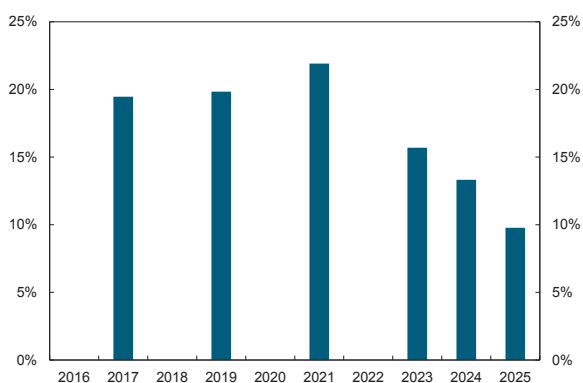
Refinansieringsrisiko er risikoen for at nye lån må tas opp til dårligere betingelser enn eksisterende lån eller at det ikke er mulig å ta opp nye lån når de gamle forfaller. Det siste tilfellet ansees som lite sannsynlig

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 kan forfalle hvert år.

Figur 7.3 viser fremtidig forfall av hovedstol i prosent av nominelt utestående volum av statsobligasjoner ved utgangen av 2015. Det er ingen forfall av statsobligasjoner i 2016. I 2017 vil om lag 20 prosent av utestående volum i statsobligasjoner forfalle.

Figur 7.3 Statsobligasjoner. Forfall per år i prosent av totalt utestående volum per 31. desember 2015



Kilde: Norges Bank

Refinansieringsrisikoen kan reduseres ytterligere ved å dekke finansieringsbehovet i god tid, sikre en bred investorbase 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.

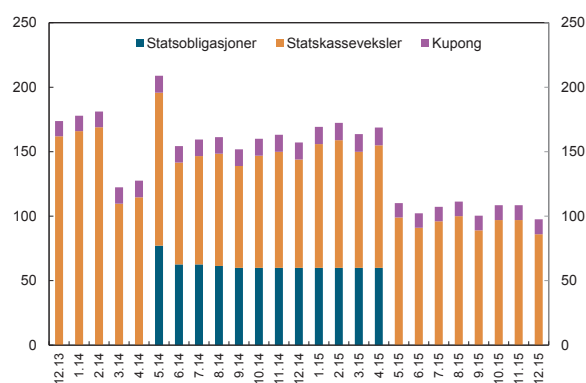
Ulike indikatorer kan benyttes som kvantitativt mål på refinansieringsrisikoen. Statsgjeldsforvaltningen ser på forfallsprofil, kortsiktig refinansieringsomfang og rentebindingstid. De enkelte indikatorene bør ikke ses isolert. For eksempel kan en portefølje bestående

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. Fram til 2023 vil det være forfall av statsobligasjoner bare hvert andre år. Fra 2023 vil forfallene være årlige.

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 over det kommende året. Figur 7.4 viser utviklingen i refinansieringsomfanget over tid. Det kortsiktige refinansieringsomfanget har vært stabilt de siste årene.

Figur 7.4 Kortsiktig refinansieringsomfang. 12 måneders rullerende vindu. Desember 2013–desember 2015. Milliarder kroner



Kilde: Norges Bank

7.3 KREDITTRISIKO

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

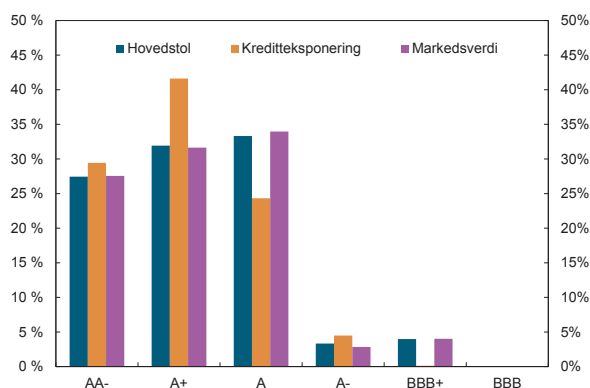
En rentebytteavtale med en positiv markedsverdi i statens favør eksponerer staten overfor motpartens betalingsevne. Risikoen begrenses ved bruk av sikkerhetsstillelsesavtaler (standardiserte ISDA/CSA-avtaler), ved at motparten må stille kontanter som sikkerhet når verdien av avtalen overstiger en viss 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 306 avtaler med en samlet hovedstol på 108 milliarder kroner ved utgangen av 2015. Bare 7 prosent av rentebytteavtalenes hovedstol var inngått med motparter som ved utgangen av 2015 hadde en kredittvurdering på A- eller lavere (figur 7.5).

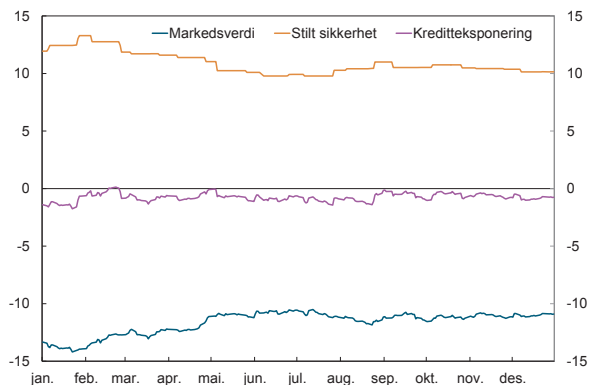
Figur 7.5 Hovedstol, kredittksporing og markedsverdi rentebytteavtaler. Andel av totalen per 31. desember 2015 fordelt etter rating



Kilde: Norges Bank

Statens samlede kredittksporing er summen av kredittksporingen mot alle motparter. Ved utgangen av 2015 hadde statens portefølje av rentebytteavtaler en samlet markedsverdi på 10,9 milliarder kroner i statens favør. Stille sikkerheter reduserer kredittksporingen til 0,8 milliarder kroner. Utviklingen i 2015 er vist i figur 7.6.

Figur 7.6 Kredittksporing 2. januar–31. desember 2015. Milliarder kroner



Kilde: Norges Bank

Staten beregner og utveksler sikkerhet to ganger per måned. I perioden mellom tidspunkt for sikkerhets-

stillelse kan motpartseksporingen øke utover terskelverdien. Kredittksporingen er dermed avhengig av svingninger i rentenivået, restløpetid på avtalene og motpartens betalingsevne.

Daglig utveksling av sikkerheter ville ha redusert kredittksporingen. Gjensidige, istedenfor ensidige, avtaler vil trolig sikre bedre vilkår ved inngåelse av rentebytteavtaler, da kravene til motpartens likviditet reduseres. Dette kan også bidra til økt konkurranse, da flere banker kan ønske å inngå rentebytteavtaler med staten.

Staten har inngått rammeavtaler med i alt 18 motparter. Ved utgangen av 2015 hadde staten aktive rentebytteavtaler med 12 av disse motpartene. Ved å inngå rentebytteavtaler med flere motparter spres kredittksporingen. For å begrense motpartsrisikoen er det gitt rammer for utestående volum av rentebytteavtaler mot en enkelt motpart, og det er krav til kredittvurdering.

Ved utgangen av 2015 sto tre motparter for 81 prosent av samlet hovedstol. Kredittksporingen mot disse motpartene var imidlertid bare 41 prosent av samlet kredittksporing.

Statsgjeldsforvaltningen inngår gjenkjøpsavtaler med primærhandlerne. Det er ikke knyttet kredittksporing til gjenkjøpsavtalene utover vanlig oppgjørsrisiko, 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 oppfylder mandatets krav om måling og styring av operasjonell risiko.

8 EKSTERNE RELASJONER

Statsgjeldsforvaltningen har et generelt ansvar for eksterne relasjoner. Det innebærer ansvar for markedsføringsaktiviteter og annen kontakt med banker, meglere og investorer. I tillegg kommer ansvar for kontakt med kredittvurderingsbyråer og deltakelse i internasjonale fora.

8.1 KONTAKT MED INVESTORER

Tett kontakt med de viktigste aktørene i statspapirmarkedet er nyttig fordi det øker forståelsen av drivkreftene i finansmarkedene. Møter med aktørene er også en arena for tilbakemeldinger fra markedet på den løpende forvaltningen av statsgjelden og vårt rammeverk.

Tabell 8.1 gir oversikt over de viktigste aktivitetene overfor innenlandske og utenlandske investorer gjennom 2015. En rekke markedsaktører besøkte Norges Bank og fikk informasjon om statsgjeldsforvaltningen. Gjennom året deltok Statsgjeldsforvaltningen på eksterne arrangementer i regi av enkelte av primærhandlerne. Det ble også deltatt i bilaterale møter med internasjonale investorer og holdt presentasjoner for flere investorer samlet. Statsgjeldsforvaltningen hadde i april møter med investorer i Nederland og i oktober møter i Japan, Sør-Korea og Hong Kong.

8.2 MØTER MED PRIMÆRHANDLERE

Normalt arrangeres det møter med primærhandlerne to ganger hvert år. I tillegg er det løpende kontakt om markedsutviklingen. På møtene i første halvår redegjorde Norges Bank for det nye mandatet og erfaringene med gjennomføringen av gjeldsforvaltningen så langt. Videre var det tilbakemelding på utformingen av innholdet i den første kvartalsrapporten. I møtene i andre halvår var det viktigste temaet strategien for opplåningen, der primærhandlerne kom med synspunkter på hvordan låneopplegget for 2016 kunne utformes.

I tillegg til møtene med primærhandlerne ble det holdt egne møter med lederne i primærhandlerbankenes «markets»-avdelinger. Formålet var blant annet å drøfte ulike sider ved primærhandleravtalene samt å

høre hvilke planer og tanker de hadde om å være primærhandler. Norges Bank gikk gjennom krav og forventninger til primærhandlere i norske statspapirer og redegjorde for evalueringsystemet. I tillegg ble utformingen av og utfordringer for det norske statspapirmarkedet diskutert.

Tabell 8.1 Oppsummering av investorkontakt-aktiviteter i 2015

Aktivitet	Detaljer
Konferanser/seminar	7 begivenheter
Investor «roadshows»	2 fordelt på til sammen 5 byer (Haag/ Amsterdam og Tokyo/Seoul/Hong Kong)
Individuelle møter	25 møter
Presentasjon for større gruppe	1 møte (13 investorer)

8.3 KONTAKT MED KREDITTVURDERINGSBYRÅER

Kredittvurderinger av norske statspapirer er nødvendig fordi profesjonelle investorer stiller krav om dette. Finansdepartementet betaler kredittvurderingsselskapene Moody's og Standard & Poor's for å kredittvurdere Norge. I tillegg vurderer blant andre selskapene Fitch Ratings og DBRS uoppfordret Norges kredittverdighet.⁸ Mandatet sier at det er Norges Bank som har ansvaret for kontakten med kredittvurderingsselskapene, mens Finansdepartementet bidrar i prosessen ved behov.

De fire nevnte kredittvurderingsselskapene pleier å ha to møter hvert år med Norges Bank og Finansdepartementet som ledd i forberedelsene til sine halvårslige rapporter. Statsgjeldsforvaltningen planlegger og koordinerer møteprogrammene for Standard & Poor's og Moody's. Det ble holdt møter med sentrale norske aktører som Finanstilsynet, ulike departementer, partene i arbeidslivet og noen private banker og analysemiljøer. Formålet er å gi kredittvurderingsselskapene et bredt grunnlag for deres vurderinger. Norges Bank og Finansdepartementet får tilsendt utkast til rapportene før publisering for å avdekke eventuelle faktafeil.

⁸ Ved uoppfordret kredittvurdering (eng. 'unsolicited rating') er det bare utstederen som får en vurdering, ikke de enkelte lånene.

Som utsteder av statslån har Kongeriket Norge lang-siktig kredittvurdering «Trippel A» med stabile utsikter fra alle de fire nevnte selskapene. «Trippel A» er beste mulige kredittvurdering. Kredittvurderings-selskapene trekker fram Norges sterke statsfinansielle stilling, høye netto fordringer overfor utlandet, politisk stabilitet og høyt inntektsnivå som viktige faktorer bak de sterke kredittvurderingene. Tabell 8.2 gir en oversikt over kredittvurderingene som er gitt til Norge som utsteder av statslån.

Tabell 8.2 Oversikt over kredittvurdering av statslån utstedt av Kongeriket Norge (kronegjeld)

	Langsiktig vurdering	Utsikter	Siden
Moody's	Aaa	Stabil	11.8.1995
Standard & Poor's	AAA	Stabil	27.7.1992
DBRS ¹	AAA	Stabil	4.7.2014
Fitch ¹	AAA	Stabil	14.12. 2005

¹ Uoppfordret kredittvurdering (eng. 'unsolicited rating')

8.4 INTERNASJONALT SAMARBEID

De ulike statsgjeldskontorene i Norden har i mange år hatt tett dialog om utformingen av statsgjeldspolitikken. Nordiske låntakermøter arrangeres hvert år for å drøfte aktuelle felles problemstillinger. I 2015 ble møtet arrangert av det islandske lånekontoret.

OECDs «Working Party on Public Debt Management» er et årlig møte mellom medlemslandenes låntakerkontor. Fra Norge deltok representanter både fra Finansdepartementet og Norges Bank. Blant temaene var hvordan nye reguleringer av banker og markedet har påvirket statsgjeldsmarkedene. Videre ble det drøftet hvordan kvantitative lettelsener i pengepolitikken har påvirket likviditeten i markedene. utfordringer knyttet til primærhandlerordninger var også et tema.

Statsgjeldsforvaltningen deltok også på IMF's «Public Debt Management Forum» i Washington i juni. Dette har vært et årlig seminar hovedsakelig for statsgjelds-

kontor, men har også deltakelse fra sentralbanker og finansdepartementer. Det er videre deltakelse fra internasjonale institusjoner som BIS («Bank for International Settlements»), EBRD («European Bank for Reconstruction and Development»), Verdensbanken og privat sektor. Blant temaene var utviklingen i statspapirmarkedenes infrastruktur og likviditet og virkninger av regulatoriske endringer. Fremover vil møtene bli holdt annethvert år.

8.5 INFORMASJON PÅ INTERNETT OG OSLO BØRS' «NEWSWEB»

Statsgjeldsforvaltningen har opprettet en egen nettside med domenet «www.statsgjeld.no», som en del av Norges Banks nettsider. Den nye portalen gjør at informasjon om norsk statsgjeld raskere kan finnes. På disse sidene finner investorer og publikum blant annet «Strategi og låneprogram for 2016», 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 publiseres også informasjon om planlagt volum for utstedelser både i vekslar og obligasjoner. Publikum finner også informasjon om hvorfor den norske stat har gjeld og mandatet for statsgjeldsforvaltningen. Tabell 8.3 gir en oversikt over den viktigste informasjonen som finnes på nettsidene.

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

Tabell 8.3 Informasjon som publiseres på www.statsgjeld.no¹

Årlig informasjon

Strategi og låneprogram
Primærhandlere, oversikt
Primærhandleravtale statskasseveksler
Primærhandleravtale statsobligasjoner
Årsrapport

Kvartalsvise publikasjoner

Kvartalsrapporter
Informasjon for neste kvartal

Løpende informasjon

Kalender for nærmeste auksjoner
Anbudsinndelinger
Auksjonsresultater
Tabell utestående gjeld
Nøkkeltall for statsgjelden

Annen informasjon

Mandat for statsgjeldsforvaltningen
Utfyllende bestemmelser for mandatet
Fullmakter for forvaltningen
Generelle vilkår statsobligasjoner
Generelle vilkår statskasseveksler
Auksjonsform ved salg av statspapirer
Auksjonsform ved tilbakekjøp
Rammeavtale om gjenkjøpsavtaler
Hvorfor har den norske stat gjeld?
Finansdepartementet om statsgjelden
Kontaktinformasjon

¹ Informasjonen finnes også på Norges Banks nettsider: <http://www.norges-bank.no/Bank-og-marked/Statsgjeld/>

VEDLEGG

A: Mandat og rammer for statsgjeldsforvaltningen

B: Tall for statsgjelden

B.1: Auksjonsresultater fra 2015

B.2: Utestående statsgjeld per 31. desember 2015

B.3: Utviklingen i statsgjelden

B.4: Rentebytteavtaler per 31. desember 2015

C: Figurer

D: Definisjoner

VEDLEGG A: MANDAT 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. Departementet skal årlig fastsette en øvre grense for brutto opplåning og min-

stekrav til rentebinding. Innenfor disse rammene skal Norges Bank fastsette et årlig program for opplåning fordelt på vekslers og obligasjoner med en kalender for utstedelser. Banken skal fastsette prinsipper for måling og styring av motparteksponering og operasjonell risiko. Norges Bank skal regelmessig fremlegge analyser av lønnsomhet og risiko ved forvaltningen, samt vurderinger av måloppnåelse for Finansdepartementet. Både analysene og evalueringen skal publiseres. Mandatet trådte i kraft 1. januar 2015.

Rammer for 2015 fastsatt av Finansdepartementet

	Beskrivelse	Grense	Faktisk	Mandat
Langsiktige lån	Maksimalt opptak av nye langsiktige lån (statsobligasjoner).	100 mrd. kroner	54 mrd. kroner per 31.12.2015	§ 3-2
Kortsiktige markedslån	Maksimalt utestående i kortsiktige markedslån (statskasseveksler).	125 mrd. kroner	Maksimalt utestående var 100 mrd. kroner 26.8.2015	§ 3-2
Rentebinding	Minimumsnivået for rentebindingen på statsgjelden inklusive rentebytteavtaler.	> 2,5 år	Laveste nivå var 2,93 år 10.3.2015	§ 3-2
Statens konto	Minimumsnivå på statens konto i Norges Bank.	35 mrd. kroner	Laveste nivå var 74 mrd. kroner 12.1.2015	§ 2-2 (3)

Mandat for forvaltning av statsgjeld

	Beskrivelse	Grense	Faktisk per 31. desember 2015	Mandat
Refinansieringsrisiko	Lånestrategien skal utformes med sikte på at mindre enn 25 pst. av utestående statsobligasjoner kan forfalle hvert år.	< 25 %	Oppfylt	§ 3-4
Rentebytteavtaler	Utestående volum av rentebytteavtaler skal ikke overstige utestående volum av statsobligasjoner, inklusive statens egenbeholdning av statsobligasjoner.	< 100 %	32,0 %	§ 3-5

VEDLEGG B: TALL FOR STATSGJELDEN

B.1: AUKSJONSRESULTATER I 2015

Dato	Lån	Børsid.	ISIN-nummer	Volum tildelt markedet (mrd. kroner)	Kurs (%)	Effektiv rente (%)	Totalt budvolum (mrd. kroner)	Tegningsrate	Avvik samtidig salgsrente ¹ (basispunkter)
<i>Statsobligasjoner</i>									
21.01.15	NGB 05/2021	NST474	NO 0010572878	3,0	116,47	1,05	12,0	4,00	0
04.02.15	NGB 05/2023	NST475	NO 0010646813	3,0	106,43	1,18	7,9	2,64	2
11.03.15	NGB 03/2025	NST477	NO 0010732555	6,0	101,50	1,59	19,6	3,26	-
25.03.15	NGB 03/2025	NST477	NO 0010732555	4,0	102,50	1,48	9,1	2,28	3
22.04.15	NGB 03/2025	NST477	NO 0010732555	3,0	103,20	1,40	7,9	2,62	0
12.05.15	NGB 05/2019	NST473	NO 0010429913	4,0	113,18	1,13	5,5	1,37	9
27.05.15	NGB 05/2021	NST474	NO 0010572878	3,0	114,48	1,23	9,3	3,11	-2
10.06.15	NGB 03/2025	NST477	NO 0010732555	2,0	99,01	1,86	3,4	1,71	8
24.06.15	NGB 05/2019	NST473	NO 0010429913	2,0	113,34	1,00	5,7	2,84	2
26.08.15	NGB 03/2025	NST477	NO 0010732555	3,0	102,55	1,46	5,6	1,88	7
09.09.15	NGB 05/2021	NST474	NO 0010572878	3,0	114,44	1,12	7,9	2,64	-1
14.10.15	NGB 03/2025	NST477	NO 0010732555	2,0	101,50	1,58	5,3	2,67	4
28.10.15	NGB 03/2025	NST477	NO 0010732555	3,0	102,03	1,52	9,3	3,11	0
11.11.15	NGB 05/2023	NST475	NO 0010646813	3,0	103,61	1,49	5,2	1,74	3
09.12.15	NGB 03/2025	NST477	NO 0010732555	2,0	102,17	1,50	6,9	3,47	1
Emisjonsvolum til markedet av statsobligasjoner:				46,0	Gjennomsnitt:		8,0	2,62	2
<i>Statskasseveksler</i>									
12.01.15	NTB 12/2015	NST 29	NO 0010727688	4,0	99,1550	0,93	14,9	3,74	2
09.02.15	NTB 12/2015	NST 29	NO 0010727688	3,0	99,3600	0,76	8,5	2,84	5
16.03.15	NTB 03/2016	NST 30	NO 0010732787	8,0	99,2780	0,73	19,0	2,38	-
13.04.15	NTB 03/2016	NST 30	NO 0010732787	5,0	99,1900	0,89	14,6	2,93	5
11.05.15	NTB 03/2016	NST 30	NO 0010732787	4,0	99,2510	0,89	9,3	2,32	2
15.06.15	NTB 06/2016	NST 31	NO 0010740327	8,0	99,1500	0,86	17,6	2,19	-
29.06.15	NTB 06/2016	NST 31	NO 0010740327	5,0	99,1019	0,95	8,8	1,76	16
24.08.15	NTB 12/2015	NST 29	NO 0010727688	4,0	99,7710	0,75	13,0	3,26	-1
14.09.15	NTB 09/2016	NST 32	NO 0010745177	8,0	99,3460	0,65	17,5	2,18	-
05.10.15	NTB 09/2016	NST 32	NO 0010745177	4,0	99,4000	0,63	8,7	2,18	7
19.10.15	NTB 03/2016	NST 30	NO 0010732787	4,0	99,7200	0,70	9,7	2,41	11
14.12.15	NTB 12/2016	NST 33	NO 0010754278	8,0	99,4400	0,55	14,0	1,75	-
Emisjonsvolum til markedet av statskasseveksler :				65,0	Gjennomsnitt:		13,0	2,49	2

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

B.2: UTESTÅENDE STATSGJELD PER 31. DESEMBER 2015¹

Lån	Børs id.	ISIN-nummer	Utestående ved årsslutt 2014	Utstedelser 2015	Forfalt i 2015	Utestående ved årsslutt 2015	Forfallsdato
<i>Statsobligasjoner</i>							
NGB 05/2015	NST 471	NO 0010226962	59,9	-	59,9	-	15.5.2015
NGB 05/2017	NST 472	NO 0010313356	65,7	-	-	65,7	19.5.2017
NGB 05/2019	NST 473	NO 0010429913	61,0	6,0	-	67,0	22.5.2019
NGB 05/2021	NST 474	NO 0010572878	65,0	9,0	-	74,0	25.5.2021
NGB 05/2023	NST 475	NO 0010646813	47,0	6,0	-	53,0	24.5.2023
NGB 03/2024	NST 476	NO 0010705536	45,0	-	-	45,0	14.3.2024
NGB 03/2025	NST 477	NO 0010732555	-	33,0	-	33,0	13.3.2025
Totalt statsobligasjoner			343,7	54,0	59,9	337,7	
<i>Statskasseveksler</i>							
NTB 03/2015	NST 26	NO 0010705965	23,0	2,0 ²	25,0	-	18.3.2015
NTB 06/2015	NST 27	NO 0010713365	22,0	2,0 ²	24,0	-	17.6.2015
NTB 09/2015	NST 28	NO 0010719958	25,0	2,0 ²	27,0	-	16.9.2015
NTB 12/2015	NST 29	NO 0010727688	14,0	13,0	27,0	-	16.12.2015
NTB 03/2016	NST 30	NO 0010732787	-	29,0	-	29,0	16.3.2016
NTB 06/2016	NST 31	NO 0010740327	-	21,0	-	21,0	15.6.2016
NTB 09/2016	NST 32	NO 0010745177	-	20,0	-	20,0	21.9.2016
NTB 12/2016	NST 33	NO 0010754278	-	16,0	-	16,0	21.12.2016
Totalt statskasseveksler			84,0	105,0	103,0	86,0	
Total statsgjeld			427,7	159,0	162,9	423,7	

1 Alle beløp i milliarder kroner. Inkl. statens egenbeholdning (8 milliarder kroner i hvert lån).

2 Utstedelser til statens egenbeholdning.

B.3: UTVIKLINGEN I STATSGJELDEN¹

År	Statsobligasjoner						Statskasseveksler				
	Samlet gjeld ved årsslutt	Utestående volum	Utstedt til marked	Utstedt til egenbeholdning	Tilbakekjøpt	Forfall	Utestående volum	Utstedt til marked	Utstedt til egenbeholdning	Bytteordningen	Forfall
2005	207,0	152,0	18,5	-	-	-	55,0	54,0	12,0	-	77,0
2006	238,5	184,5	34,1	4,8	6,4	-	54,0	53,0	12,0	-	66,0
2007	230,3	185,3	23,0	7,3	-	29,5	45,0	50,8	12,0	-	71,8
2008	308,0	213,0	24,0	3,7	-	-	95,0	44,0	27,0	42,0	63,0
2009	495,9	204,4	34,0	2,3	-	45,0	291,6	233,5	24,0	241,8	302,6
2010	515,5	236,4	24,0	8,0	-	-	279,1	45,0	24,0	442,8	524,4
2011	416,6	210,4	20,0	-	-	46,2	206,2	32,0	24,0	332,3	461,2
2012	471,8	274,4	60,0	4,0	-	-	197,4	62,0	24,0	272,1	366,8
2013	450,8	288,9	62,0	19,0	-	66,5	161,9	70,0	24,0	171,7	301,2
2014	427,7	343,7	64,0	8,0	17,2	-	84,0	67,0	24,0	-	168,9
2015	423,7	337,7	46,0	8,0	-	59,9	86,0	65,0	40,0	-	103,0

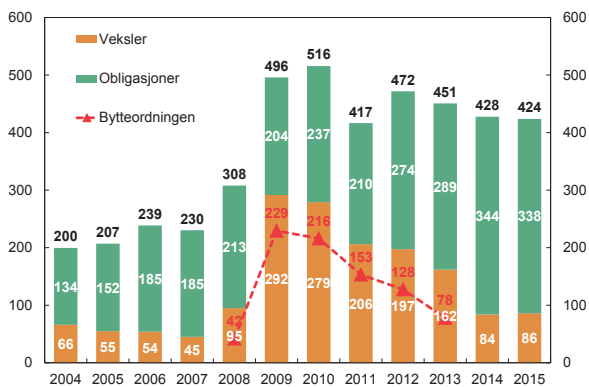
1 Alle beløp i milliarder kroner.

B.4: RENTEBYTTEAVTALER PER 31. DESEMBER 2015

År	Inngåtte kontrakter		Kontrakter til forfall		Utestående ved årsslutt	
	Antall	Volum (mrd. kroner)	Antall	Volum (mrd. kroner)	Antall	Volum (mrd. kroner)
2005	39	13,8	-	-	39	13,8
2006	59	21,3	-	-	98	35,0
2007	75	24,6	-	-	173	59,6
2008	50	19,9	-	-	223	79,4
2009	62	24,9	-	-	285	104,3
2010	53	22,5	17	6,9	321	119,9
2011	66	23,4	14	5,0	373	138,3
2012	26	8,3	40	14,4	359	132,2
2013	18	6,1	30	12,0	347	126,3
2014	18	6,7	24	11,8	341	121,2
2015	-	-	35	13,2	306	108,1
2016	-	-	45	16,2	261	91,9
2017	-	-	76	25,0	185	66,9
2018	-	-	46	17,0	139	49,9
2019	-	-	43	15,3	96	34,6
2020	-	-	35	14,0	61	20,7
2021	-	-	39	13,4	22	7,3
2022	-	-	13	4,2	9	3,1
2023	-	-	8	2,9	1	0,3
2024	-	-	1	0,3	-	-

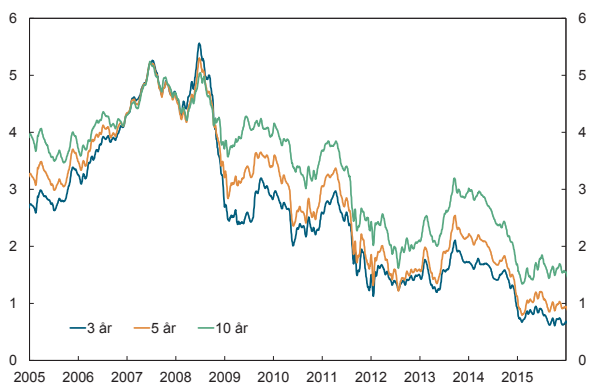
VEDLEGG C: FIGURER

Figur 1: Utestående statsgjeld
Ved utgangen av året for 2004–2015. Milliarder kroner



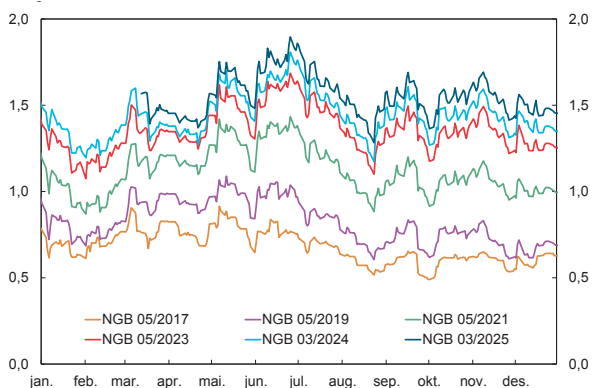
Kilde: Norges Bank

Figur 2: Norsk syntetisk 3-, 5- og 10-års statsrente
10-dagers bevegelig gjennomsnitt.
2. januar 2005–30. desember 2015. Prosent



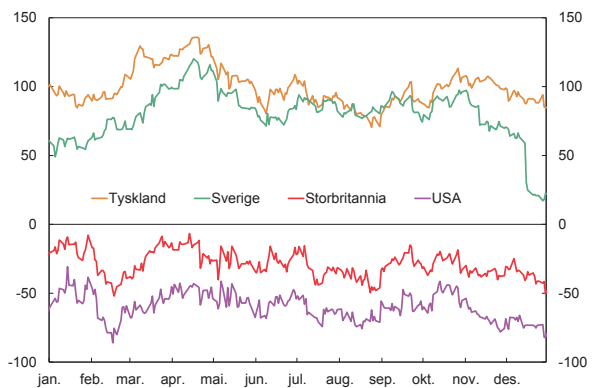
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 3: Renter på norske statsobligasjoner
2. januar–30. desember 2015. Prosent



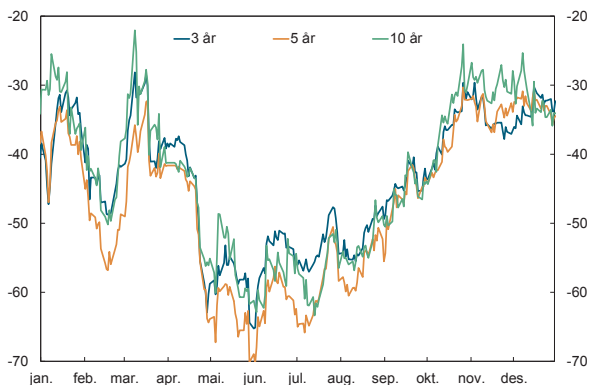
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 4: Rentedifferanse mellom Norge og utvalgte land
Renten på statsobligasjonen med gjenværende løpetid
nærmest 10 år. 2. januar–30. desember 2015. Basispunkter



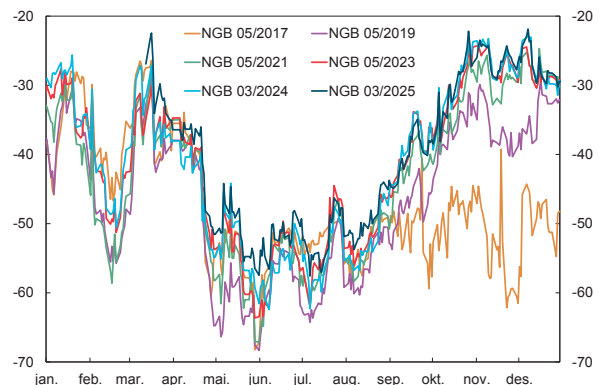
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 5: Differanse mellom stats- og swaprente
Statsrenter minus swaprenter. Syntetiske statsrenter.
2. januar–30. desember 2015. Basispunkter



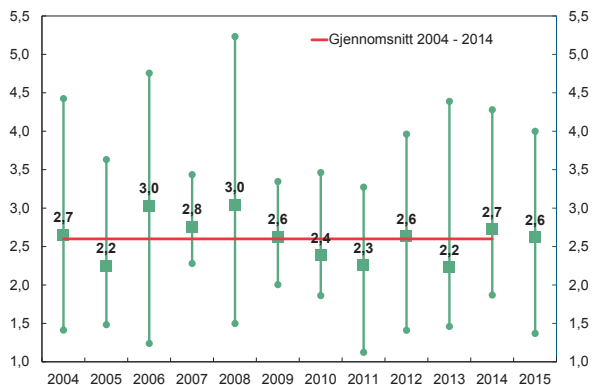
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 6: Assetswapspreid for statsobligasjonene
2. januar–30. desember 2015. Basispunkter



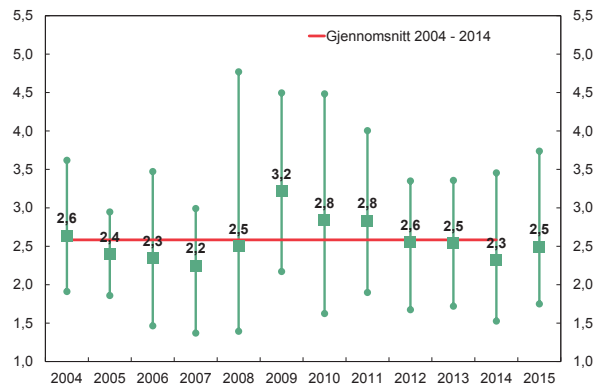
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 7: Etterspørselsindikator obligasjonsauksjoner
Gjennomsnitt og utfallsrom per år for årene 2004–2015



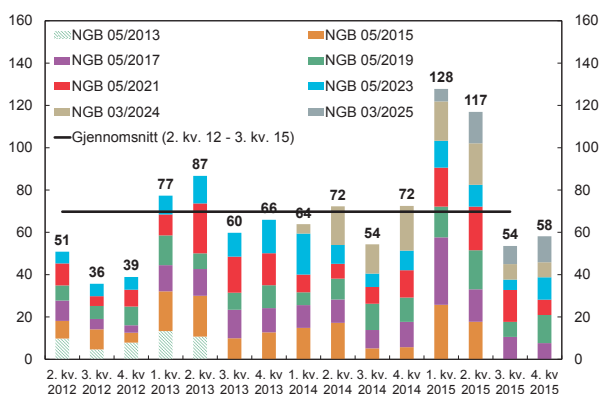
Kilde: Norges Bank

Figur 8: Etterspørselsindikator vekselauksjoner
Gjennomsnitt og utfallsrom per år for årene 2004–2015



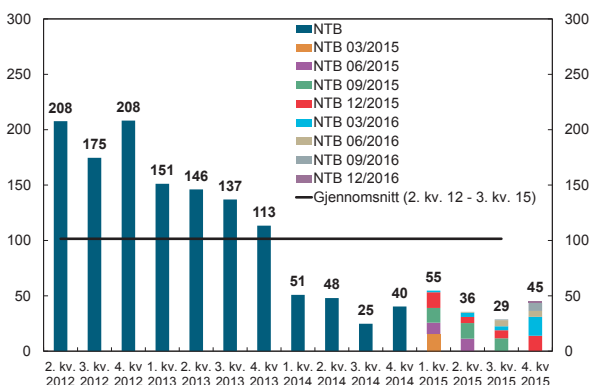
Kilde: Norges Bank

Figur 9: Kvartalsvis omsetning av obligasjoner
Oslo Børs. Fordelt på lån. Milliarder kroner



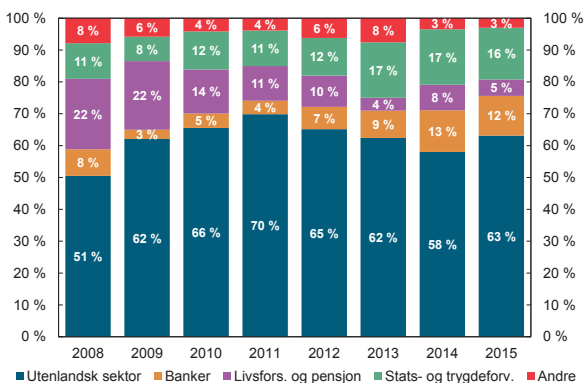
Kilde: Oslo Børs

Figur 10: Kvartalsvis omsetning av vekslar
Oslo Børs. Fordelt på lån i 2015. Milliarder kroner



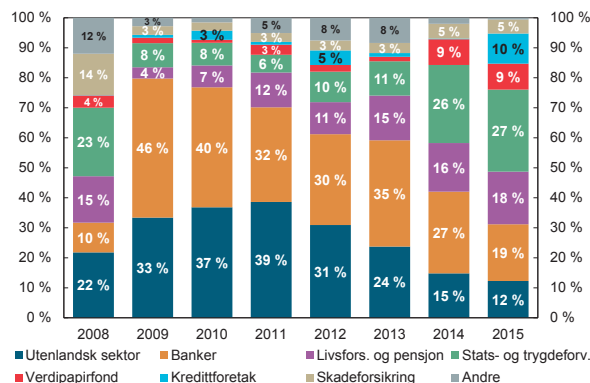
Kilde: Oslo Børs

Figur 11: Eierfordeling obligasjoner
Ved inngangen til desember for 2008–2014.
Per 28. desember 2015



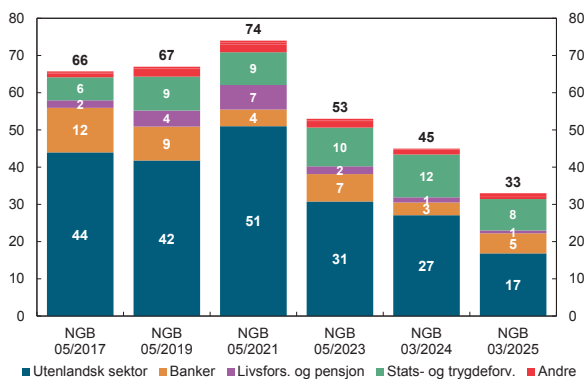
Kilde: Verdipapirsentralen

Figur 12: Eierfordeling vekslar
Ved inngangen til desember for 2008–2014.
Per 28. desember 2015



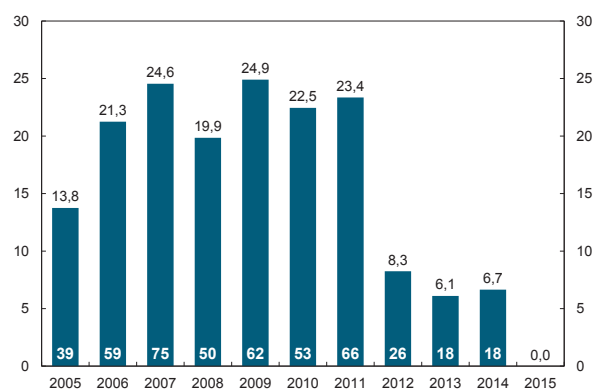
Kilde: Verdipapirsentralen

Figur 13: Eierfordeling obligasjoner fordelt på lån
Inkludert statens egenbeholdning. Per 28. desember 2015. Milliarder kroner



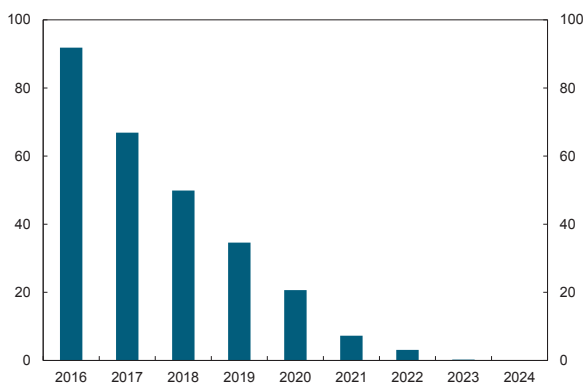
Kilde: Verdipapirsentralen

Figur 14: Volum og antall inngåtte rentebytteavtaler
2005–2015. Milliarder kroner



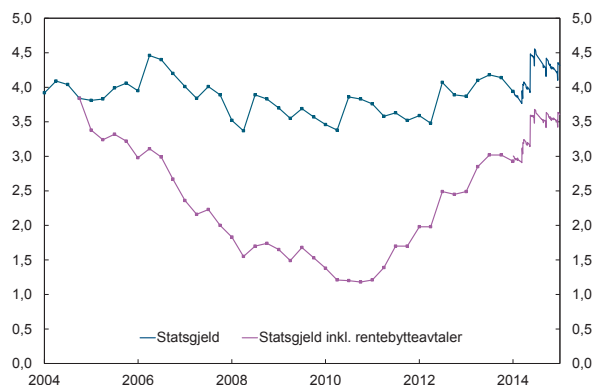
Kilde: Norges Bank

Figur 15: Gjenstående hovedstol ved utgangen av året for rentebytteavtaler
Per 31. desember 2015. Milliarder kroner



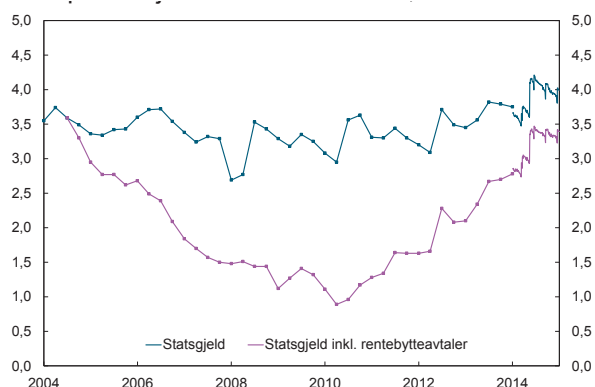
Kilde: Norges Bank

Figur 16: Løpetid¹ Låneporteføljen. År. Kvartalsvise data 2004–2014. Daglige data fra 2015



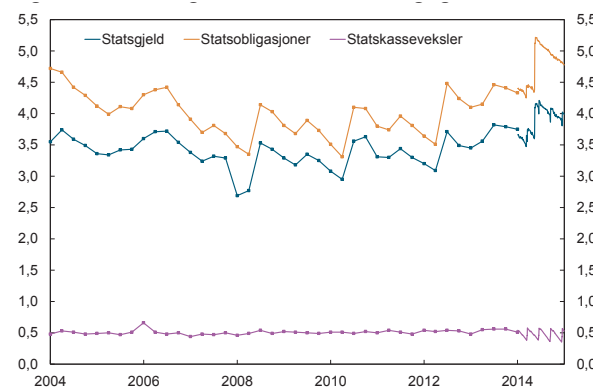
¹ Tid til forfall av hovedstol
Kilde: Norges Bank

Figur 17: Modifisert durasjon
Låneporteføljen. Kvartalsvise data, ekskl. statens



Kilde: Norges Bank

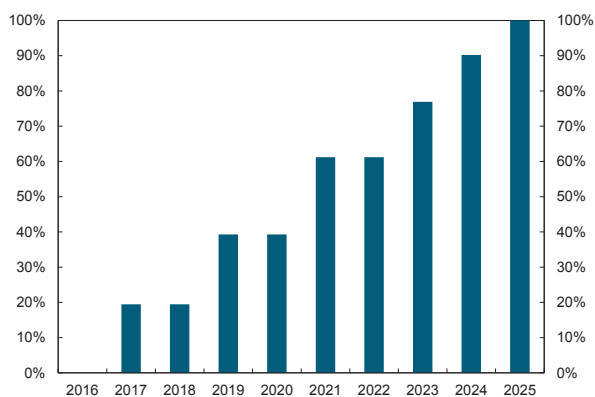
Figur 18: Modifisert durasjon
Statspapirer. Kvartalsvise data, ekskl. statens egenbeholdning, 2004–2014. Daglige data fra 2015



Kilde: Norges Bank

Figur 19: Forfallsprofil

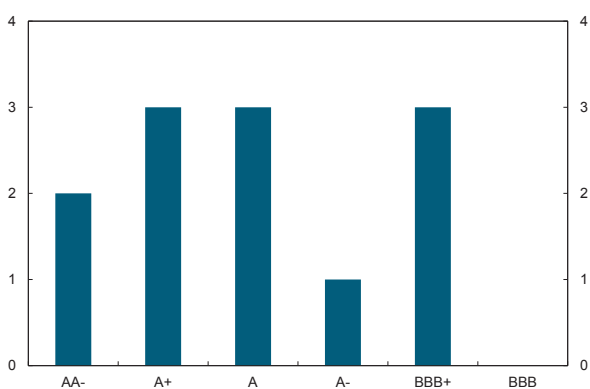
Akkumulert forfall i % av totalt utestående volum per 31. desember 2015, statsobligasjoner



Kilde: Norges Bank

Figur 20: Kredittvurdering motparter i rentebytteavtaler

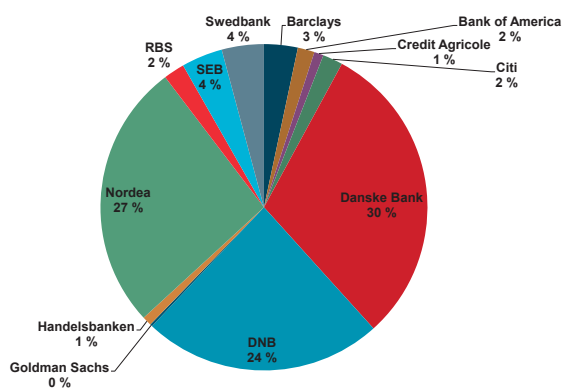
Antall motparter per 31. desember 2015



Kilde: Norges Bank

Figur 21: Hovedstol rentebytteavtaler

Per 31. desember 2015 fordelt etter motpart



Kilde: Norges Bank

VEDLEGG D: DEFINISJONER

Assetswapspread

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

Basispunkt

Et basispunkt er ett hundredels prosentpoeng (0,01 prosentpoeng). Kalles også rentepunkt eller yieldpunkt.

Durasjon (Macaulay durasjon)

Den vektete gjennomsnittstiden til forfall på et lån beregnet ut fra nåverdien på fremtidige kontantstrømmer. Durasjonen er aldri lengre enn løpetiden, og er det lån med kupongutbetaling vil den være kortere. For obligasjoner uten kupong er durasjonen lik løpetiden. Durasjonen er også et mål for hvor følsom prisen på instrumentet er for renteendringer.

Etterspørselsindikator (tegningsrate)

Budvolum delt på tildelt volum. Kalles også «bid-to-cover».

Forfallsprofil

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

Hovedstol

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

IMM-datoer

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

Interpolert rente / syntetisk rente

En beregnet rente som er utledet ved å vekte flere observerte renter. For eksempel kan interpolert femårsrente finnes ved å vekte rentene til to kjente papirer, ett med kortere og ett med lengre løpetid enn fem år.

Kortsiktig refinansieringsomfang

Det kortsiktige refinansieringsomfanget er summen av forfall av eksisterende statskasseveksler, stats-

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

Kredittrisiko

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

Kupong

Den årlige faste renten på et obligasjonslån.

Likviditetsrisiko

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

Løpetid

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

Låneportefølje

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

Modifisert durasjon (rentefølsomhet)

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

Operasjonell risiko

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

Primærhandler

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

Refinansieringsrisiko

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

Rentebindingstid

Rentebindingstid er lik durasjon gitt en effektiv rente på null. Dette er analogt til beregningen av løpetid, men kupongene inngår i beregningen. Markedsverdi gitt en effektiv rente på null benyttes til 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 følger av endringer i markedsrentene.

Gjenkjøpsavtale

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

Spread

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

Statens egenbeholdning

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

Statskasseveksel

Gjeldsinstrument med løpetid inntil ett år som utstedes som nullkupongpapirer.

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

Statsobligasjon

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

Swap

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

Swapsread

Differansen mellom statsrente og swaprente med samme løpetid eller durasjon.

Syntetisk rente

Se interpolert rente.

OM TALL OG BEREGNINGER

Kurser og renter fra Oslo Børs

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

Interpolert rente / Syntetisk rente

Den syntetiske renten er beregnet ved å vekte to statsobligasjoner med henholdsvis kortere og lengre gjenstående løpetid (lineær interpolasjon). Finnes det ikke noe lengre papir, blir renten beregnet ved at man bruker de to nærmeste obligasjonene med kortere løpetid og viderefører trenden ut til den løpetiden man ønsker (ekstrapolert rente).

