

# Kvartalsrapport

**1 | 2015**  
**APRIL 2015**

RAPPORT FOR  
FØRSTE KVARTAL 2015

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

RAPPORT FOR  
FØRSTE KVARTAL 2015

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

## Oppsummering

I første kvartal ble det holdt fire auksjoner i statsobligasjoner og tre auksjoner av statskasseveksler. Til sammen ble det lånt 31 mrd. kroner i markedet. I mars ble det utstedt et nytt 10-års obligasjonslån.

Innhold	side
<b>Kvartalsoppsummering</b>	<b>2</b>
Markedsoppdatering	
Auksjoner av statsobligasjoner	
Tilbakekjøp av NST 471	
Auksjoner av statskasseveksler	
Primærhandlere	
Omsetning statspapirer	
Eierfordeling statspapirer	
Rentebytteavtaler	
Renterisiko	
Refinansieringsrisiko	
Kreditrisiko	
<b>Tabeller over statsgjelden</b>	<b>6</b>
Utestående gjeld	
Auksjoner	
Tilbakekjøp av NST 471	
Inngåtte rentebytteavtaler	
<b>Figurer over statsgjelden</b>	<b>7</b>
Markedsoppdatering	
Auksjoner	
Omsetning	
Eierfordeling	
Rentebytteavtaler	
Renterisiko	
Refinansieringsrisiko	
Kreditrisiko/motpartsrisiko	
<b>Mandat</b>	<b>13</b>
Årlige rammer	
Mandat for forvaltningen	
<b>Primærhandlere</b>	<b>13</b>
<b>Risiko</b>	<b>14</b>
<b>Definisjoner/ordliste</b>	<b>15</b>
<b>Om tall og beregninger</b>	<b>16</b>

## Markedsoppdatering

Gjennom januar falt norske statsrenter markert. 10-års syntetisk statsrente ble den 3. februar beregnet til 1,31 prosent. Det er det laveste rentenivået som er registrert siden Norges Bank startet med beregninger av syntetisk 10-årsrente i 1996. Rentene for alle løpetider er på historisk lave nivåer, se figur 1.3. I februar og begynnelsen av mars steg rentene og 10-års statsrente ble på det høyeste beregnet til 1,75 prosent (9. mars). Etter dette falt rentene igjen. Ved utgangen av første kvartal ble 10-års statsrente beregnet til 1,48 prosent, 11 basispunkter lavere enn ved inngangen til kvartalet. Renteutviklingen for ulike løpetider har vært relativt samsvarende, se figur 1.4. Norske statsrenter har utviklet seg om lag på linje med internasjonale renter (figur 1.5). Rentedifferansen mot Tyskland i 10-årssegmentet har økt med 18 basispunkter siden utgangen av 2014, og var den 31. mars på 129 basispunkter (beregnet ved å sammenligne syntetisk norsk 10-årsrente med den tyske statsobligasjonen med gjenværende løpetid nærmest 10 år), se figur 1.6. Rentedifferansen i 10-årssegmentet har gjennom hele første kvartal vært høyere enn gjennomsnittet de siste fire årene. Rentedifferansen for kortere løpetider er imidlertid under gjennomsnittet for de siste fire årene. Differansen mot swaprenten i 10-årssegmentet har steget med om lag 7 basispunkter siden utgangen av 2014 og var den 31. mars på 41 basispunkter (figur 1.7).

Lange renter internasjonalt er på historisk lave nivåer og tiltak fra europeiske sentralbanker presser rentene ytterligere ned. I januar offentliggjorde Danmarks Nationalbank at de inntil videre ikke skal utstede statsobligasjoner. Dette ble gjort for å bremse valutainnstrømmingen til Danmark. Sveriges Riksbank offentliggjorde i februar at de ville begynne å kjøpe statsobligasjoner. Den europeiske sentralbanken startet i begynnelsen av mars kjøp av europeiske statsobligasjoner.

## Auksjoner av statsobligasjoner

Det ble i første kvartal gjennomført fire auksjoner i statsobligasjoner. De to første auksjonene var utvidelser av eksisterende obligasjonslån, med 3 milliarder kroner i NST 474 (forfall mai 2021) og 3 milliarder i NST 475 (mai 2023). I begynnelsen av mars ble det emittert et nytt 10-årslån (NST 477) med 6 milliarder kroner til markedet. I tillegg ble det kjøpt 8 milliarder til statens egenbeholdning for bruk i gjenkjøpsavtaler med primærhandlerne. Den siste auksjonen i mars var en utvidelse på 4 milliarder av det nye 10-årslånet.

Auksjonene ble godt mottatt i markedet. I gjennomsnitt var tildelingsrenten i auksjonen om lag 2 basispunkter høyere enn samtidig salgsrente i annenhåndsmarkedet (rente kl. 11 på Oslo Børs), mens gjennomsnittet for årene 2004-2014 var 5 basispunkter. Gjennomsnittlig etterspørselsindikator (tegningsrate) var 3,05. Gjennomsnittet for årene 2004-2014 var 2,58, se figur 2.1.

Det ble holdt auksjon av det nye 10-årslånet NST 477 den 11. mars. Lånet har en kupongrente på 1,75 prosent. Det var god etterspørsel i auksjonen og det kom inn bud for 19,6 milliarder kroner. Tildelingsrenten i auksjonen ble 1,59 prosent. Syntetisk 10-årsrente ved børsslutt tirsdag 10. mars ble beregnet til 1,65 prosent.

## **Totalt utestående per 31. mars 2015**

### **Obligasjoner**

367,656 milliarder kroner,  
hvorav 56 milliarder i statens egenbeholdning

### **Veksler**

90 milliarder kroner,  
hvorav 32 milliarder i statens egenbeholdning

## **Opplåning hittil i år**

### **Obligasjoner**

16 milliarder kroner til markedet,  
i tillegg 8 milliarder kroner til statens egenbeholdning

### **Veksler**

15 milliarder kroner til markedet,  
i tillegg 8 milliarder kroner til statens egenbeholdning

## **Auksjoner i 1. kvartal**

### **Obligasjoner**

21. januar  
NST 474 3 milliarder

4. februar  
NST 475 3 milliarder

11. mars  
NST 477 6 milliarder,  
i tillegg 8 milliarder til statens egenbeholdning

25. mars  
NST 477 4 milliarder

### **Veksler**

12. januar  
NST 29 4 milliarder

9. februar  
NST 29 3 milliarder

16. mars  
NST 30 8 milliarder,  
i tillegg 8 milliarder til statens egenbeholdning

## **Forfall i 1. kvartal**

### **Veksler**

18. mars  
NST 26 25 milliarder kroner,  
hvorav 8 milliarder var statens egenbeholdning

Det var publisert et planlagt emisjonsvolum på 13-17 milliarder kroner i første kvartal. Det ble emittert for 16 milliarder kroner til markedet. På grunn av god etterspørsel ble det emittert i øvre del av det planlagte intervallet.

## **Tilbakekjøp av NST 471**

Obligasjonslån NST 471 forfaller 15. mai i år. I første kvartal ble det holdt to tilbakekjøpsauksjoner. Det ble ikke kjøpt tilbake noe i auksjonene.

## **Auksjoner av statskasseveksler**

Det ble i første kvartal holdt tre auksjoner av statskasseveksler. De to første auksjonene var utvidelser av NST 29 (forfall desember 2015). I mars ble det emittert en ny 12-måneders veksel (NST 30) med oppgjør på IMM-datoen.

Det var god etterspørsel i auksjonene. I gjennomsnitt var tildelingsrenten i auksjonen 3,5 basispunkter høyere enn samtidig salgsrente i annenhåndsmarkedet (rente kl. 11 på Oslo Børs), mens gjennomsnittet for årene 2004-2014 var 13 basispunkter. Gjennomsnittlig etterspørselsindikator (tegningsrate) var 2,98, mot et gjennomsnitt på 2,56 for årene 2004-2014.

Det var publisert et planlagt emisjonsvolum på 13-17 milliarder kroner i første kvartal. Det ble emittert for 15 milliarder kroner til markedet.

## **Omsetning statspapirer**

I første kvartal var gjennomsnittlig dagsomsetning i obligasjonslånene samlet på 2 milliarder kroner. Til sammenligning var gjennomsnittlig dagsomsetning i første kvartal 2013 og 2014 på henholdsvis 1,3 og 1 milliarder. Den høye omsetningen skyldes tre dager med spesielt høy omsetning. Ser man bort fra disse tre dagene, var gjennomsnittlig dagsomsetning i første kvartal fortsatt relativt høy på 1,5 milliarder kroner.

Det var spesielt høy omsetning den 5. og 7. januar, med henholdsvis 22,3 og 16,5 milliarder kroner. Til sammenligning var den høyeste dagsomsetningen i 2014 på 4,9 milliarder og gjennomsnittlig dagsomsetning på litt i overkant av 1 milliard. Det meste av omsetningen var i de korteste obligasjonslånene NST 471 (mai 2015) og NST 472 (mai 2017). Omsetningen i NST 471 var 5. januar alene på 13,5 milliarder kroner, det er høyere enn den høyeste månedsomsetningen i samme papir i 2014. Etter 7. januar gikk gjennomsnittlig omsetning tilbake til mer normale nivåer, men dagsomsetningen i resten av januar var fortsatt høy, på 1,5 milliard kroner (gjennomsnitt for januar utenom 5. og 7.). De to korteste obligasjonslånene, i tillegg til det nye 10-årslånet NST 477, har høyest gjennomsnittlig daglig omsetning av obligasjonslånene. Dette skyldes den høye omsetningen i begynnelsen av januar. Etter dette skilte ikke disse lånene seg vesentlig fra de andre i omsatt volum. Det har vært god omsetning i det nye 10-årslånet etter at det ble introdusert til markedet, med et daglig gjennomsnitt i underkant av 0,5 milliarder.

Norges Banks hovedstyre besluttet på sitt møte i mars å holde

## Planlagt opplåning for 2015

### Obligasjoner

48-52 milliarder kroner

### Veksler

Opp til 70 milliarder kroner

## Opplåningsintervall 2. kvartal

### Obligasjoner

14-18 milliarder kroner

### Veksler

20-24 milliarder kroner

## Auksjonsdatoer 2. kvartal

### Obligasjoner

22. april 12. mai 27. mai  
10. juni 24. juni

### Veksler

13. april 11. mai  
15. juni 29. juni

## Forfall i 2. kvartal

### Obligasjoner

15. mai  
NST 471 59,919 milliarder kroner,  
hvorav 8 milliarder er statens  
egenbeholdning

### Veksler

17. juni  
NST 27 24 milliarder kroner,  
hvorav 8 milliarder er statens  
egenbeholdning

renten uendret. Dagen da rentebeslutningen ble offentliggjort, var det høy aktivitet i obligasjonsmarkedet med en omsetning på 8,3 milliarder kroner.

I første kvartal var gjennomsnittlig dagsomsetning i vekslene samlet på om lag 0,7 milliarder kroner. Det er på linje med gjennomsnittlig dagsomsetning i 2014, men en del lavere enn gjennomsnittet i 2013 (om lag 1,5 milliarder). Dette har sammenheng med at det var høyere omsetning i statskasseveksler i årene da bytteordningen eksisterte. Bytteordningen ble avsluttet i juni 2014. Det var relativt høy omsetning i vekselmarkedet den 19. mars, med dagsomsetning på om lag 4 milliarder.

## Eierfordeling statspapirer

Ved utgangen av første kvartal var om lag 57 prosent av norske statsobligasjoner eid av utenlandske investorer, se figur 4.1. De største norske eiere er stats- og trygdeforvaltningen og banker. I løpet av første kvartal har norske livforsikringsselskap og pensjonskasser redusert sin beholdning av statsobligasjoner, mens norske banker, stats- og trygdeforvaltningen og utenlandske investorer har økt sine beholdninger av statsobligasjoner (figur 4.3). Eierfordelingen inkluderer statens egenbeholdning. Da det ble utstedt nytt obligasjonslån i mars, ble 8 milliarder kroner emittert til statens egenbeholdning. Disse inngår i andelen til stats- og trygdeforvaltningen.

Utenlandske investorer eier 19 prosent av statskassevekslene (figur 4.2). Store norske eiere av statskasseveksler er livforsikring og pensjonskasser og banker. Staten eier selv 8 milliarder kroner i hver veksler, noe som gjør stats- og trygdeforvaltningen til en stor eier. I løpet av første kvartal har utenlandske investorer og livforsikring og pensjonskasser økt sine beholdninger av statskasseveksler, mens norske banker har redusert sine beholdninger (figur 4.4).

## Rentebytteavtaler

Det ble i første kvartal 2015 ikke inngått nye rentebytteavtaler. Det forfalt 12 avtaler med et samlet volum på 5 350 millioner kroner.

## Renterisiko

Porteføljen av statskasseveksler og statsobligasjoner hadde ved utgangen av første kvartal 2015 en rentebindingstid<sup>1</sup> på 3,94 år. Porteføljen av rentebytteavtaler hadde på samme tid en rentebindingstid på 3,02 år. Dette reduserte rentebindingstiden for låneporteføljen (statsgjelden inkl. rentebytteavtaler) til 3,24 år, se figur 6.2. Finansdepartementet har satt et minimumsnivå for rentebindingen til 2,5 år.

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

<sup>1</sup> Se definisjoner på side 15

Figur 7.3 viser forfallsstrukturen for statens portefølje av statskasseveksler og statsobligasjoner. Som figuren viser, har staten en relativt god spredning på sin renteeksponering ut til 10 år.

## Refinansieringsrisiko

---

I følge mandatet gitt av Finansdepartementet skal lånestrategien utformes med sikte på at mindre enn 25 prosent av utestående statsobligasjoner kan forfalle hvert år. Figur 7.1 viser fremtidig forfall av hovedstol i prosent av nominelt utestående volum av statsobligasjoner ved utgangen av første kvartal 2015. Den viser at om lag 16 prosent av utestående volum i statsobligasjoner vil forfalle i 2015, om lag 18 prosent i 2016.

Som et kvantitativt mål på refinansieringsrisikoen kan ulike indikatorer benyttes. Vi ser på forfallsprofil, kortsiktig refinansieringsomfang og rentebindingstid. De enkelte indikatorene bør ikke ses isolert. Figur 7.4 viser utviklingen i refinansieringsomfanget over tid og viser at det kortsiktige refinansieringsomfanget har vært stabilt det siste året. Forfall av hovedstol og kuponger har en god spredning over de kommende ti år og rentebindingstiden har vært stabil de siste årene.

## Kredittrisiko

---

Statens portefølje av rentebytteavtaler besto ved utgangen av første kvartal 2015 av 329 rentebytteavtaler med en samlet hovedstol på 115,85 milliarder kroner. 34 prosent av rentebytteavtalenes hovedstol var inngått med motparter med kredittvurdering på A- eller lavere ved utgangen av første kvartal 2015 (figur 8.2).

Kreditteksponeringen blir begrenset av at motpartene må stille sikkerhet i form av kontanter dersom markedsverdien av inngåtte rentebytteavtaler er positiv i statens favør. Grensen for når sikkerhet må stilles reduseres gradvis med fallende kredittvurdering. Mens 36 prosent av markedsverdien i favør av staten var mot motparter med en kredittvurdering på A- eller lavere, var det en negativ kreditteksponering mot disse motpartene ved utgangen av første kvartal. Dette går frem av figur 8.2. Det beregnes sikkerheter to ganger i måneden.

Ved utgangen av første kvartal 2015 hadde statens portefølje av rentebytteavtaler en samlet markedsverdi på 12,2 milliarder kroner i statens favør. Stilte sikkerheter reduserer kreditteksponeringen til 0,6 milliarder kroner. Utviklingen siden årsskiftet er vist i figur 8.1.

Staten har inngått rammeavtaler med i alt 18 motparter. Ved utgangen av første kvartal 2015 hadde staten aktive rentebytteavtaler med 13 av disse motpartene. Ved å inngå rentebytteavtaler med flere motparter spres kreditteksponeringen. Ved utgangen av første kvartal sto tre motparter for 79 prosent av samlet hovedstol. Kreditteksponeringen mot disse motpartene var imidlertid bare 15 prosent av samlet kreditteksponering.

# Statsgjelden

## Utestående gjeld per 31. mars 2015

ISIN	Børsid.	Lånets datering	Forfallsdato	Kupong	Utestående volum, NOK Mill.	Herav statens egenbeholdning
<i>Statsobligasjoner</i>						
NO 0010226962	NST 471	15.05.2004	15.05.2015	5,00	59 919	8 000
NO 0010313356	NST 472	19.05.2006	19.05.2017	4,25	65 737	8 000
NO 0010429913	NST 473	22.05.2008	22.05.2019	4,50	61 000	8 000
NO 0010572878	NST 474	25.05.2010	25.05.2021	3,75	68 000	8 000
NO 0010646813	NST 475	24.05.2012	24.05.2023	2,00	50 000	8 000
NO 0010705536	NST 476	14.03.2014	14.03.2024	3,00	45 000	8 000
NO 0010732555	NST 477	13.03.2015	13.03.2025	1,75	18 000	8 000
<b>Samlet</b>					<b>367 656</b>	<b>56 000</b>

### Statskasseveksler

NO 0010713365	NST 27	18.06.2014	17.06.2015	0	24 000	8 000
NO 0010719958	NST 28	17.09.2014	16.09.2015	0	27 000	8 000
NO 0010727688	NST 29	17.12.2014	16.12.2015	0	23 000	8 000
NO 0010732787	NST 30	18.03.2015	16.03.2016	0	16 000	8 000
<b>Samlet</b>					<b>90 000</b>	<b>32 000</b>

## Auksjoner i 1. kvartal 2015

Auksjons-dato	Børsid.	Volum tildelt markedet (NOK mill.)	Totalt budvolum (NOK mill.)	Effektiv rente	Kurs	Tegningsrate	Avvik samtidig salgsrente <sup>1</sup> (basispunkter)
<i>Statsobligasjoner</i>							
21.01.2015	NST 474	3 000	12 010	1,05	116,47	4,00	0
04.02.2015	NST 475	3 000	7 915	1,18	106,43	2,64	2
11.03.2015	NST 477	6 000	19 577	1,59	101,50	3,26	-
25.03.2015	NST 477	4 000	9 103	1,48	102,50	2,28	3
	Sum:	16 000		Gjennomsnitt i 2015:		3,05	1,7

### Statskasseveksler

12.01.2015	NST 29	4 000	14 949	0,93	99,1550	3,74	2
09.02.2015	NST 29	3 000	8 505	0,76	99,3600	2,84	5
16.03.2015	NST 30	8 000	19 035	0,73	99,2780	2,38	-
	Sum:	15 000		Gjennomsnitt i 2015:		2,98	3,5

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

## Tilbakekjøp av NST 471 i 1. kvartal 2015

Auksjons-dato	Børsid.	Tilbakekjøpt volum (NOK mill.)	Høyeste aksepterte kurs	Laveste aksepterte rente	Veid gjennomsnittlig rente
09.02.2015	NST 471	0	-	-	-
16.03.2015	NST 471	0	-	-	-

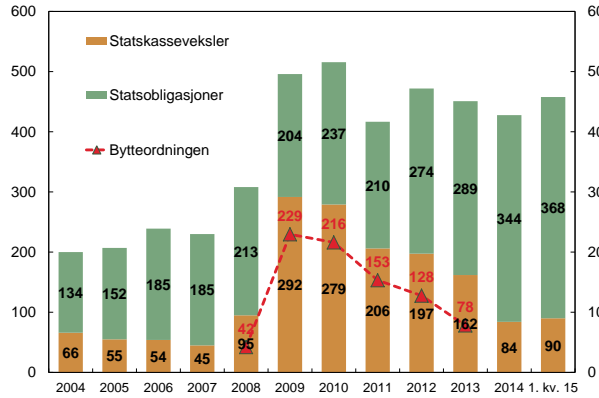
## Inngåtte rentebytteavtaler i 1. kvartal 2015

Avtalenummer	Motpart	Opptak	Forfall	Volum
Det er ikke inngått nye rentebytteavtaler i 1. kvartal 2015.				

# 1. Markedsoppdatering

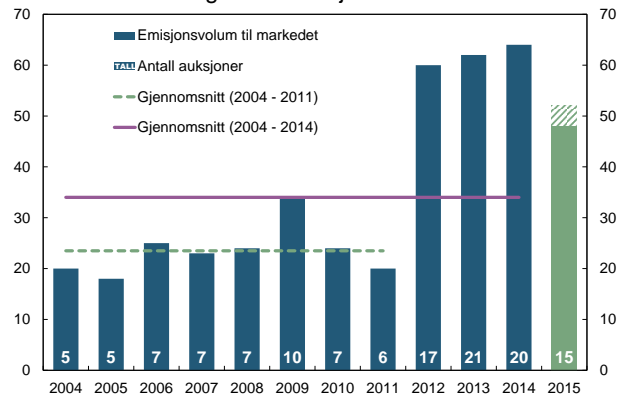
**Figur 1.1: Utestående statsgjeld**

Ved utgangen av året for 2004 – 2014. Ved utgangen av 1. kvartal 2015. Milliarder kroner



**Figur 1.2: Emisjonsvolum av obligasjoner**

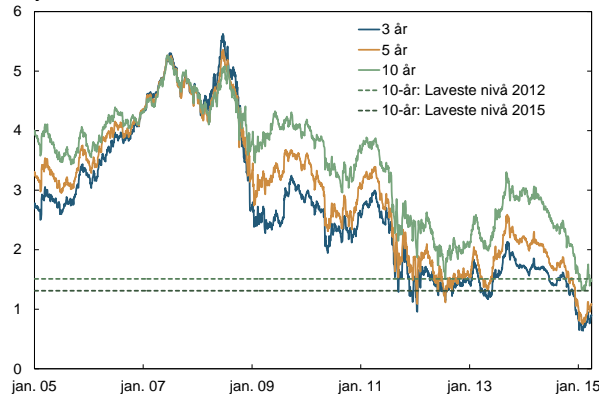
Til markedet. Faktisk 2004 – 2014. Planlagt 2015. Milliarder kroner og antall auksjoner



**Figur 1.3: Norsk syntetisk 3-, 5- og 10-års statsrente**

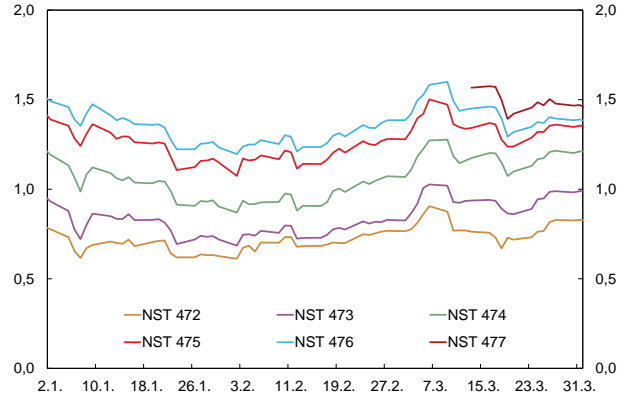
Laveste nivå for 10-årsrenten 2012 og 2015.

2. januar 2005 – 31. mars 2015. Prosent



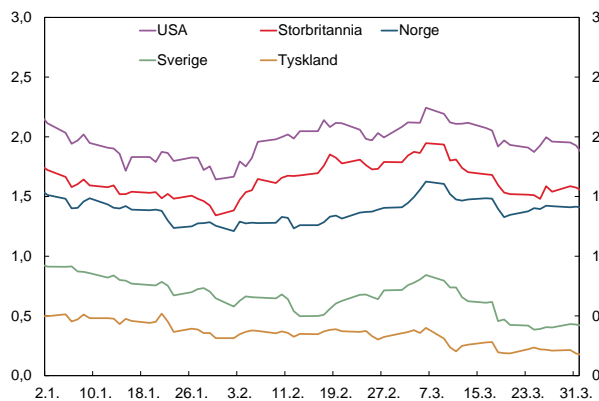
**Figur 1.4: Renter på norske statsobligasjoner**

2. januar 2015 – 31. mars 2015. Prosent



**Figur 1.5: Utvalgte lands 10-års statsrenter**

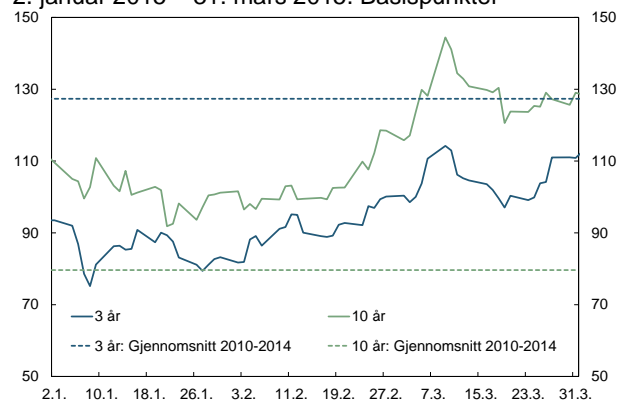
Syntetisk rente for Norge. Rente på faktisk statsobligasjon med løpetid nærmest 10 år for resten av landene. 2. januar 2015 – 31. mars 2015. Prosent



**Figur 1.6: Rentedifferanse mellom Norge og Tyskland**

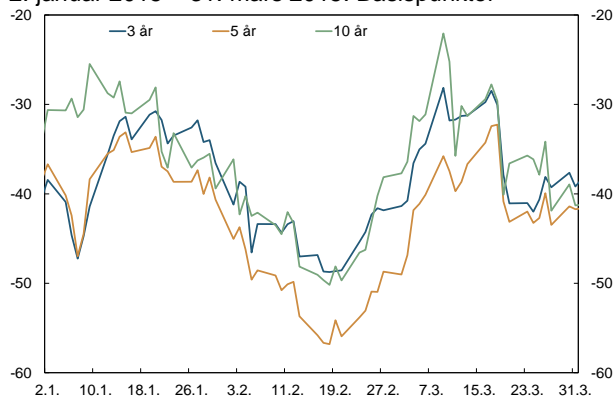
Syntetiske renter for Norge. Rente på faktiske statsobligasjoner for Tyskland.

2. januar 2015 – 31. mars 2015. Basispunkter

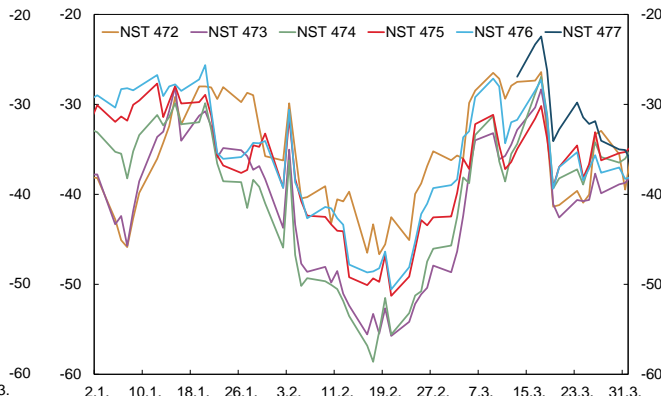




**Figur 1.7: Differanse mellom stats- og swaprente**  
Statsrenter minus swaprente. Syntetiske statsrenter.  
2. januar 2015 – 31. mars 2015. Basispunkter

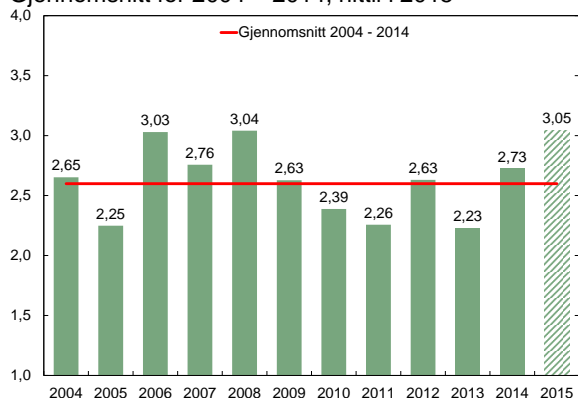


**Figur 1.8: Assetswapsread for statsobligasjonene**  
2. januar 2015 – 31. mars 2015. Basispunkter

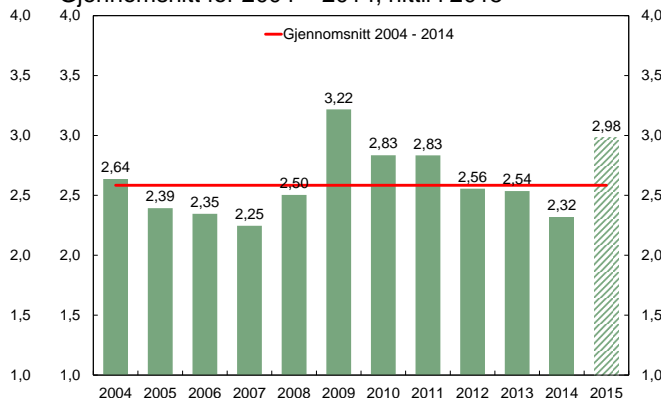


## 2. Auksjoner

**Figur 2.1: Etterspørselsindikator i auksjoner av obligasjoner**  
Gjennomsnitt for 2004 – 2014, hittil i 2015

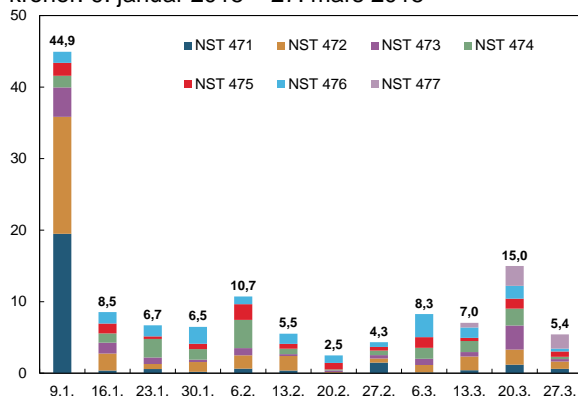


**Figur 2.2: Etterspørselsindikator i auksjoner av vekslar**  
Gjennomsnitt for 2004 – 2014, hittil i 2015

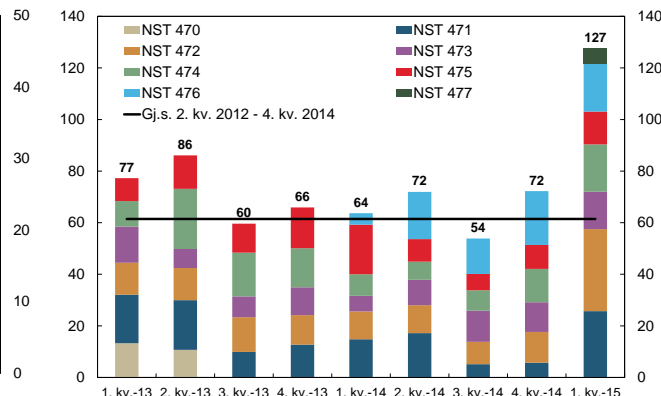


## 3. Omsetning

**Figur 3.1: Ukentlig omsetning av obligasjoner**  
Oslo Børs. Fordelt på lån. Fredag til fredag. Milliarder kroner. 9. januar 2015 – 27. mars 2015

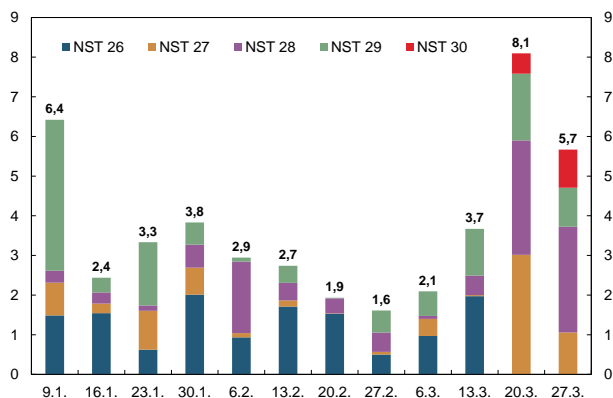


**Figur 3.2: Kvartalsvis omsetning av obligasjoner**  
Oslo Børs. Fordelt på lån. Milliarder kroner

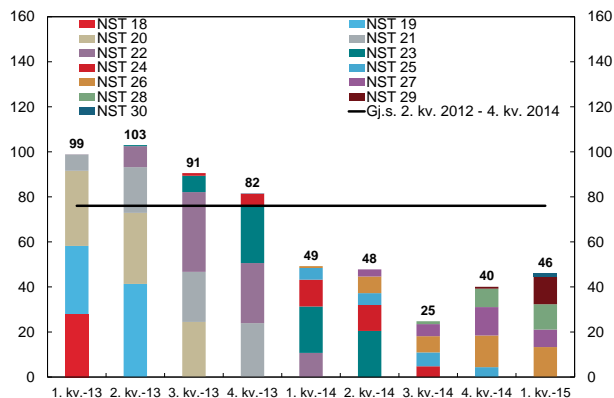




**Figur 3.3: Ukentlig omsetning av vekslar**  
Oslo Børs. Fordelt på lån. Fredag til fredag. Milliarder kroner. 9. januar 2015 – 27. mars 2015

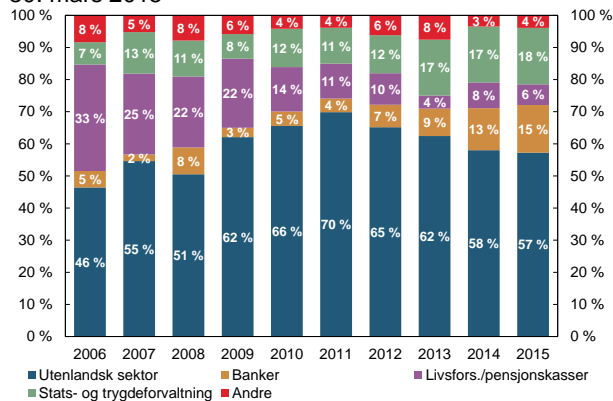


**Figur 3.4: Kvartalsvis omsetning av vekslar**  
Oslo Børs. Fordelt på lån. Milliarder kroner

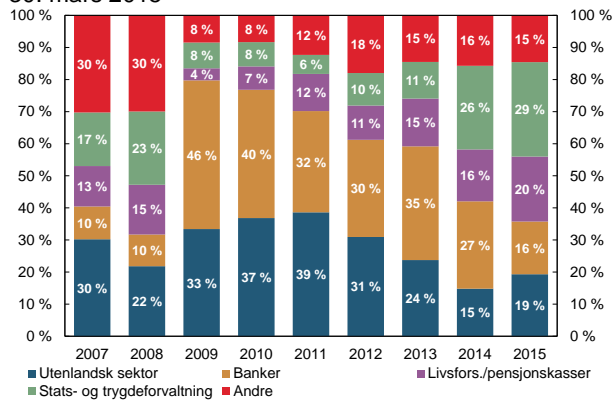


## 4. Eierfordeling

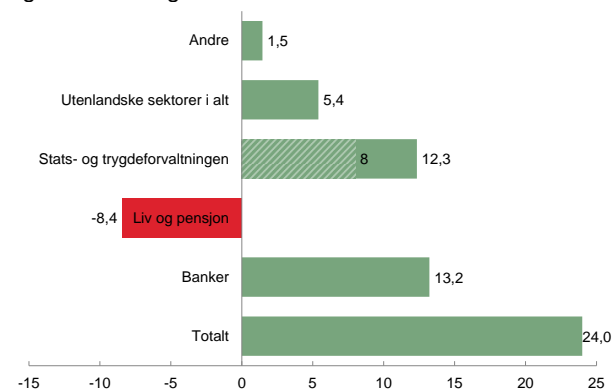
**Figur 4.1: Eierfordeling obligasjoner**  
Ved inngangen til desember for 2006 – 2014.  
30. mars 2015



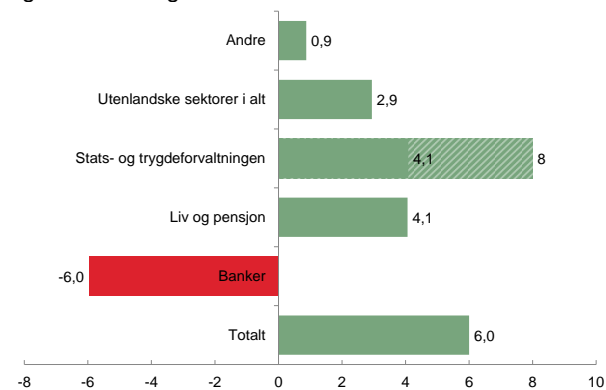
**Figur 4.2: Eierfordeling vekslar**  
Ved inngangen til desember for 2007 – 2014.  
30. mars 2015



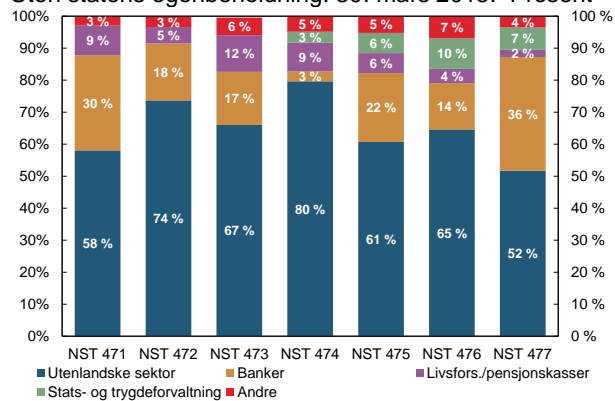
**Figur 4.3: Endring i eierfordeling obligasjoner**  
29. desember 2014 – 30. mars 2015. Endring i statens egenbeholdning skravert. Milliarder kroner



**Figur 4.4: Endring i eierfordeling vekslar**  
29. desember 2014 – 30. mars 2015. Endring i statens egenbeholdning skravert. Milliarder kroner

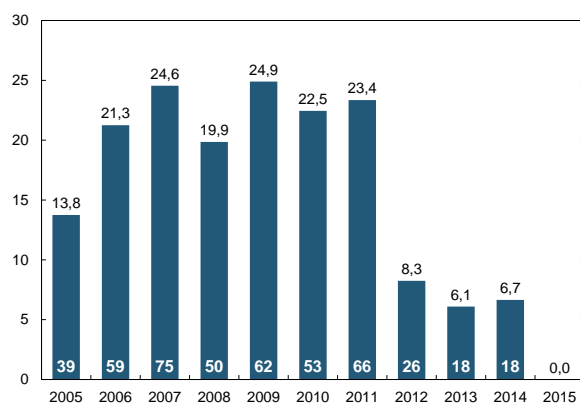


**Figur 4.5: Eierfordeling obligasjoner fordelt på lån**  
Uten statens egenbeholdning, 30. mars 2015. Prosent



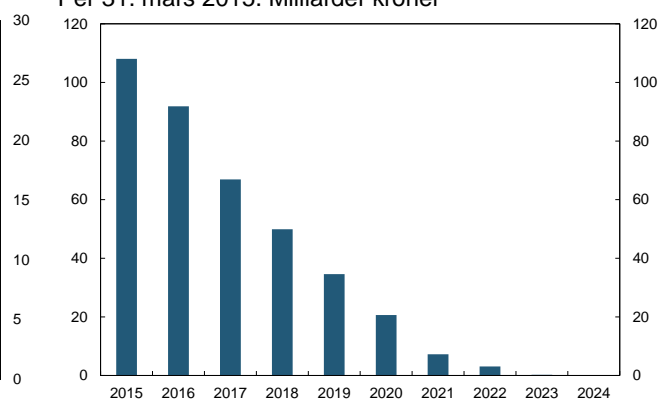
## 5. Rentebytteavtaler

**Figur 5.1: Volum og antall inngåtte rentebytteavtaler**  
2005 – 2015. Milliarder kroner



**Figur 5.2: Hovedstol ved utgangen av året for**  
**rentebytteavtalene**

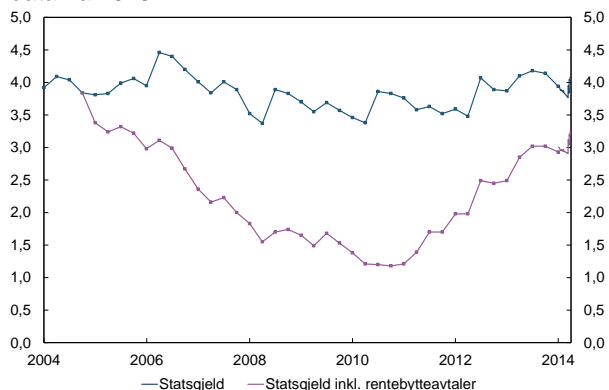
Per 31. mars 2015. Milliarder kroner



## 6. Renterisiko<sup>2</sup>

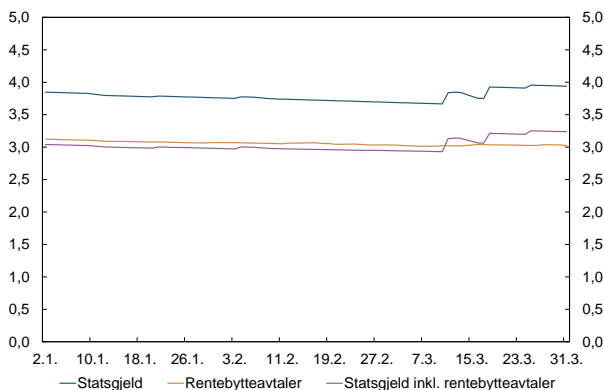
**Figur 6.1: Løpetid<sup>3</sup>**

Låneporteføljen. Kvartalsvise data 2004 – 2014. Daglige data fra 2015



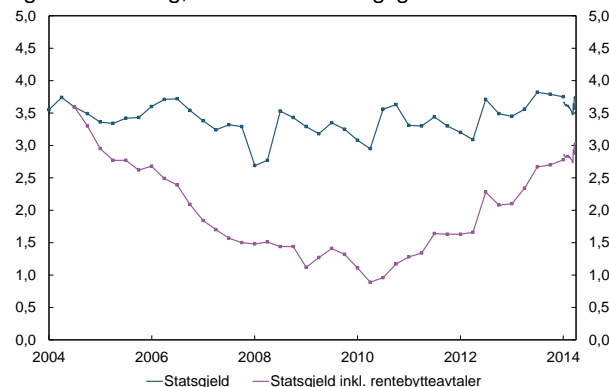
**Figur 6.2: Rentebindingstid<sup>4</sup>**

Låneporteføljen



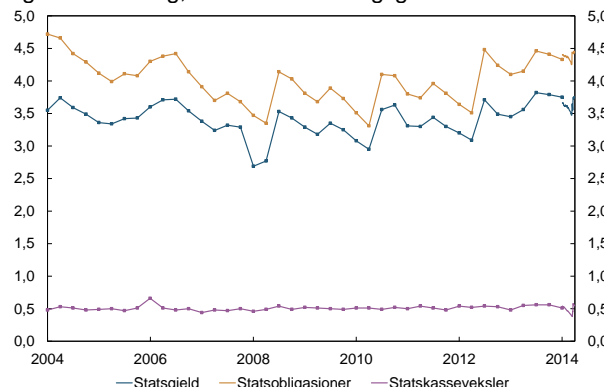
**Figur 6.3: Modifisert durasjon**

Låneporteføljen. Kvartalsvise data, ekskl. statens egenbeholdning, 2004 – 2014. Daglige data fra 2015



**Figur 6.4: Modifisert durasjon**

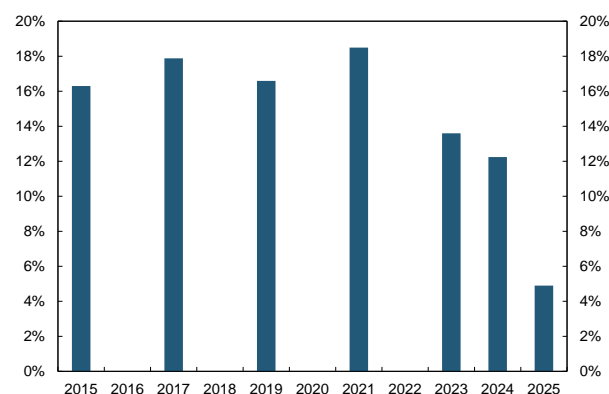
Statspapirer. Kvartalsvise data, ekskl. statens egenbeholdning, 2004 – 2014. Daglige data fra 2015



## 7. Refinansieringsrisiko<sup>5</sup>

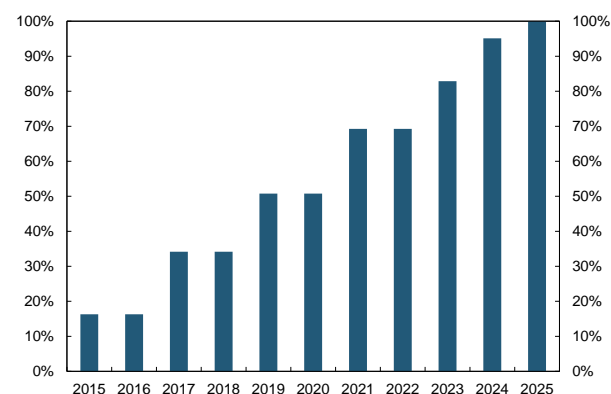
**Figur 7.1: Forfallsprofil**

Forfall per år i % av totalt utestående volum per 31. mars 2015, statsobligasjoner



**Figur 7.2: Forfallsprofil**

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



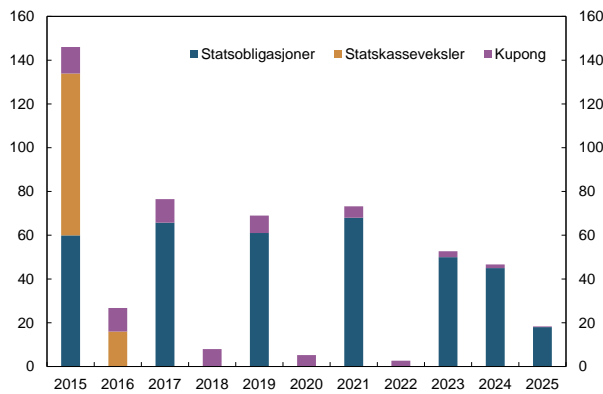
<sup>2</sup> Figurene inkluderer ikke planlagt opplåning. Dersom ikke annet er nevnt, er statens egenbeholdning inkludert i figurene. Volum av veksler i bytteordningen er ikke medregnet.

<sup>3</sup> Tid til forfall av hovedstol, se definisjoner for ytterligere opplysninger.

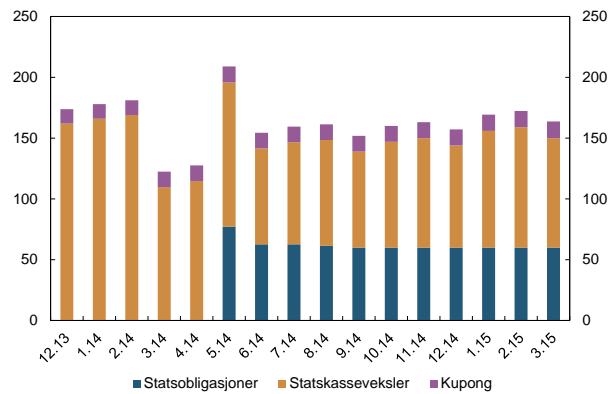
<sup>4</sup> Durasjonsberegning gitt effektiv rente på null, se definisjoner for ytterligere opplysninger.

<sup>5</sup> Se fotnote 2.

**Figur 7.3: Forfallsprofil**  
 Forfall av hovedstol og kupong per år.  
 Per 31. mars 2015. Milliarder kroner

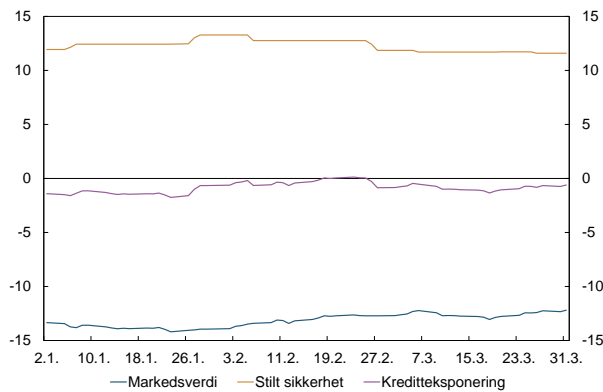


**Figur 7.4: Kortsiktig refinansieringsomfang.**  
 12 måneders rullerende vindu. Milliarder kroner

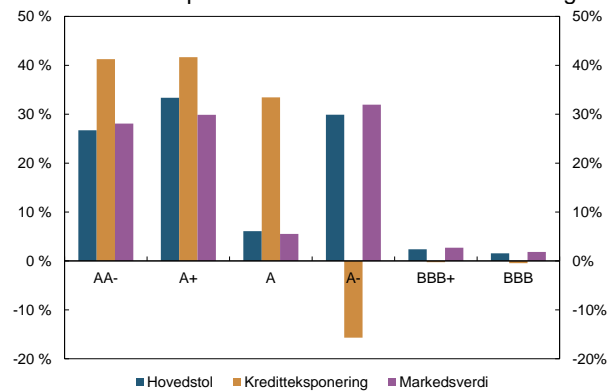


## 8. Kreditrisiko rentebytteavtaler<sup>6</sup>

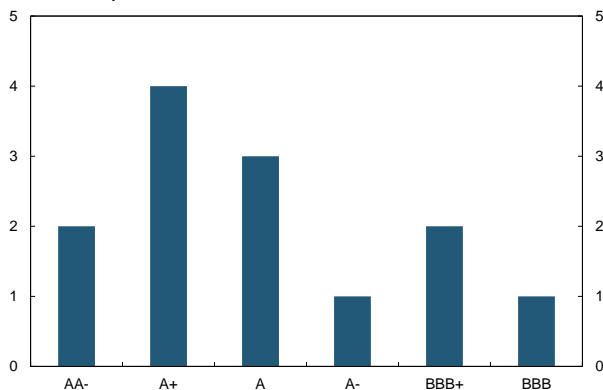
**Figur 8.1: Kreditteksponering**  
 Milliarder kroner



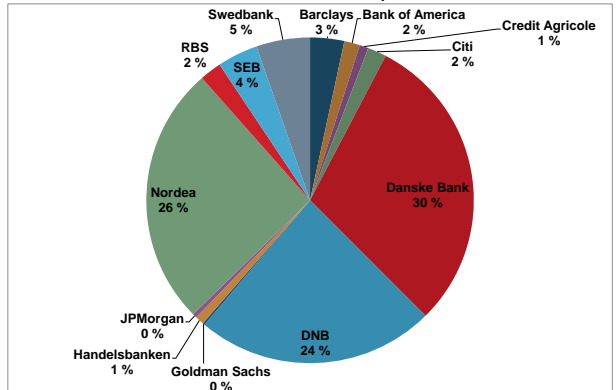
**Figur 8.2: Hovedstol, kreditteksponering og markedsverdi rentebytteavtaler**  
 Andel av totalen per 31. mars 2015 fordelt etter rating



**Figur 8.3: Kredittvurdering**  
 Antall motparter



**Figur 8.4: Hovedstol rentebytteavtaler**  
 Per 31. mars 2015 fordelt etter motpart



<sup>6</sup> Figurene inkluderer ikke planlagt oppløsing.

# Mandat

Finansdepartementet fastsatte 2. oktober 2014 et mandat for forvaltningen av statsgjelden. Etter mandatet skal Norges Bank utstede statsgjeld og inngå finansielle kontrakter innenfor statsgjeldsforvaltningen i Finansdepartementets navn. Målet for forvaltningen er å dekke statens lånebehov til lavest mulige kostnader. Det skal tas hensyn til statens renterisiko og til at det bør finnes en likvid rentekurve for statspapirer ut til ti års løpetid. Departementet skal årlig fastsette en øvre grense for brutto opplåning og minstekrav til rentebinding. Innenfor disse rammene skal Norges Bank fastsette et årlig program for opplåning fordelt på veksler 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 per 1. kvartal 2015	Mandat
Langsiktige lån	Volum for opptak av nye langsiktige lån (statsobligasjoner) settes til 100 mrd. kroner.	100 mrd. kroner	24 mrd. kroner	§ 3-2
Kortsiktige markedslån	Volum for maksimalt utestående i kortsiktige markedslån settes til 125 mrd. kroner.	125 mrd. kroner	90 mrd. kroner	§ 3-2
Rentebinding	Minimumsnivået for rentebindingen på statsgjelden inklusive rentebytteavtaler settes til 2,5 år.	> 2,5 år	3,24	§ 3-2
Statens konto	Minste nivå på statens konto i Norges Bank skal være 35 mrd. kroner.	35 mrd. kroner	Nivået har vært høyere enn minimumsnivået gjennom hele 1. kvartal	§ 2-2 (3)

## Mandat for forvaltning av statsgjeld

	Beskrivelse	Grense	Faktisk per 1. kvartal 2015	Mandat
Refinansieringsrisiko	Lånestrategien skal utformes med sikte på at mindre enn 25 pst. av utestående statsobligasjoner kan forfalle hvert år.	< 25 %	16,3 %	§ 3-4
Rentebytteavtaler	Utestående volum av rentebytteavtaler skal ikke overstige utestående volum av statsobligasjoner, inklusive statens egenbeholdning av statsobligasjoner.	< 100 %	31,5 %	§ 3-5

## Primærhandlere i norske statspapirer 2015

Meglerforetak	Børsid	Kontaktperson	Telefon
<i>Statsobligasjoner og statskasseveksler</i>			
Danske Bank	DDB	Leif Inge Christensen	+ 47 22 86 13 18
DNB	DNM	Terje Monsen	+ 47 24 16 90 59
Nordea	ND	Lars Even Klepsland (obligasjoner) Pål Martinsen (veksler)	+ 47 22 48 77 33 + 47 22 48 78 90
Skandinaviska Enskilda Banken	SEB	Michael Kofoed	+ 47 22 82 72 63
<i>Kun statskasseveksler</i>			
Handelsbanken <sup>1</sup>	SHB	Andreas Gregersen	+ 47 22 82 30 54

<sup>1</sup> Primærhandler fra 1.1.2015 – 27.3.2015

# Risiko

Det overordnede målet med forvaltningen av låneporteføljen er å dekke statens lånebehov til lavest mulig kostnad, samtidig skal det tas hensyn til risikoen staten utsettes for.

## Renterisiko

Renterisiko er risikoen for tap eller gevinst som følge av endringer i markedsrentene. Utstedelse av lange fastrentepapirer gir kjente nominelle rentebetalinger fremover. Ved et fall i rentenivået vil imidlertid staten ha låst inne en høyere rente enn gjeldende markedsrente.

Staten budsjetterer og fører regnskap etter kontantprinsippet og legger derfor mindre vekt på endringer i markedsverdier som følge av endrede markedsrenter. Staten bruker rentebinding som mål på renterisikoen<sup>7</sup>.

Renterisikoen vil over tid påvirkes av en rekke strategiske beslutninger, herunder utstedelses- og tilbakekjøpsstrategien. Ved å benytte rentebytteavtaler kan porteføljens rentebinding endres uavhengig av strategien for utstedelser og tilbakekjøp.

## Refinansieringsrisiko

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

Refinansieringsrisikoen kan begrenses ved å ha lange lån med god spredning på forfallene slik at andelen av den totale gjelden som forfaller på samme tid, begrenses. I mandatet gitt av Finansdepartementet heter det at lånestrategien skal utformes med sikte på at mindre enn 25 prosent av utestående statsobligasjoner kan forfalle hvert år.

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

Som kvantitative mål på refinansieringsrisikoen har statsgjeldsforvaltningen benyttet tre ulike indikatorer: forfallsprofil, kortsiktig refinansieringsomfang og rentebindingstid. De enkelte indikatorene bør ikke ses isolert. For eksempel kan en portefølje bestående av statskasseveksler og 10-års statsobligasjoner ha en relativt høy rentebindingstid, men samtidig en uakseptabelt høy kortsiktig refinansieringsrisiko.

## Kredittrisiko

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

Staten inngår rentebytteavtaler for å redusere rentebindingen på statens låneportefølje. En rentebytteavtale med en markedsverdi i statens favør eksponerer staten overfor motpartens betalingsevne. Risikoen begrenses ved bruk av sikkerhetsstillelsesavtaler (standardiserte ISDA/CSA-avtaler). Det er ikke knyttet kredittrisiko til hovedstolen i rentebytteavtalen.

Staten inngår bare ensidige sikkerhetsstillelsesavtaler. Det innebærer at motparten må stille sikkerhet når rentebytteavtalen har en positiv verdi utover en viss terskelverdi. Når rentebytteavtalen har en positiv verdi for motparten, stiller ikke staten sikkerhet. Motpartene må ha en tilfredsstillende kredittvurdering hos de største kredittvurderingsselskapene på avtaletidspunktet. Terskelverdien for sikkerhetsstillelse øker med kredittverdigheten.

Kreditteksponering på en enkelt motpart er den samlede markedsverdien i statens favør av alle rentebytteavtaler gjort med en motpart (netting), fratrukket motpartenes sikkerhetsstillelse. Staten beregner og utveksler sikkerhet to ganger per måned. I perioden mellom tidspunkt for sikkerhetsstillelse kan motpartseksponeringen øke utover terskelverdien. Kredittrisikoen er dermed avhengig av svingninger i rentenivået, restløpetid på avtalene og motpartens betalingsevne.

## Likviditetsrisiko

Staten må ha en viss likviditetsreserve slik at betalingsforpliktelser kan møtes til enhver tid. Norges Bank innretter opplåningen av statspapirer i markedet slik at staten til enhver tid har et bestemt minimumsnivå på sin konsernkonto i sentralbanken. Norges Bank kan ikke yte kreditt til staten gjennom kjøp av statspapirer i førstehåndsmarkedet.

## Operasjonell risiko

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

Operasjonell risikostyring innebærer å avdekke risikofaktorer som kan føre til tap, og anslå sannsynligheter for og konsekvenser av mulige uønskede hendelser.

---

<sup>7</sup> Se definisjoner

# 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, statsobligasjoner og kupongbetalinger de kommende 12 månedene. Indikatoren gir et uttrykk for størrelsen på betalingene som staten står overfor det kommende året. Med en antagelse om uendret nominell størrelse på gjelden angir summen av veksler og obligasjoner det beløpet som skal refinansieres til en ny rente. Hvis rentenivået øker med 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 følge av endringer i markedsrentene.

### **Gjenkjøpsavtale**

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

### **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 swaprente og statsrente 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).