



Statsgjelden 2016

Årsrapport

MARS 2017

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

Statsgjelden 2016

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>

INNHold

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 2016	7
2.2 Bruk av rentebytteavtaler i 2016	8
2.3 Kort om strategi og låneprogram for 2017	8
3 PRIMÆRHANDLERORDNINGEN	10
4 OPPLÅNINGEN I 2016	12
4.1 Markedsutviklingen	12
4.2 Auksjoner av statsobligasjoner	13
4.3 Auksjoner av statskasseveksler	13
4.4 Tilbakekjøp av NGB 05/2017 (NST 472)	14
5 ANNENHÅNDSMARKEDET	15
5.1 Omsetning rapportert til Oslo Børs	15
5.2 Investorer i norske statspapirer	16
5.3 Rapportering av handler i annenhåndsmarkedet	17
5.4 Bruk av gjenkjøpsavtaler	19
6 LÅNEKOSTNADER	24
6.1 Ulike mål for lånekostnaden	24
6.2 Analyse av auksjonsresultatene	29
7 RISIKO	34
7.1 Renterisiko	34
7.2 Refinansieringsrisiko	34
7.3 Kredittrisiko	35
7.4 Operasjonell risiko	36
8 EKSTERNE RELASJONER	37
8.1 Kontakt med investorer	37
8.2 Møter med primærhandlere	38
8.3 Kontakt med kredittvurderingsbyråer	38
8.4 Internasjonalt samarbeid	38
8.5 Informasjon om statsgjelden	39
RAMMER	
1: Terminpremier	9
2: Godtgjørelse til primærhandlerne for 2017	11
3: Indikatorer for likviditeten i statsobligasjonsmarkedet	20
4: Begrepet «lavest mulige kostnader»	25
VEDLEGG	40
A Mandat og rammer for statsgjeldsforvaltningen	41
B: Tall for statsgjelden	42
C: Figurer	45
D: Definisjoner	49
E: Rammer i årsrapporter	51

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.

Ved utgangen av 2016 var statsgjelden 459 milliarder kroner, fordelt på 383 milliarder kroner i statsobligasjoner og 76 milliarder i statskasseveksler.

For 2016 satte Finansdepartementet en ramme på 75 milliarder kroner for opptak av obligasjonslån, mens utestående veksellån ikke skulle overstige 125 milliarder kroner.

I løpet av året ble det lagt ut statsobligasjoner for 60 milliarder kroner (inklusive emisjon til statens egenbeholdning på åtte milliarder kroner) ved 17 auksjoner. Det forfalt ingen obligasjonslån i 2016, men ved fire auksjoner ble det kjøpt tilbake 14,8 milliarder kroner i lånet som forfaller i mai 2017. Det ble lagt ut et nytt 10-årslån i februar, som ledd i strategien der en søker 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 volum- og løpetidsveide renten på utstedelsene var 1,3 prosent, ned fra 1,4 prosent i 2015. 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 samtidig lavere enn de foregående årene.

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 100 milliarder kroner (inklusive emisjoner på 32 milliarder kroner til statens egenbeholdning) ved 16 auksjoner. Utestående veksellån var på det høyeste 99 milliarder kroner i 2016.

Finansdepartementet har satt krav om at statens kontantbeholdning til enhver tid skal være på minst 35 milliarder kroner. Kontantbeholdningen var på det laveste i januar 2016 med 57 milliarder kroner.

Finansdepartementet har bestemt at rentebindingstiden på låneporteføljen skal være minst 2,5 år. Ved utgangen av 2016 var rentebindingstiden 3,7 år, som var 0,1 år lengre enn ved inngangen til året.

Det ble ikke inngått nye rentebytteavtaler i 2016. Dette skyldes primært at den forventede besparelsen ved å låne kortsiktig ble vurdert som lav. Samtidig ville lengre rentebindingstid kunne bidra til å begrense både refinansieringsrisikoen og svingningene i rentekostnadene. I løpet av året forfalt 45 kontrakter med et samlet pålydende volum på vel 16 milliarder. Ved utgangen av 2016 var det utestående 261 kontrakter med et samlet volum på 92 milliarder kroner.

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

Norges Bank har et generelt ansvar for eksterne relasjoner. Det innebærer ansvar for markedsføringsaktiviteter og annen kontakt med banker, meglere, investorer og kredittvurderingsbyråer. Aktiviteten var høy gjennom 2016. Det ble publisert rapporter om forvaltningen hvert kvartal.

1 RAMMER FOR STATSGJELDSPOLITIKKEN

1.1 MANDAT OG ORGANISERING

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

Det overordnede målet er å dekke statens lånebehov til lavest mulige kostnader. Det skal tas hensyn til den risikoen staten påtar seg i forbindelse med låneopptakene. Statens opplåning skal bidra til 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.

Statsgjelden består av statskasseveksler (med løpetid inntil ett år) og statsobligasjoner. Statspapirene utstedes ved auksjoner gjennom godkjente primærhandlere (se kapittel 3 for en nærmere omtale av primærhandlerordningen). Statspapirene noteres kun på Oslo Børs, men mandatet åpner for å ta i bruk andre salgsmetoder og handelsplattformer. Rentederivater kan benyttes for å styre rentebindingstiden på statsgjelden.

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.

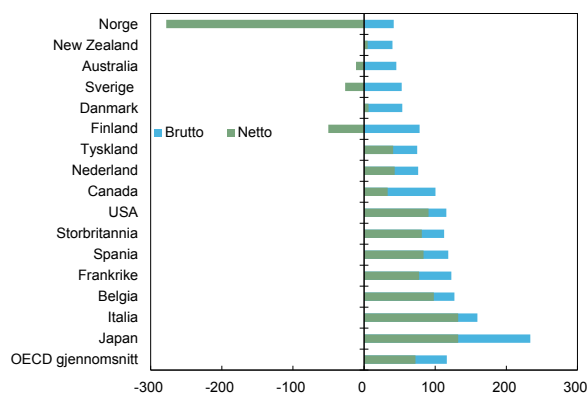
1.2 STATENS LÅNEBEHOV

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

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

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.

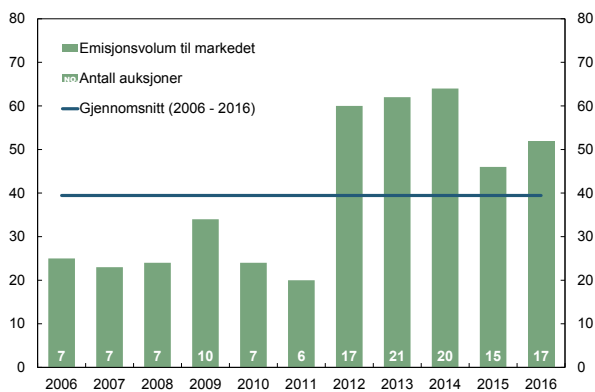
Figur 1.1 Netto og brutto gjeld for ulike land. I prosent av BNP. Anslag for 2016



Kilde: OECD

Årlig opplåning baserer seg på tall som publiseres i statsbudsjettet. Opplåningen endres normalt ikke i forbindelse med revidert nasjonalbudsjett eller nasjonalregnskapstall. 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.

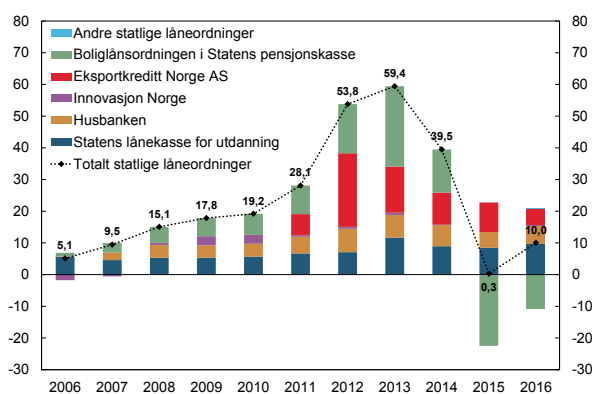
Figur 1.2 Opplåning i statsobligasjoner 2006–2016. Milliarder kroner



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

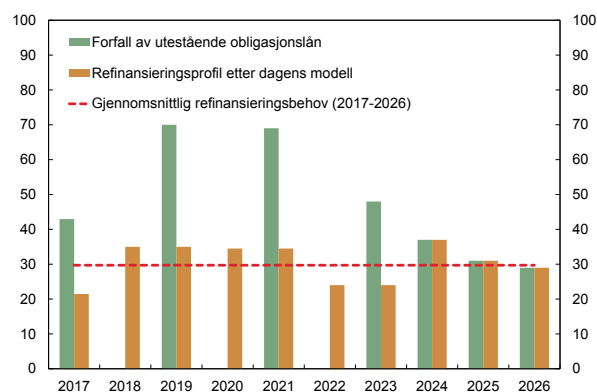
Figur 1.3 Faktiske utlån (netto) fra statlige låneinstitusjoner, 2006–2015, regnskapstall. Estimert lånebehov (netto) for statlige låneinstitusjoner basert på Statsbudsjettet, 2016. Milliarder kroner



Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

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 2016.

Figur 1.4 Forfall av utestående statsobligasjoner, uten statens egenbeholdning. Refinansieringsprofil basert på gjelden ved utgangen av 2016. 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 finansieringskilder i statsbudsjettet virke inndragende på likviditeten i pengemarkedet, mens statlige utbetalinger vil øke likviditeten. Disse vil utligne hverandre, slik at statsbudsjettet blir likviditetsnøytralt. Norges Banks overskudd overføres til staten etter særskilte regler. En slik overføring vil i seg selv ikke ha noen likviditetseffekt i markedet. Bruken av disse midlene vil imidlertid medføre at statsbudsjettet øker likviditeten i markedet. Det er et mål at statens transaksjoner over tid ikke skal endre den samlede likviditeten i pengemarkedet. 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 2016

I brev av 21. desember 2015 fastsatte Finansdepartementet rammene for statsgjeldsforvaltningen i 2016:

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

På bakgrunn av dette ble strategi og låneprogrammet for 2016 publisert 21. desember 2015. Låneprogrammet inneholdt en auksjonskalender med datoer for alle auksjoner. Det ble lagt opp til 17 auksjoner i obligasjoner, 16 auksjoner i veksler og fire tilbakekjøpsauksjoner.

Hovedmomenter i strategi og låneprogrammet for 2016 var:

- Låne 52–58 milliarder kroner i statsobligasjoner i markedet.
- Utstede et nytt 10-årslån i første kvartal.
- Bygge opp dette lånet til om lag 25–30 milliarder kroner i markedet i løpet av 2016.
- Ha relativt hyppige auksjoner med små volum. Normalt vil auksjonsvolumet i obligasjonslån som utvides være 3 milliarder kroner.
- Holde utestående volum av statskasseveksler på om lag samme nivå som i 2015.
- Opplåning i veksler i markedet for inntil 90 milliarder kroner.
- Utstede ny 12-måneders veksel med oppgjør tredje onsdag i mars, juni, september og desember (IMM-datoene¹). Flexibilitet i hvilke veksellån som utvides i mellomliggende auksjoner.
- Styre mot at den gjennomsnittlige rentebindingstiden på låneporteføljen ikke blir vesentlig lavere enn om lag 3½ år.
- Ikke inngå nye rentebytteavtaler.
- Legge opp til fire tilbakekjøpsauksjoner av obligasjonen NGB 05/2017 (NST 472).

Både i låneprogrammet og i et eget informasjonsskriv publisert samme dag ble det oppgitt låneintervall for veksler og obligasjoner for 1. kvartal 2016. I slutten av mars, juni og september ble det publisert informasjonsskriv med låneintervall for veksler og obligasjoner det kommende kvartalet, samt strategi for rentebytteavtaler.

Alle ordinære auksjoner ble avholdt som planlagt. Det ble ikke holdt noen ad hoc-auksjoner. Nytt 10-årslån ble introdusert 17. februar (auksjonsdag). Det ble kjøpt tilbake i alle de fire tilbakekjøpsauksjonene, til sammen ble det kjøpt tilbake nesten 15 milliarder kroner i NGB 05/2017.

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

- 26. mai 2016: Revidert vekselvolum i 2. kvartal. Redusert fra 24–28 milliarder kroner til 19–25 milliarder kroner.
- 29. juni 2016: I informasjon for 3. kvartal 2016 ble det varslet at utstedelser i veksler i 2016 reduseres fra inntil 90 milliarder kroner til inntil 80 milliarder kroner.

Endringene i vekselopplåningen ble gjort på bakgrunn av lav etterspørsel i vekselauksjoner.

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

Tabell 2.1 Låneintervall og faktisk opplåning i 2016. Milliarder kroner

	Obligasjoner		Veksler	
	Publisert	Faktisk	Publisert	Faktisk
2016 samlet <i>Revidert 29.6.16</i>	52-58	52	Inntil 90 <i>Inntil 80</i>	68
1. kvartal 2016	17-21	19	19-23	21
2. kvartal 2016 <i>Revidert 26.5.16</i>	13-17	15	24-28 <i>19-25</i>	20
3. kvartal 2016	7-11	7	10-14	11
4. kvartal 2016	11-15	11	13-18	16

2.2 BRUK AV RENTEBYTTEAVTALER I 2016

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 2016. 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 2016. Dette skyldes primært at den forventede besparelsen ved å låne kortsiktig ble vurdert som lav gjennom 2016.

2.3 KORT OM STRATEGI OG LÅNEPROGRAM FOR 2017

Utstedelsesstrategien for obligasjoner og veksler vil i stor grad følge samme mønster som tidligere år. Det har siden 2014 blitt utstedt et nytt 10-års statsobligasjonslån hvert år. Eksisterende obligasjonslån har blitt utvidet på basis av løpende vurderinger av etterspørselen i markedet og vurderinger av gjennomsnittlig løpetid på den utestående låneporteføljen. Vekselstrategien har i mange år vært å utstede et nytt 12-månders veksel hver 3. måned og utvide den lengste vekselen i mellomliggende auksjoner. Fra 2. halvår 2015 har det blitt større fleksibilitet i hvilken veksel som utvides i mellomliggende auksjoner. Både for obligasjoner og veksler legger man opp til hyppige

auksjoner med relativt små volumer. Antallet auksjoner vil avhenge av det årlige opplåningsvolumet.

Det årlige opplåningsvolumet i både obligasjoner og veksler er planlagt å bli marginalt lavere enn i 2016.

Det har de siste årene blitt holdt tilbakekjøpsauksjoner i det korteste obligasjonslånet når dette har hatt mindre enn et år igjen til forfall. Nytt for 2017 er at det også vil vurderes å gjøre direkte tilbakekjøp ved bruk av Oslo Børs' «Request for Quote»-funksjonalitet både i det korteste obligasjonslånet og i begrenset omfang i andre obligasjonslån.

Hovedmomenter i strategi og låneprogrammet for 2017 er:

- Låne om lag 50 milliarder kroner i statsobligasjoner i markedet.
- Utstede en ny 10-årig statsobligasjon i februar.
- Ta sikte på å bygge opp det nye 10-årslånet til 20–30 milliarder kroner i markedet i løpet av 2017.
- Utvide eksisterende lån på basis av løpende vurderinger av etterspørselen i markedet og vurderinger av gjennomsnittlig løpetid på den utestående låneporteføljen.
- Hyppige auksjoner med relativt små volumer. Normalt auksjonsvolum i statsobligasjoner som utvides vil være 3 milliarder kroner.
- Tilby tilbakekjøp av obligasjonslånet som forfaller i mai 2017. Det vil holdes to tilbakekjøpsauksjoner. Etter dette vil det vurderes å åpne for direkte tilbakekjøp ved bruk av Oslo Børs' «Request for Quote»-funksjonalitet.
- Vurdere å kjøpe tilbake et begrenset omfang av lån med gjenstående løpetid lengre enn ett år ved bruk av Oslo Børs' «Request for Quote»-funksjonalitet. Eventuelle tilbakekjøp vil motvirkes av økt utstedelsesvolum i andre obligasjoner. Samlet utstedelsesvolum i statsobligasjoner kan i så fall bli noe høyere enn 50 milliarder kroner.

- Holde utestående i vekselmarkedet på minst 40 milliarder kroner gjennom hele året.
- Følge samme mønster som i 2016 der ny 12-måneders veksler utstedes med oppgjør tredje onsdag i mars, juni, september og desember (IMM-datoene). I mellomliggende auksjoner legges det opp til fleksibilitet i hvilken veksler som utvides.
- Normalt auksjonsvolum i statskasseveksler som utvides vil være 3 milliarder kroner.
- Styre mot en gjennomsnittlig rentebindingstid på låneporteføljen (inkludert utestående rentebytteavtaler) i området 3¾-4¼ år ved utgangen av året. Det innebærer at det ikke vil bli inngått nye rentebytteavtaler inntil videre. Dette vurderes på nytt før andre halvår.

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 viser estimerte terminpremier i 10-års statsobligasjonsrenter for Norge, USA og Tyskland for perioden januar 2003–desember 2016. Metoden som er brukt, er utviklet i Federal Reserve Bank of New York¹. 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. Månedstall. Fra utgangen av januar 2003 til utgangen av desember 2016.



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 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.

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 ha en stor beholdning av statspapirer på egen balanse.

Primærhandlerne er medlemmer på Oslo Børs og skal 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.

Primærhandler har plikt til å sørge for at videresalg av statspapirer skjer i samsvar med gjeldende regelverk i jurisdiksjoner som berøres. I 2016 ble det spesielt arbeidet med å klarlegge hvordan primærhandlerne og Norges Bank skal forholde seg til amerikansk verdipapirlovgivning (U.S. Securities Act). I september ble det tatt inn et særskilt vedlegg i primærhandleravtalene for å ivareta dette.

Tabell 3.1 Primærhandlere i 2016

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

RAMME 2: GODTGJØRELSE TIL PRIMÆRHANDLERNE FOR 2017

For kalenderåret 2017 er det etablert en godtgjørelsesordning for primærhandlere i norske statsobligasjoner og statskasseveksler, finansiert av Norges Bank. Formålet er at ordningen skal bidra til at primærhandler-systemet opprettholdes og at opplåningen skjer til lavest mulig kostnader for staten.

Primærhandlere i mange land gir uttrykk for at det blir stadig mer kostbart å forplikte seg til å fremme omsetning av statspapirer. Endrede rammebetingelser og nye reguleringer for finansiell sektor kan gjøre det mindre lønnsomt for primærhandlerne å ha store volum av statspapirer på egen balanse. Bankene tilpasser seg strengere kapitalkrav og nye kvantitative likviditetskrav. Dette bidrar til at finansiering av verdi-papirporteføljer blir dyrere. Selv om statsobligasjoner i utgangspunktet vurderes å ha lav risiko, vil blant annet krav til uvektet kapitalandel medføre økte kostnader forbundet med å ha statspapirer på balansen. En konsekvens av dette vil kunne være at deres evne og vilje til å skape omsetning i statspapirmarkedet reduseres.

Primærhandleravtalene er viktige av flere grunner. Primærhandlerne forplikter seg til å delta i auksjoner og til å stille volum og kurser på Oslo Børs for å opprettholde likviditet i annenhåndsmarkedet. Avtalene sørger for at statsgjeldsforvaltningen med en viss grad av sikkerhet kan stole på at vi får utstedt de lånevolumene vi ønsker uavhengig av rådende markedsforhold. Pliktig kursstillelse på Oslo Børs gir også investorer trygghet for at det er mulig å få avsetning for minimumsbeløp i samtlige lån. I tillegg har det stor verdi at vi har et forpliktende samarbeid og jevnlig dialog med aktører som har markedskunnskap og store kontaktnett av investorer. Primærhandlerordningen bidrar således til å oppfylle målet om lavest mulig kostnader i forvaltningen av statens gjeld.

Godtgjørelsesordningen er todelt. Det utbetales et fast grunnbeløp til de som er primærhandlere i både statskasseveksler og statsobligasjoner gjennom hele året. I tillegg vil den enkelte primærhandler motta et prestasjonsbasert honorar basert på innsatsen for å fremme salg og omsetning av norsk statsgjeld. Dette beregnes etter kvantitative kriterier for deltakelse i første- og annenhåndsmarkedet og kvalitative vurderinger av i hvilken grad primærhandlerne aktivt fremmer aktivitet i markedet for statspapirer. Det tas også hensyn til primærhandlerenes overholdelse av kravene om kursstillelse på Oslo Børs.

Statens lånebehov, slik dette er definert i statsbudsjettet, skal dekkes gjennom opplåning i statsobligasjoner. Det er opplåningen i obligasjoner som i første rekke vil ha betydning for statens samlede lånekostnader over tid. Primærhandlerenes innsats i obligasjonsmarkedet vil derfor bli tillagt størst vekt.

Primærhandlerne vil to ganger i året få tilbakemelding om hvordan Norges Bank vurderer deres innsats. Resultatene fra evalueringen blir ikke offentliggjort.

Ordningen har en ramme på inntil 10 millioner kroner. Utbetaling av samlet godtgjørelse vil omtales i årsrapporten for statsgjelden og i Norges Banks beretning og regnskap.

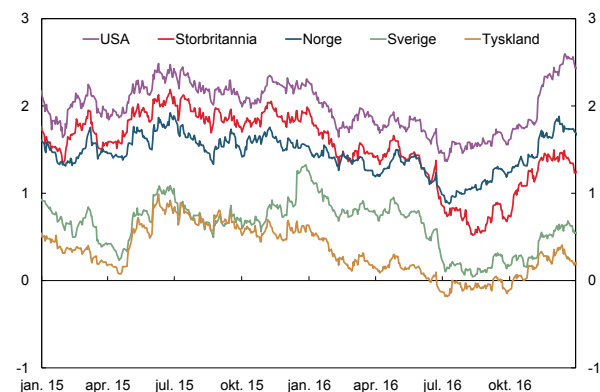
4 OPPLÅNINGEN I 2016

4.1 MARKEDSUTVIKLINGEN

Utviklingen i norske statsrenter blir i stor grad påvirket av den internasjonale renteutviklingen, og særlig av utviklingen i Tyskland og Sverige, se figur 4.1.

De langsiktige statsobligasjonsrentene ute holdt seg på lave nivåer i 2016, men med betydelige svingninger gjennom året. Spesielt de tyske og svenske statsrentene holdt seg svært lave gjennom store deler av 2016. 10-årsrenten i Tyskland falt i midten av juni til under null, og var fram til begynnelsen av oktober negativ. De langsiktige rentene falt i begynnelsen av 2016, men mot slutten av året steg de langsiktige rentene. I fjerde kvartal steg 10-års statsrente i USA med hele 83 basispunkter, mens oppgangen i Norge og Storbritannia var på henholdsvis 46 og 49 basispunkter. I Sverige og Tyskland var oppgangen noe mer beskjeden. Året sett under ett var det kun i Norge og USA det var renteoppgang, på henholdsvis 16 og 13 basispunkter, mens det var rentefall i Sverige og Storbritannia med henholdsvis 71 og 75 basispunkter.

Figur 4.1 10-års statsobligasjonsrenter. Prosent. 2. januar 2015–30. desember 2016



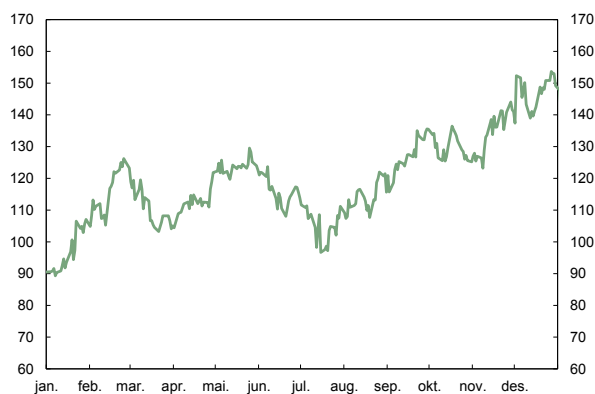
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

De lave langsiktige statsobligasjonsrentene må ses i lys av en svært ekspansiv pengepolitikk i mange land. Styringsrentene var nær null i flere land, og 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 2016. Obligasjonsrentene ble også i stor grad påvirket av forventningene til den amerikanske styringsrenten. I desember 2015 hevet den amerikanske sentralbanken styringsrenten for første

gang siden 2006. Også i desember 2016 ble styringsrenten i USA satt opp. Sentralbanken indikerte flere renteøkninger i 2017.

Rentedifferansen mot Tyskland i tiårssegmentet økte mye gjennom 2016, men utviklingen var noe varierende i første halvår. I andre halvår steg rentedifferansen fra rundt 110 basispunkter til 150 basispunkter. Dermed endte rentedifferansen hele 60 basispunkter over nivået ved inngangen til året, se figur 4.2. Gjennomsnittlig rentedifferanse mot Tyskland i 2016 var 120 basispunkter, med største differanse på 154 basispunkter. I perioden fra 2004 til 2015 var gjennomsnittlig rentedifferanse 64 basispunkter, med største differanse på 145 basispunkter.

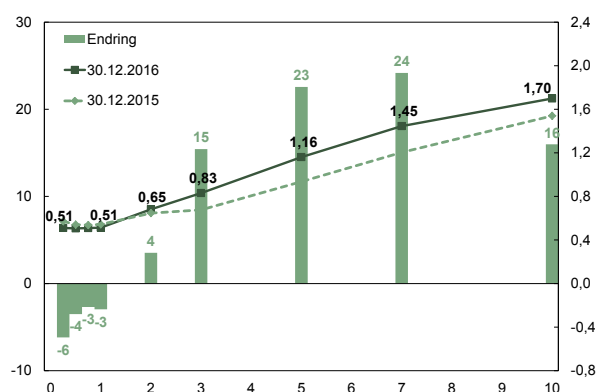
Figur 4.2 Differanse mellom norsk og tysk 10-års statsobligasjonsrente. Basispunkter. 2016



Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

De syntetiske norske statsobligasjonsrentene i 2-10-årssegmentet steg med mellom 4 og 24 basispunkter, se figur 4.3. Det var midtsegmentet på kurven (5 og 7 år) som steg mest og minst oppgang i 2-årssegmentet. Rentene i statskassevekselmarkedet falt med mellom 3 og 6 basispunkter.

Figur 4.3 Norsk syntetisk statsrentekurve ved utgangen av 2015 og 2016. Nivå i prosent (høyre akse). Endring i basispunkter (venstre akse)



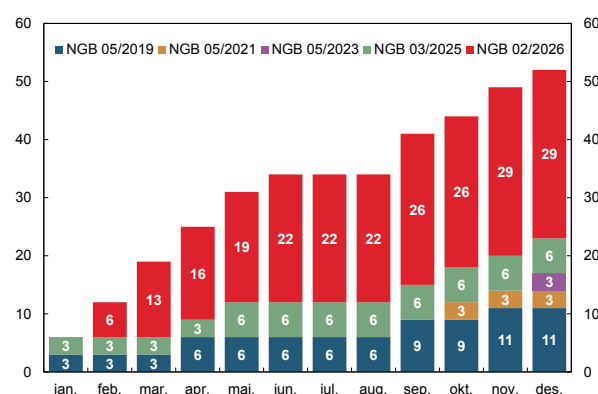
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

4.2 AUKSJONER AV STATSOBLIGASJONER

Det ble emittert statsobligasjoner for 52 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 februar. Det ble holdt relativt hyppige auksjoner med små volum for å redusere risikoen for uventet høye lånekostnader. Som planlagt ble det holdt 17 auksjoner (mot 15 auksjoner i 2015), hvorav 10 auksjoner i første halvår. Det ble samlet emittert for 34 milliarder kroner i første halvår eller 65 prosent av samlet emisjonsvolum i 2016, se figur 4.4. En oversikt over alle auksjonene er gitt i vedleggstabell B.1.

I den publiserte strategien for 2016 ble det planlagt å utstede et nytt 10-årslån i løpet av første kvartal. Det ble samtidig gitt informasjon om at en tok sikte på å bygge opp dette lånet til et utestående volum i markedet på mellom 25 og 30 milliarder kroner i løpet av året. Det nye 10-årslånet (NGB 02/2026) ble første gang utstedt i auksjonen 17. februar. Lånet ble utvidet ved åtte auksjoner slik at utestående beholdning i markedet ved årsslutt var 29 milliarder kroner.

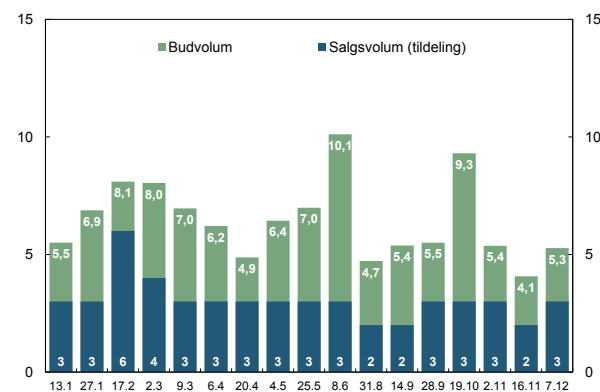
Figur 4.4 Akkumulerte obligasjonsutstedelser fordelt per lån i 2016. Volum til markedet. Milliarder kroner



Kilde: Norges Bank

Samlet budvolum var i underkant av 110 milliarder kroner. Gjennomsnittlig etterspørselsindikator i auksjonene var 2,2. Laveste og høyeste etterspørselsindikator i løpet av året var henholdsvis 1,4 og 3,4. Det var noe svakere enn gjennomsnittet for perioden 2005–2015 på 2,6. Etterspørselsindikatoren for 2016 var lavere enn for alle årene siden 2005.

Figur 4.5 Bud- og salgsvolum for auksjoner av statsobligasjoner i 2016. Milliarder kroner



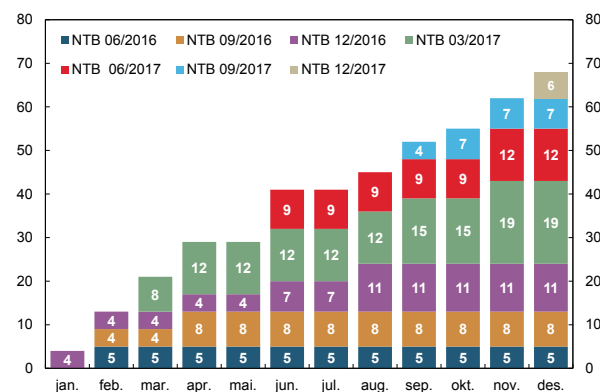
Kilde: Norges Bank

4.3 AUKSJONER AV STATSKASSEVEKSLER

I auksjonene av statskasseveksler ble det emittert for 68 milliarder kroner. Staten tegnet seg i tillegg for 8 milliarder kroner i hvert av de fire nye veksellånene som ble lagt ut.

Det ble holdt 16 auksjoner av veksler. Ny 12-måneders veksler blir utstedt på IMM-datoene. Auksjonene mellom IMM-datoene brukes til å utvide både den nye og de eksisterende veksleene. Ni av de 16 auksjonene ble holdt i første halvår. 60 prosent av lånevolumet ble emittert i første halvår.

Figur 4.6 Akkumulerte utstedelser av veksler fordelt per lån i 2016. Volum til markedet. Milliarder kroner

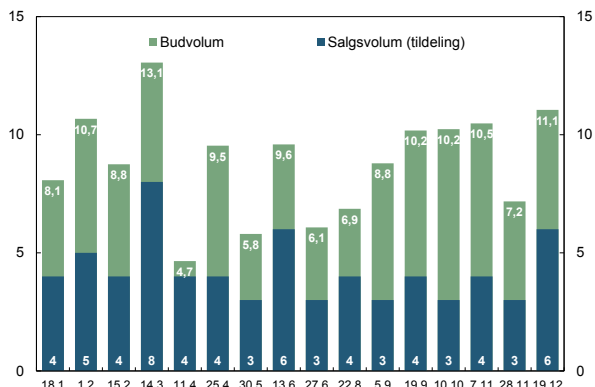


Kilde: Norges Bank

Samlet budvolum fra primærhandlerne i auksjonene var på nesten 141 milliarder kroner. Gjennomsnittlig

etterspørselsindikator for de 16 auksjonene ble 2,2. Laveste og høyeste etterspørselsindikator i løpet av året var henholdsvis 1,2 og 3,4. For perioden 2005–2015 var gjennomsnittlig etterspørselsindikator i underkant av 2,6.

Figur 4.7 Bud- og salgsvolum for auksjoner av statskasseveksler i 2016. Milliarder kroner



Kilde: Norges Bank

Avgjørelsen om tilbakekjøp ble basert blant annet på en intern prisingsmodell og på ulike kryssjekkmodeller.

Tabell 4.1 Tilbakekjøpsauksjoner i 2016. Millioner kroner

Dato	Volum kjøpt tilbake
27.6.2016	2 530
31.8.2016	3 240
28.9.2016	2 550
7.11.2016	6 458

4.4 TILBAKEKJØP AV NGB 05/2017 (NST 472)

Tilbakekjøp av obligasjoner er vanlig som ledd i statsgjeldsforvaltningens markedspleie i mange land. Tilbakekjøp kan også tenkes å bidra til økt etterspørsel etter andre statspapirer som utstedes. Det kan også 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.

Statsobligasjonslån NGB 05/2017 (NST 472) forfaller 19. mai 2017. Det ble åpnet for tilbakekjøp av dette lånet fra juni 2016. Fire tilbakekjøpsauksjoner ble planlagt og avholdt i 2016. Tilbakekjøpene ble gjennomført ved flerprisauksjoner gjennom handelssystemet på Oslo Børs. Utestående i markedet før tilbakekjøpene var 65,7 milliarder kroner. Det ble kjøpt tilbake obligasjoner for nesten 14,8 milliarder kroner, se tabell 4.1. I de fire auksjonene kom det inn bud på til sammen nesten 4 milliarder kroner mer enn det som ble kjøpt tilbake.

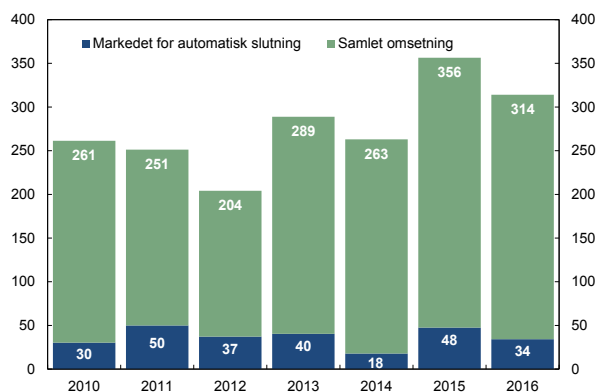
5 ANNENHÅNDSMARKEDET

5.1 OMSETNING RAPPORTERT TIL OSLO BØRS

Norske statspapirer omsettes i markedet for automatisk slutning² på Oslo Børs, direkte mellom aktører («over-the-counter») og på andre organiserte markedsplasser. 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 for å kunne handle i statspapirene. Alle medlemmer av Oslo Børs som handler norske statspapirer, skal rapportere omsetning i annenhåndsmarkedet til Oslo Børs, mens ikke-medlemmer ikke har noen plikt til å rapportere.

Registrert omsetning av statsobligasjoner på Oslo Børs var i 2016 på 314 milliarder kroner, målt etter pålydende verdi. Dette var en reduksjon i forhold til 2015, se figur 5.1. Gjennomsnittlig årlig omsetning i perioden 2005–2016 har vært 281 milliarder kroner. Av omsetningen i 2016 utgjorde markedet for automatisk slutning litt over 11 prosent. Siden 2005 har gjennomsnittlig årlig andel av total omsetning for dette markedet vært på om lag 12 prosent.

Figur 5.1 Statsobligasjoner. Registrert omsetning på Oslo Børs¹. Samlet og i markedet for automatisk slutning. Pålydende verdi. Milliarder kroner. 2010–2016



¹ Uten emisjoner og tilbakekjøpsauksjoner.

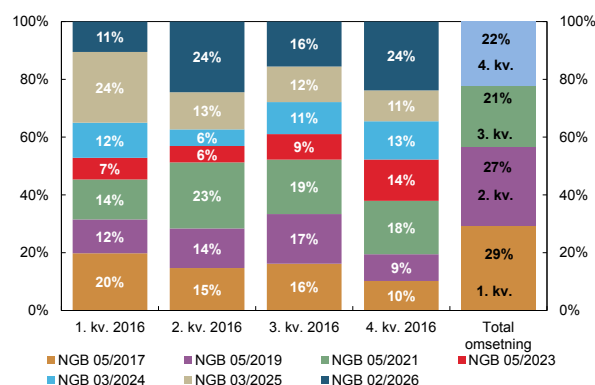
Kilde: Oslo Børs

I første og andre kvartal 2016 utgjorde omsetning i statsobligasjoner henholdsvis 29 prosent og 27 prosent av samlet årsomsetning. Det er normalt noe høyere omsetning i første halvår. Det var høyest

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.

omsetning i NGB 05/2021 og NGB 02/2026 med 18 prosent av total omsetning hver. Disse to obligasjonene utgjorde 5- og 10-årspunktet på den norske rentekurven i 2016.

Figur 5.2 Statsobligasjoner. Registrert omsetning på Oslo Børs fordelt på de enkelte obligasjonslånene og per kvartal¹. Pålydende verdi. Prosent. 2016

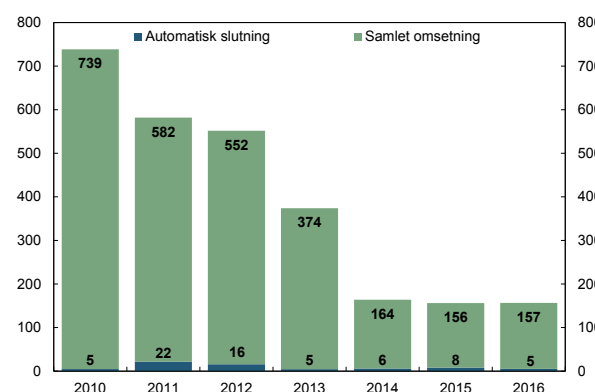


¹ Uten emisjoner og tilbakekjøpsauksjoner.

Kilde: Oslo Børs

For statskasseveksler var den registrerte omsetningen i 2016 på i underkant av 157 milliarder kroner. Gjennomsnittlig omsetning siden 2010 har vært 389 milliarder kroner, men for perioden 2010–2014 er omsetningstallene svært høye på grunn av bytteordningen³.

Figur 5.3 Statskasseveksler. Registrert omsetning på Oslo Børs¹. Samlet og i markedet for automatisk slutning. Pålydende verdi. Milliarder kroner. 2010–2016



¹ Uten emisjoner.

Kilde: Oslo Børs

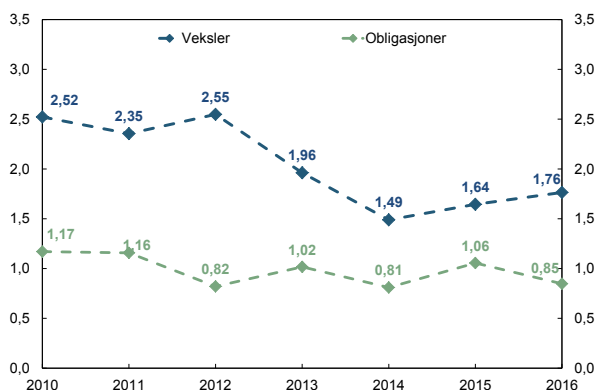
³ Tiltak som ble iverksatt fra staten i forbindelse med finanskrisen i 2008–2009.

Omsetningshastighet er en indikator som ofte benyttes for å si noe om likviditeten i annenhåndsmarkedet. Den er definert som summen av total omsetning i løpet av ett år delt på gjennomsnittlig utestående volum i løpet av året. En høyere tallverdi på omsetningshastigheten indikerer høyere aktivitet i annenhåndsmarkedet, noe som kan bety et mer likvid marked.

Omsetningshastigheten for obligasjoner har falt noe fra 2015 til 2016. Dette må sees i sammenheng med at det siden 2011 generelt har vært høyere omsetningshastighet i år hvor en obligasjon forfaller. I 2015 forfalt et stort lån (NGB 05/2015, NST 471). I perioden 2010–2016 sett under ett har omsetningshastigheten falt noe. Dette indikerer at likviditeten i statsobligasjonsmarkedet kan ha blitt dårligere. Dette sammenfaller også med utviklingen i andre land. For mer om likviditet, se ramme 3.

Siden siste forfall i bytteordningen i 2014, har omsetningshastigheten for statskasseveksler steget noe. Det høye nivået i perioden 2010–2012 må tilskrives bytteordningen.

Figur 5.4 Omsetningshastighet for statsobligasjoner og statskasseveksler¹. 2010–2016



¹ Omsetning i pålydende verdi og uten emisjoner og tilbakekjøpsauksjoner.

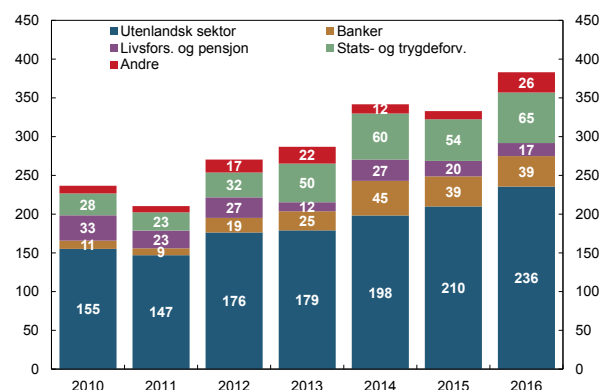
Kilder: Oslo Børs og Norges Bank

5.2 INVESTORER I NORSKE STATSPAPIRER

Rapporter fra Verdipapirsentralen gir informasjon om investordelingen i norske statspapiere. Ved utgangen av 2016 eide utenlandske investorer 236 milliarder kroner i norske statsobligasjoner. Dette utgjorde 61 prosent av utestående beholdning. Sammenlignet med inngangen av desember 2015 økte utenlandske investorer sin beholdning av statsobligasjoner med 26 milliarder kroner, men reduserte sin andel av utestående volum med 2 prosentenheter. Figur 5.5 viser at siden 2011 har utenlandsk sektor økt sin beholdning fra 147 milliarder kroner til 236 milliarder kroner.

Siden 2014 har livsforsikringsselskaper og pensjonskasser redusert sin beholdning av statsobligasjoner. Det fallende rentenivået kan ha ført til at statsobligasjoner ikke har vært like attraktive investeringsobjekter. Fra 2010–2014 økte norske banker sin beholdning av statsobligasjoner, men fra og med 2015 har denne ligget stabilt på 39 milliarder kroner, eller 10 prosent av utestående volum.

Figur 5.5 Eierfordeling statsobligasjoner. Milliarder kroner. Ved inngangen til desember 2010–2015. Per 26. desember 2016



Kilde: Verdipapirsentralen

Et nytt 10-årslån (NGB 02/2026) ble utstedt i februar og utvidet gjennom året slik at utestående ved årsslutt var 29 milliarder kroner i markedet og 8 milliarder kroner i statens egenbeholdning. Utenlandsk sektor økte sin beholdning av NGB 02/2026 jevnt fra utstedelsestidspunktet og til utgangen av året. Ved utgangen av året eide utenlandske investorer klart mest av NGB 02/2026 med 19 milliarder kroner. Stats- og trygdeforvaltningen eide om lag 12 milliarder kroner (inklusive statens egenbeholdning), mens norske banker eide 4 milliarder kroner.

I løpet av 2016 avholdt Norges Bank fire tilbakekjøpsauksjoner der det ble kjøpt tilbake om lag 15 milliarder kroner av NGB 05/2017 som forfaller i mai 2017. Det var i hovedsak utenlandsk sektor og norske banker som reduserte sine beholdninger av denne obligasjonen.

Tabell 5.1 Endringer fra utgangen av 2015 til utgangen av 2016 for enkelte sektorer. Milliarder kroner.

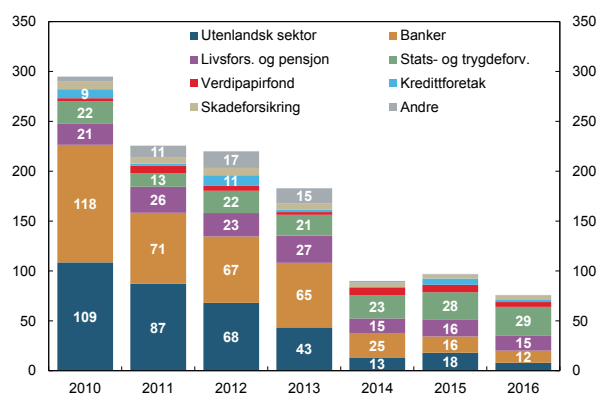
Obligasjonslån	Utenlandsk sektor	Innenlandske sektorer					
		Banker	Livsfors. og pensjon	Stats- og trygdeforv.	Verdipapirforetak	Kredittforetak	Skadefors.
NGB 05/2017	-9,01	-6,87	-0,84	1,34	-0,65	1,36	-0,09
NGB 05/2019	8,63	-3,15	-1,52	-1,11	-0,13	8,18	0,08
NGB 05/2021	-0,35	1,12	0,00	-0,79	0,12	3,00	0,10
NGB 05/2023	3,12	0,28	0,01	0,04	-0,06	0,00	-0,30
NGB 03/2024	-2,46	2,00	0,41	-0,58	0,33	0,30	-0,14
NGB 03/2025	5,54	0,09	-0,10	0,29	0,77	0,00	-0,59
NGB 02/2026 ¹	18,59	4,13	1,59	11,64	0,70	0,00	0,35
Samlet endring	24,05	-2,40	-0,45	10,83	1,07	12,84	-0,58

¹ NGB 02/2026 ble introdusert i februar 2016

Kilde: Verdipapirsentralen

Fra inngangen av desember 2015 til utgangen av 2016 ble utestående i statskassevekselmarkedet redusert fra 97 milliarder kroner til 76 milliarder kroner inkludert statens egenbeholdning. Dette ble gjort på grunn av lavere etterspørsel etter statskasseveksler samtidig som statens kontantbeholdning var høy. I samme periode reduserte utenlandsk sektor sin vekselsbeholdning mest, med 10 milliarder kroner. Deretter følger norske banker og kredittforetak som reduserte sine beholdninger av veksler med henholdsvis 4,2 og 4,1 milliarder kroner. Ved utgangen av 2016 var det stats- og trygdeforvaltningen⁴ som hadde størst andel av utestående i statskassevekselmarkedet med 38 prosent, etterfulgt av livsforsikringselskaper og pensjonskasser som eide 20 prosent av utestående volum.

Figur 5.6 Eierfordeling statskasseveksler. Milliarder kroner. Ved inngangen til desember 2010–2015. Per 26. desember 2016



Kilde: Verdipapirsentralen

5.3 RAPPORTERING AV HANDLER I ANNENHÅNDSMARKEDET

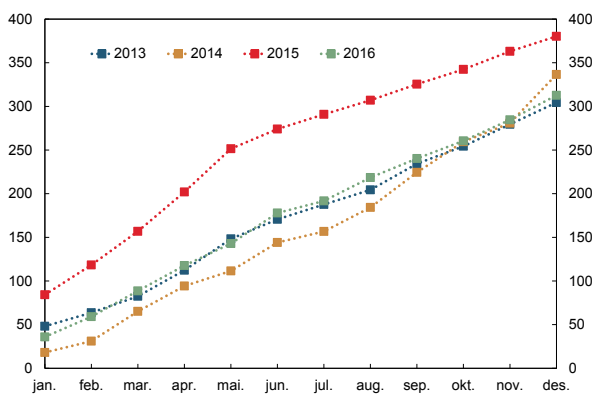
Primærhandlerne rapporterer hver måned kjøp og salg av statspapirene til Norges Bank⁵. All omsetning skal rapporteres slik at det kommer fram hvilken region motparten tilhører og hva slags investor motparten er. Det er kun handler i annenhåndsmarkedet som er rapporteringspliktig. Gjengkjøpsavtaler skal 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. Fordelingen 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 5.7 viser hvordan den rapporterte omsetningen for statsobligasjoner fordeler seg på de enkelte månedene i årene 2013–2016. I 2016 var rapportert omsetning (kjøp og salg) fra primærhandlerne nesten 313 milliarder kroner, eller 82 prosent av rapportert omsetning i 2015.

4 Merk at stats- og trygdeforvaltningen inkluderer statens egenbeholdning.

5 Rapporteringen bygger på EUs «Harmonized reporting format» som er utarbeidet i samarbeid mellom de ulike statsgjeldskontorene i euroområdet og European Primary Dealers Association (EPDA). I Norge begynte rapporteringen i 2013.

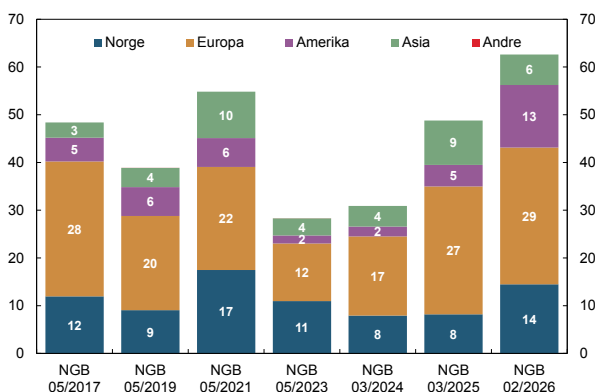
Figur 5.7 Statsobligasjoner. Akkumulert omsetning (kjøp og salg) fordelt per måned. Milliarder kroner



Kilde: Norges Bank

Primærhandlerne rapporterte at det i 2016 ble omsatt obligasjoner for litt over 80 milliarder kroner til motpart i Norge, det vil si om lag 26 prosent av samlet rapportert omsetning. I forhold til 2015 var dette en reduksjon på rundt 12,5 milliarder kroner. Europa er regionen med den største andelen av omsetningen med 49 prosent i 2016 (ned fra 57 prosent i 2015). Amerika (både Sør-, Mellom- og Nord-Amerika) stod for 12 prosent av omsetningen i fjor, mens andelen til Asia utgjorde 13 prosent. Amerika og Asia økte dermed sin andel av omsetningen i forhold til 2015 med rundt 3 prosentenheter.

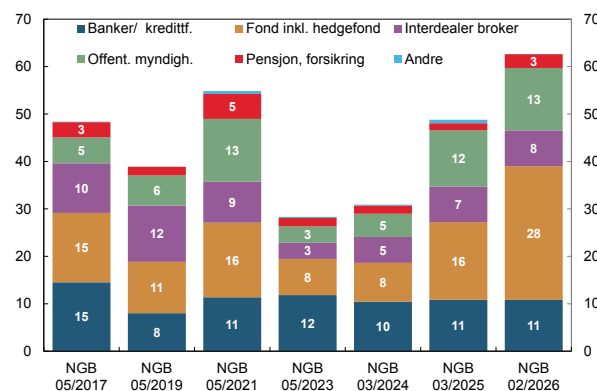
Figur 5.8 Statsobligasjoner. Omsetning i annenhåndsmarkedet rapportert av primærhandlerne fordelt på utestående lån og regioner. 2016. Milliarder kroner



Kilde: Norges Bank

Banker og kredittforetak var de største motpartene i både 2014 og 2015, men i 2016 ble fond inkludert hedgefond den største motparten til primærhandlerne, se figur 5.9. Samlet omsetning mot fond inkludert hedgefond var på nesten 102 milliarder kroner i 2016, mens banker og kredittforetak hadde en omsetning på 78 milliarder kroner. Pensjons- og forsikrings-selskaper fortsatte med å ha stadig mindre omsetning mot primærhandlerne, spesielt for de lengste statsobligasjonene.

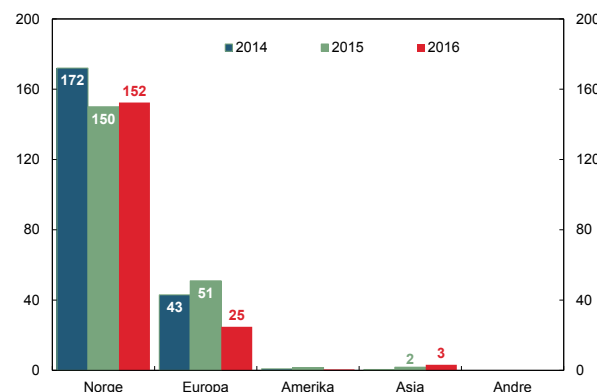
Figur 5.9 Statsobligasjoner. Omsetning i annenhåndsmarkedet rapportert av primærhandlerne fordelt på utestående lån og motparter. 2016. Milliarder kroner



Kilde: Norges Bank

Samlet omsetning av statskasseveksler i 2016 var på nesten 181 milliarder kroner, ned fra litt under 205 milliarder kroner i 2015 og 216 milliarder kroner i 2014. Det er betydelig mindre omsetning av veksler enn av obligasjoner mot andre regioner enn Norge, se figur 5.10. Det kan forklares med at utenlandske investorer har færre forpliktelser som krever beholdninger av svært likvide midler i norske kroner.

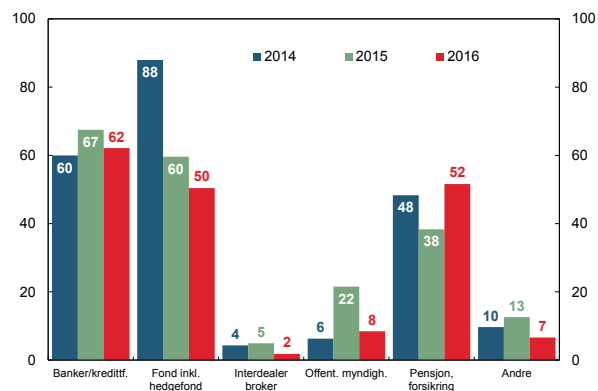
Figur 5.10 Statskasseveksler. Omsetning i annenhåndsmarkedet fordelt på regioner. 2014–2016. Milliarder kroner



Kilde: Norges Bank

I 2016 var det tre store typer av investorer i vekslermarkedet; banker og kredittforetak, fond inkludert hedgefond og pensjons- og forsikrings-selskaper. Omsetningen mot disse tre motpartene utgjorde 164 milliarder kroner, noe som utgjorde 91 prosent av samlet omsetning. Pensjons- og forsikrings-selskaper var i 2016 en betydelig større motpart for primærhandlerne enn i 2015.

Figur 5.11 Statskasseveksler. Omsetning i annenhåndsmarkedet fordelt på motparter. 2014–2016. Milliarder kroner

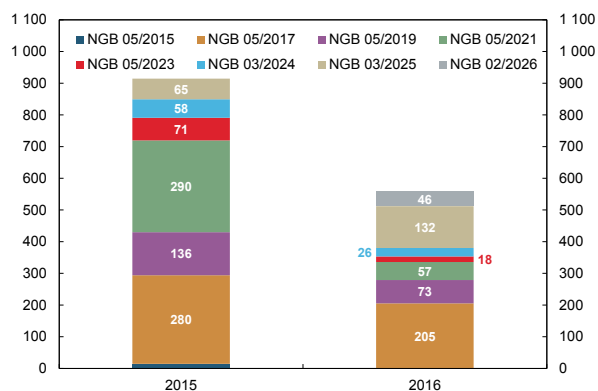


Kilde: Norges Bank

5.4 BRUK AV GJENKJØPSAVTALER

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

Figur 5.12 Akkumulerte utlån av statsobligasjoner fordelt på de enkelte utestående lånene. 2015 og 2016. Milliarder kroner

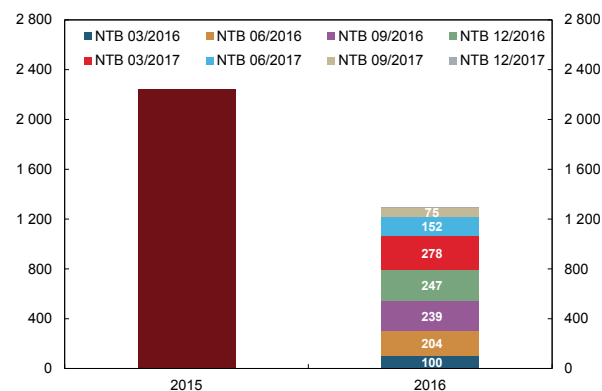


Kilde: Norges Bank

Utlån av statsobligasjoner fra statens egenbeholdning summerte seg over hele 2016 til 558 milliarder kroner, en nedgang på over 356 milliarder kroner fra 2015. I 2016 lånte primærhandlerne mest av NGB 05/2017 og NGB 03/2025 med til sammen 61 prosent av samlet utlån av obligasjoner. Det nye 10-årslånet NGB 02/2026 stod for 8 prosent av samlet utlån av obligasjoner. Lavere samlet utlån av statsobligasjoner i 2016 enn i 2015 må ses i sammenheng med lavere omsetning av statsobligasjoner i annenhåndsmarkedet.

Utlån av statskasseveksler fra statens egenbeholdning summerte seg over 2016 til 1 294 milliarder kroner, en reduksjon fra 2015 på nesten 950 milliarder kroner. I likhet med obligasjoner, var det lavere omsetning også av veksler i annenhåndsmarkedet. Som i 2015 var det også i 2016 størst utnyttelse av låneadgangen i de til enhver tid korteste vekslene. Dette henger trolig sammen med at de korteste vekslene de siste årene har blitt et viktig plasseringsinstrument for kortsiktig likviditet, blant annet for banker, ulike fond og livsforsikringsselskaper og pensjonskasser.

Figur 5.13 Akkumulerte utlån av statskasseveksler. Samlet volum i 2015 og fordelt på de enkelte utestående lånene i 2016. Milliarder kroner



Kilde: Norges Bank

RAMME 3: INDIKATORER FOR LIKVIDITETEN I STATSOBLIGASJONSMARKEDET

Et likvid marked blir ofte beskrevet som en markeds plass der en innenfor et kort tidsrom kan kjøpe eller selge aktiva uten store omkostninger. Likvide markeder bidrar til effektiv omfordeling av risiko og kapital. Tilstrekkelig likviditet er dermed et premiss for et velfungerende verdipapirmarked. Svak likviditet i et marked kan resultere i at investorene krever en likviditetspremie. Det innebærer i så fall at lånekostnadene alt annet likt blir høyere enn om likviditeten var god.

Likviditetspremier er ikke direkte observerbare. Det er heller ikke slik at et marked enten er likvid eller illikvid. Det er mer naturlig å drøfte graden av likviditet. Likviditeten i markedet vil kunne variere mye. Likviditeten svekkes gjerne i økonomiske nedgangstider eller i perioder med markedsuro.

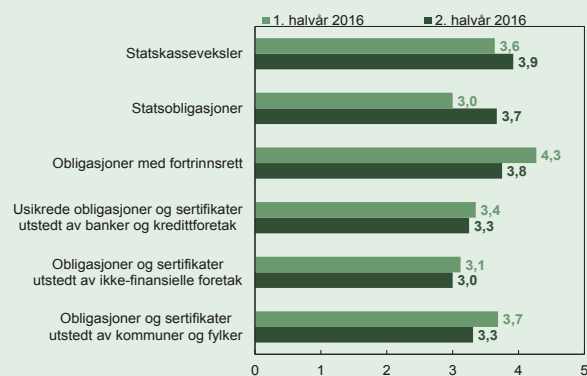
For å vurdere likviditeten trenger vi derfor noen indikatorer som på ulike vis kan gi et bilde av hvordan markedslikviditeten utvikler seg. Høsten 2016 satte Norges Bank i gang en halvårlig spørreundersøkelse om markedslikviditeten i de ulike delene av det norske sertifikat- (inkludert statskasseveksler) og obligasjonsmarkedet. Spørsmålene ble stilt til et utvalg institusjonelle investorer og rentemeglerne på Oslo Børs. Undersøkelsen gir oss innblikk i hvordan likviditeten i de ulike markedene oppfattes, herunder markedene for statsobligasjoner og statskasseveksler, og hvordan utviklingen har vært siden forrige halvår. Undersøkelsen ble omtalt i egen ramme i rapporten Finansiell Stabilitet 2016. Markedslikviditet ble definert som muligheten til å gjøre handler i et papir relativt raskt uten at det skaper vesentlige bevegelser i prisene. I første halvår ble markedslikviditeten i statsobligasjoner karakterisert som «middels» – det vil si karakter 3 på en skal fra 1 til 5. Statskasseveksler kom litt bedre ut og fikk karakter 3,6. I oppfølgingsundersøkelsen for annet halvår 2016, som ble gjennomført i januar 2017, fikk veksler- og statsobligasjonsmarkedet henholdsvis karakter 3,7 og 3,9, noe som var på linje med vurderingen av OMF-markedet, se figur 1.

Undersøkelsene viste at likviditeten i det norske statsobligasjonsmarkedet ble oppfattet som «middels» og litt svakere enn for obligasjoner med fortrinnsrett i første halvår. I annet halvår ble likviditeten i statspapirmarkedet og OMF-markedet vurdert som om lag like god. I denne rammen vil vi se på mer kvantitative mål på likviditeten i statsobligasjonsmarkedet.

Likviditet i et verdipapirmarked er ikke et entydig begrep. Det er vanlig å drøfte ulike dimensjoner av likviditet.¹ Dybdelikviditeten i markedet er ofte en betegnelse på muligheten for å handle store volumer uten at det slår vesentlig ut i kursen på obligasjonen. Denne dimensjonen er naturlig nok viktig for investorer som handler store volumer. Dybdelikviditet kan være av noe mindre betydning for institusjonelle investorer som kan porsjonere ut handler og dermed bruke mer tid på sine porteføljetilpasninger, enn for mer kortsiktige investorer som er mer opptatt av å kunne gjøre store tilpasninger raskt.

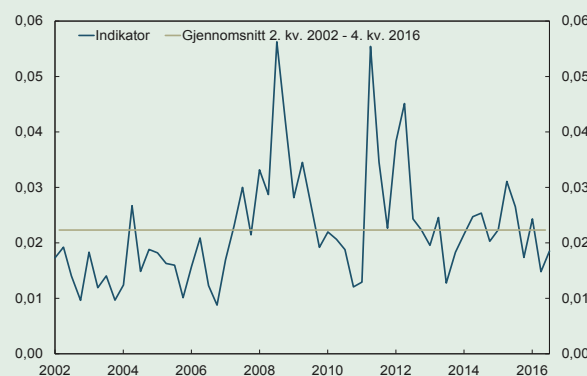
Figur 2a viser utviklingen i en ofte brukt indikator for dybden i markedet – Amihuds illikviditetsindikator.² Den gir uttrykk for daglige prisendringer i forhold til daglig handlet volum. Den indikerer altså

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



Kilde: Norges Bank

Figur 2a Utvikling i Amihud-illikviditetsindikator. Samlet for alle norske statsobligasjoner. 2. kvartal 2002–4. kvartal 2016



Kilder: Oslo Børs, Thomson Reuters og Norges Bank

1 Se for eksempel Hein (2003), Evjen m.fl. (2017), Valseth (2017) og Ødegaard (2017).

2 Se teknisk forklaring under, og Amihud (2002).

hvor store utslagene i prisene på obligasjonene blir ved handel. Jo mer prisen på en obligasjon endrer seg for et gitt nivå på omsetningen, desto mindre likvid regnes markedet å være. Høyere verdi på denne indikatoren indikerer dermed svakere likviditet. Figuren viser utviklingen for et gjennomsnitt av alle norske obligasjoner.

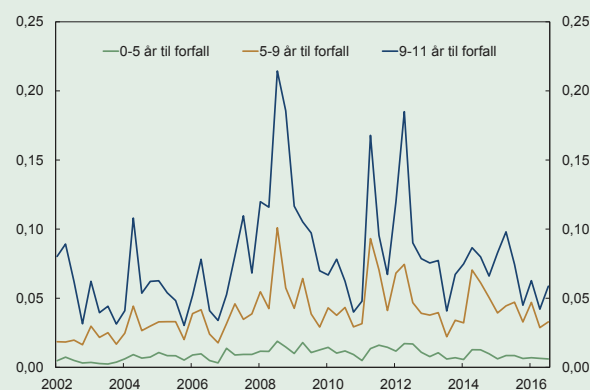
I figur 2b er Amihuds illikviditetsindikator beregnet for tre ulike løpetidssegmenter. Indikatorene antyder at handler i obligasjoner med løpetider opp til 5 år skaper mindre bevegelser i prisene enn i segmentet 5–9 år. Prisutslagene ved handel er høyest i det lengste segmentet, det vil si for obligasjoner med løpetider mellom 9–11 år. Mønsteret over tid er noenlunde likt for obligasjonene med 5–9 år til forfall og de med 9–11 år til forfall.

For en investor er det viktig at en obligasjon kan kjøpes og selges innenfor en kort periode uten at det koster for mye. Denne dimensjonen av likviditet kalles breddelikviditet. Et vanlig uttrykk for breddelikviditeten er forskjellen mellom kjøps- og salgskurs på et gitt tidspunkt – ofte omtalt som den relative «bid/ask-spreaden», se teknisk forklaring under. Denne kursforskjellen gir altså uttrykk for transaksjonsomkostningene ved handel i obligasjonene. Figur 3a viser utviklingen i denne indikatoren for norske statsobligasjoner samlet sett, mens figur 3b viser utviklingen for ulike løpetidssegmenter. Relativ spread har vært høyest og variert mest for obligasjonene i det lengste løpetidssegmentet.

Samlet sett gir disse indikatorene inntrykk av at likviditeten ble forverret under finanskrisen og senere under perioden med «statsgjeldskrise» i flere europeiske land i 2010–2012. Det var perioder hvor likviditeten ble svekket i mange markeder både i Norge og andre land. Etterspørselen etter norske statsobligasjoner var likevel god i disse periodene. Likviditeten ser ut til å ha vært litt bedre etter den perioden. Indikatorene kan likevel tyde på at likviditeten er noe svakere enn før krisen. I store trekk ser likviditeten i det norske statsobligasjonsmarkedet ut til å ha fulgt utviklingen internasjonalt.³

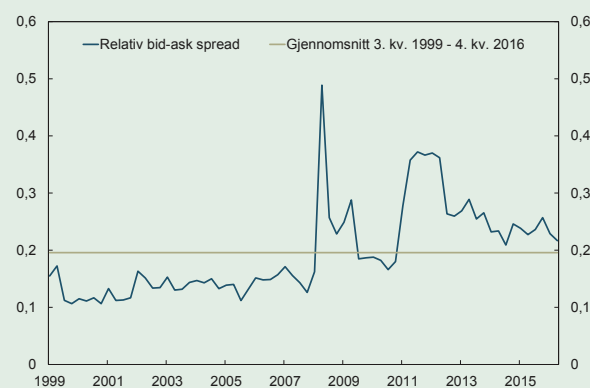
Det kan være flere årsaker til at likviditeten ikke er kommet tilbake til nivåene før finanskrisen. På spørsmål om hva som har hatt størst påvirkning på likviditeten de seneste fem årene, er bankregulering den faktoren som oftest blir nevnt i Norges Banks spørreundersøkelse høsten 2016. Mange mener at ny bankregulering har svekket bankenes evne til å

Figur 2b Utvikling i Amihud-illikviditetsindikator. Ulike løpetidssegmenter. 2. kvartal 2002–4. kvartal 2016



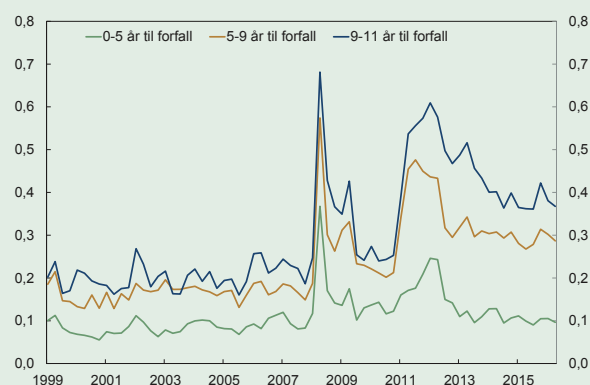
Kilder: Oslo Børs, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 3a. Relativ bid/ask-spread. Gjennomsnitt for alle norske statsobligasjoner. 3. kvartal 1999–4. kvartal 2016



Kilder: Oslo Børs, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 3b. Relativ bid/ask-spread. Ulike løpetidssegmenter. 3. kvartal 1999–4. kvartal 2016



Kilder: Oslo Børs, Thomson Reuters og Norges Bank

³ Se for eksempel CGFS (2016) og Bonthron et al. (2016) for diskusjon av trender internasjonalt.

bære risiko og opptre som mellommenn. Dette har også vært et tema internasjonalt. Samtidig har ny bankregulering gjort bankene mer solide og likvide, og antakelig i bedre stand til å tilby likviditet i perioder med uro. En annen mulig forklaring er at bankene har revurdert forholdet mellom risiko og avkastning siden krisen og har oppjustert likviditetspremiene som følge av dette (CFGs (2016)).

For statsgjeldsforvaltningen er det et mål å låne til lavest mulige kostnader. Derfor ønsker statsgjeldsforvaltningen å bidra til best mulig likviditet i statspapirmarkedet innenfor de rammene som følger av statsbudsjettet og mandatet. Gjennom ulike tiltak kan statsgjeldsforvaltningen til en viss grad påvirke likviditeten. Likviditeten kan for eksempel bli påvirket av størrelsen på de enkelte lånene, valg av løpetider på lånene, markeds plass, grad av åpenhet og forutsigbarhet samt primærhandlernes innsats i annenhåndsmarkedet. I utformingen av rammeverket for statsgjeldsforvaltningen tas det hensyn til hvordan de ulike elementene kan tenkes å påvirke likviditeten i markedet.

Tekniske forklaringer

Amihud-indikatoren

Indikatoren er ment å gi uttrykk for hvordan handlet volum påvirker prisene i markedet. Mer presist måler den daglige prisendringer i forhold til daglig handlet volum. Indikatoren (Amihud) er definert som:

$$Amihud_{iT} = 10^9 \left[\frac{1}{D_{iT}} \sum_{t=1}^T \frac{|R_{it}|}{VOL_{it}} \right]$$

Hvor D_{iT} er antall dager med data for verdipapir i i en gitt tidsperiode T . R_{it} er avkastning på verdipapir i på dag t i perioden T og er definert som forskjellen i midtkurs, P_t^m , fra dag til dag, eller $R_{it} = \frac{P_t^m - P_{t-1}^m}{P_{t-1}^m}$. VOL_{it} er daglig volum handlet i verdipapir i på dag t .

I beregningen av Amihud er det brukt daglige data for å regne ut kvartalsvis gjennomsnitt for hvert enkelt papir. Vi finner så uvektet gjennomsnitt for alle utestående statsobligasjoner i det aktuelle kvartalet for å få en verdi for hele markedet. Jo høyere Amihud, desto større blir prisbevegelsen per milliard kroner som omsettes. En mer positiv verdi indikerer dermed et mindre likvid marked – derfor betegnes indikatoren ofte som en illikviditetsindikator. Det gir lite informasjon å tolke nivået på indikatoren direkte, derfor er det mer vanlig å vektlegge utviklingen over tid.

Relativ bid/ask-spread

Relativ bid/ask-spread er definert som:

$$Relativ\ spread_t = \frac{p_t^s - p_t^k}{p_t^m} \times 100$$

der p_t^s og p_t^k er henholdsvis beste salgs- («ask») og kjøpskurs («bid») på tidspunkt t , og der midtkursen, p_t^m , er gjennomsnittet av p_t^s og p_t^k .

I beregningen av relativ spread har vi brukt daglige kursdata fra Oslo Børs for perioden september 1999 til desember 2016. Salgs- og kjøpskursene er da de beste kursene på Oslo Børs ved dagens slutt. Etter å ha regnet ut en daglig spread for hver statsobligasjon, finner vi et daglig gjennomsnitt for alle statsobligasjoner og regner ut gjennomsnitt for alle statsobligasjoner i kvartalet. Vi får da uvektet gjennomsnittlig relativ bid/ask-spread for alle statsobligasjoner. Relativ bid/ask-spread kan tolkes som kostnaden ved å gjennomføre en handel i prosent av midtkursen.

Referanser

Amihud, Yakov (2002): *Illiquidity and stock returns: Cross section and time-series effects*, *Journal of Financial Markets*, 5: 31–56.

Bonthron, Fredrik, Tor Johansson og Jenny Mannent (2016): «Market liquidity on the Swedish bond market and its importance for financial stability», *Economic Commentaries No 3*, mai 2016, Sveriges Riksbank.

CGFS (2016): «Fixed income market liquidity», *CFGFS Papers No 55*, januar 2016, Committee on the Global Financial system.

Evjen, Snorre, Marte Grønvold og Karianne Gundersen (2017): «Likviditeten i det norske statsobligasjonsmarkedet», *Norges Bank Staff Memo 1/2017*.

Hein, Jesper (2003): «Likviditet og knapphet i det norske statsobligasjonsmarkedet», *Penger og Kreditt 2/03*, Norges Bank.

Norges Bank (2016): «Finansiell Stabilitet 2016», side 41–42.

Valseth, Siri (2017): «Likviditeten i det norske statsobligasjonsmarkedet», *Samfunnsøkonomen 1/2017*.

Ødegaard, Bernt Arne (2017): «Bond Liquidity at the Oslo Stock Exchange», kommer som *Norges Bank Staff Memo*.

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, se ramme 4. 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 oljekorrigerede 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 ulike metoder. Det er viktig å presisere at de ulike målene ikke kan brukes til å avgjøre om en gjeldsstrategi er billigere enn en annen. I dette avsnittet er statens egenbeholdning og bytteordningen holdt utenfor i beregningene.

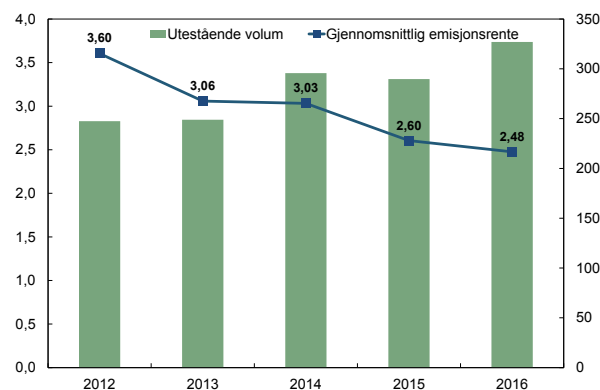
6.1.1 Gjennomsnittlig emisjonsrente

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

Ved utgangen av 2016 var utestående volum av obligasjoner om lag 330 milliarder kroner (ekskl. statens egenbeholdning) med en gjennomsnittlig emisjonsrente på 2,48 prosent. Det er en nedgang på 0,13 prosentenheter siden utgangen av 2015. I samme periode er løpetiden redusert med 0,35 år, se figurene

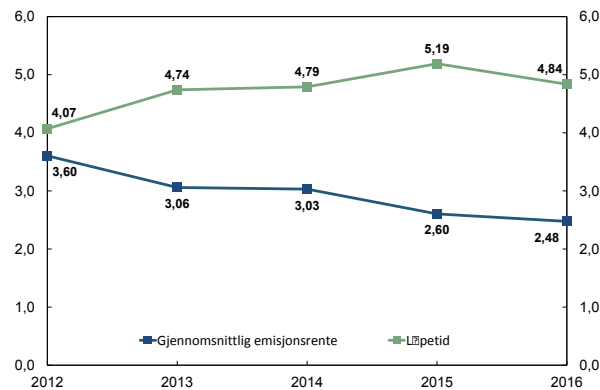
6.1 og 6.2. Gjennomsnittlig emisjonsrente er siden 2012 redusert med 1,13 prosentenheter.

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 2016 var gjennomsnittlig volum- og løpetidsveid tildelingsrente på 1,29 prosent for de statsobligasjonene som ble auksjonert det året, mot 1,42 prosent i 2015 (figur 6.3). Dette er den laveste årlige tildelingsrenten som er oppnådd. Dette må ses i sammenheng med det lave rentenivået i statsmarkedet både i Norge og en rekke europeiske land. I tillegg kan nedgangen fra 2015 til 2016 forklares med en viss reduksjon i gjennomsnittlig år til forfall for emitterte lån. Lånene som ble auksjonert i 2016 hadde en gjennomsnittlig gjestående løpetid på 7 ½ år, en nedgang på 0,4 år fra 2015.

RAMME 4: BEGREPET «LAVEST MULIGE KOSTNADER»

Målsettingen for forvaltningen av statsgjelden er å dekke statens lånebehov til lavest mulige kostnader gitt visse rammebetingelser. Kostnadsbegrepet i mandatet er rentekostnadene på statsgjelden. Måloppnåelsen må vurderes over tid. En lånestrategi som minimerer kostnadene det kommende året, vil ikke nødvendigvis føre til lav kostnad de påfølgende årene.

Hva gjør vi for å låne til lavest mulige kostnader?

Innenfor mandatets rammer har Norges Bank stort handlingsrom i utformingen av lånestrategien og rammeverket for øvrig. Alle valg vi tar, skal i utgangspunktet bidra til lavest mulige lånekostnader. Våre valg er basert på lang erfaring med forvaltning av statsgjeld og på internasjonale erfaringer og anbefalinger. Vår ambisjon er å forvalte gjelden og rapportere resultatene i tråd med beste internasjonale praksis.

I utformingen av lånestrategien søker vi å minimere lånekostnadene over tid. Valg av gjennomsnittlig rentebindingstid er en viktig del av strategien. Historisk har det vært billigere å låne kortsiktig fremfor langsiktig fordi terminpremiene stort sett har vært positive. For å redusere rentebindingen på statsgjelden kan staten låne mer kortsiktig eller bruke rentebytteavtaler. Rentebytteavtaler gir staten mulighet til å etablere en avkastningskurve opp til 10 år og samtidig styre rentebindingen. De seneste par årene har imidlertid terminpremiene trolig vært svært lave og nær null. Besparelsen ved å låne mer kortsiktig har derfor vært mindre enn tidligere. Vi har ikke inngått nye rentebytteavtaler det siste to årene og rentebindingstiden har økt noe. Med økt rentebindingstid vil det ta lengre tid før eventuelt økte markedsrenter slår ut i våre lånekostnader. Lånestrategien er nærmere omtalt i kapittel 2.

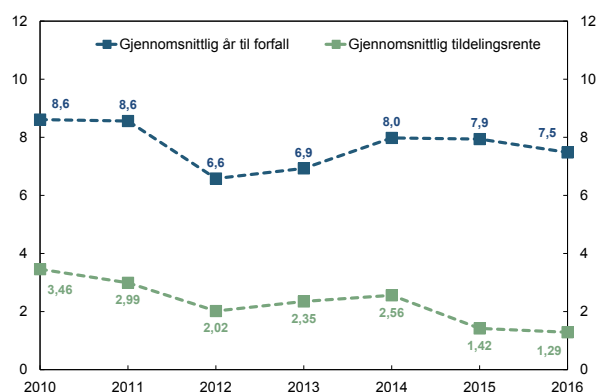
Det er mange elementer i vårt rammeverk som påvirker lånekostnadene over tid, blant annet valg av auksjonsform, organisering av annenhåndsmarkedet, grad av åpenhet og forutsigbarhet, arbeid med investorrelasjoner og ulike former for markedspleie. Noen aktiviteter er rettet mot et mer effektivt førstehåndsmarked, mens andre har som mål å bedre likviditeten i annenhåndsmarkedet. Bedre likviditet vil redusere likviditetspremien i norske statsobligasjonsrenter og dermed bidra til lavere lånekostnader.

Hvordan måler vi kostnader?

Det er ikke mulig å måle eksakt om vi låner til lavest mulige kostnader. Denne erkjennelsen har også lånekontor i andre land kommet til. Med bruk av flere målemetoder kan kostnadene likevel belyses fra ulike sider. Vi benytter både fremoverskuende og bakoverskuende målemetoder. Litt forenklet er det slik at når vi utformer lånestrategien, beregner vi kostnadene ved alternative strategier (som har forskjellige løpetider) for ulike rentescenarioer. Deretter velger vi den strategien som samlet sett antas å gi lavest rentekostnader over flere år.

Vi har flere indikatorer som måler hva kostnadene faktisk har blitt. Vår praksis er i stor grad lik det vi ser i andre land som anses å ligge langt fremme innen statsgjeldsforvaltning. Noen indikatorer måler gjennomsnittlige emisjonsrenter og regnskapsmessige kostnader, mens andre måler auksjonsresultatene mot aktuelle markedsrenter. Disse indikatorene er vist i kapittel 6.

Figur 6.3 Statsobligasjoner. Volum- og løpetidsveid gjennomsnitt av tildelingsrentene i auksjonene hvert enkelt år. Gjennomsnittlig år til forfall for emitterte lån på auksjonstidspunktet. 2010–2016



Kilde: Norges Bank

Tabell 6.1 gir en detaljert oversikt over auksjonene av statsobligasjoner i 2016 med tilhørende tildelingsrenter og avvik mot midtrenten i rentebyttemarkedet

(swap). Tildelingsrentene har i gjennomsnitt (volum- og løpetidsveid) vært 22 basispunkter lavere enn midtrenten i rentebyttemarkedet med samme gjenstående løpetid. Til sammenligning var gjennomsnittlig differanse i 2015 på -37 basispunkter, mens gjennomsnittet for perioden 2010–2015 var -67 basispunkter. Gjennomsnittlig differanse i 2016 mellom 5- og 10-års syntetisk statsobligasjonsrente og tilsvarende rente i rentebyttemarkedet var henholdsvis -37 og -28 basispunkter. Det har de siste årene vært flere forhold i tillegg til vår egen lånestrategi som påvirker differansen mellom stats- og swaprentene. Effekten av kvantitative lettelse i flere andre land og europeisk statsgjeldskrise i 2012 har bidratt til å redusere differansen mellom stats- og swaprentene. Statsgjeldsforvaltningen har ikke inngått nye rentebytteavtaler i 2016. Det innebærer at vi har sikret oss lave lånerenter for en lenger periode. Samtidig var det mindre attraktivt å låse inn den lave rentedifferansen mellom stat og swap for flere år.

Tabell 6.1 Statsobligasjoner. Volum- og løpetidsveid gjennomsnitt av tildelingsrentene. Avvik mot samtidig midtrente i rentebyttemarkedet (swap)¹. Alle auksjoner i 2016

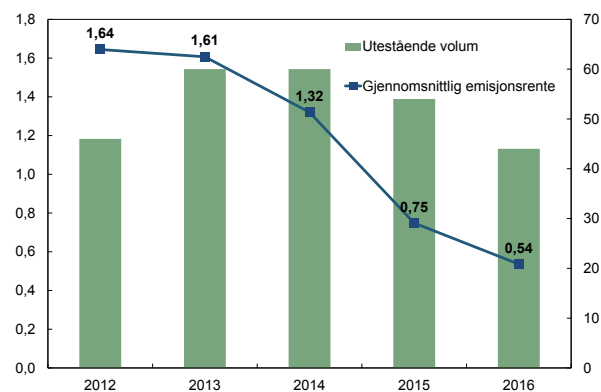
Obligasjonslån	Auksjonsdato	År til forfall	Emisjonsvolum (mrd. kr.)	Tildelingsrente	Avvik swap (bp.)
NGB 05/2019	27.1.	3,31	3,0	0,64 %	-32
	20.4.	3,08	3,0	0,57 %	-35
	28.9.	2,64	3,0	0,72 %	-53
	16.11.	2,37	2,0	0,79 %	-52
Volum- og løpetidsveid gjennomsnitt:				0,66 %	-41
NGB 05/2021	19.10.	4,59	3,0	0,95 %	-37
	Volum- og løpetidsveid gjennomsnitt:				0,95 %
NGB 05/2023	7.12.	6,46	3,0	1,52 %	-26
	Volum- og løpetidsveid gjennomsnitt:				1,52 %
NGB 03/2025	13.1.	9,16	3,0	1,39 %	-25
	25.5.	8,80	3,0	1,36 %	-23
	Volum- og løpetidsveid gjennomsnitt:				1,38 %
NGB 02/2026	17.2.	10,01	6,0	1,47 %	-13
	2.3.	9,97	4,0	1,41 %	-13
	9.3.	9,95	3,0	1,40 %	-15
	6.4.	9,13	3,0	1,20 %	-16
	4.5.	9,79	3,0	1,43 %	-20
	8.6.	9,70	3,0	1,21 %	-27
	31.8.	9,47	2,0	1,05 %	-28
	14.9.	9,43	2,0	1,27 %	-24
	2.11.	9,30	3,0	1,36 %	-25
Volum- og løpetidsveid gjennomsnitt:				1,34 %	-19
Volum- og løpetidsveid gjennomsnitt samlet:				1,29 %	-22

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

Kilde: Norges Bank

Gjennomsnittlig emisjonsrente for statskassvekslene var 0,54 prosent for den utestående beholdningen ved utgangen av 2016. Det er ned 0,21 prosentenheter siden utgangen av 2015 (figur 6.4). Sammenlignet med 2012 er det en nedgang på 1,11 prosentenheter.

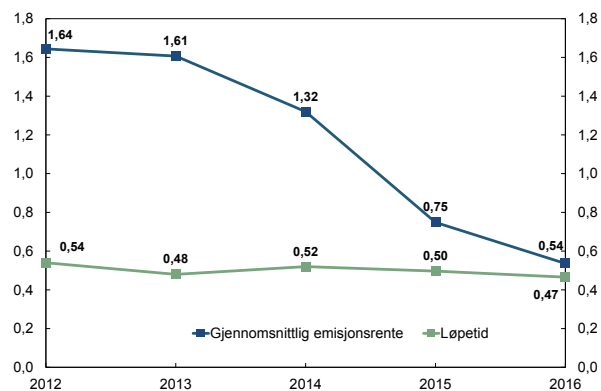
Figur 6.4 Statskassveksler. Gjennomsnittlig emisjonsrente i prosent (venstre akse) og utestående volum ved utgangen av hvert år i milliarder kroner (høyre akse). Ekskludert statens egenbeholdning og bytteordningen



Kilde: Norges Bank

Utestående volum av statskassveksler (ekskl. statens egenbeholdning) var ved utgangen av 2016 på 44 milliarder kroner. Løpetiden har de siste fem årene vært stabil på om lag et halvt år (figur 6.5) og gjenspeiler en jevn utstedelse av veksler.

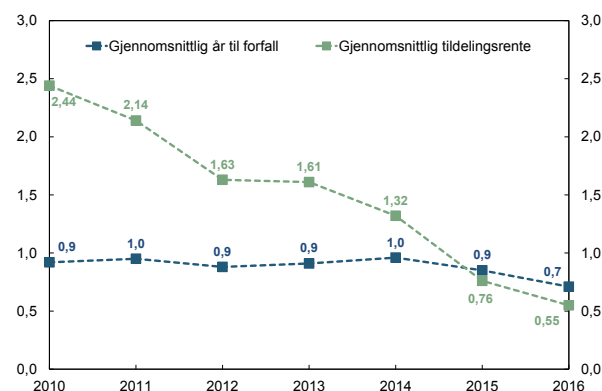
Figur 6.5 Statskassveksler. Gjennomsnittlig emisjonsrente i prosent og løpetid i år. Ekskludert statens egenbeholdning og bytteordningen



Kilde: Norges Bank

Den korte løpetiden gjør at statskassvekslene 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.

Figur 6.6 Statskassveksler. Volum- og løpetidsveid gjennomsnitt av tildelingsrentene i auksjonene hvert enkelt år. Gjennomsnittlig år til forfall for emiterte lån på auksjonstidspunktet. Ekskludert bytteordningen. 2010–2016



Kilde: Norges Bank

For statskassveksler var gjennomsnittlig volum- og løpetidsveid tildelingsrente i 2016 på 0,55 prosent for de lånene som ble auksjonert det året, ned fra 0,76 prosent i 2015 (figur 6.6). Dette er den laveste årlige tildelingsrenten som er oppnådd. Dette må ses i sammenheng med det svært lave rentenivået i det korte statspapirmarkedet både i Norge og en rekke europeiske land, samt svært lave eller negative styringsrenter i mange land. Norges Bank satte i mars styringsrenten ned fra 0,75 prosent til 0,50 prosent, og dermed ble gjennomsnittlig styringsrente 0,55 prosent i 2016. I tillegg kan nedgangen fra 2015 til 2016 forklares marginalt med reduksjonen i gjennomsnittlig år til forfall for emiterte lån.

Tabell 6.2 Statskasseveksler. Volum- og løpetidsveid gjennomsnitt av tildelingsrentene. Alle auksjoner i 2016

Obligasjonslån	Auksjonsdato	År til forfall	Emisjonsvolum (mrd. kr.)	Tildelingsrente
NTB 06/2016	1.2.	0,36	5,0	0,65 %
<i>Volum- og løpetidsveid gjennomsnitt:</i>				0,65 %
NTB 09/2016	15.2.	0,59	4,0	0,63 %
	25.4.	0,40	4,0	0,55 %
<i>Volum- og løpetidsveid gjennomsnitt:</i>				0,60 %
NTB 12/2016	18.1.	0,92	4,0	0,60 %
	30.5.	0,56	3,0	0,60 %
	22.8.	0,33	4,0	0,62 %
<i>Volum- og løpetidsveid gjennomsnitt:</i>				0,60 %
NTB 03/2017	14.3.	1,00	8,0	0,46 %
	11.4.	0,92	4,0	0,60 %
	5.9.	0,52	3,0	0,60 %
	7.11.	0,35	4,0	0,51 %
<i>Volum- og løpetidsveid gjennomsnitt:</i>				0,51 %
NTB 06/2017	13.6.	1,02	6,0	0,60 %
	27.6.	0,95	3,0	0,54 %
	28.11.	0,56	3,0	0,58 %
<i>Volum- og løpetidsveid gjennomsnitt:</i>				0,58 %
NTB 09/2017	19.9.	1,00	4,0	0,47 %
	10.10.	0,94	3,0	0,51 %
<i>Volum- og løpetidsveid gjennomsnitt:</i>				0,49 %
NTB 12/2017	19.12.	1,00	6,0	0,55 %
<i>Volum- og løpetidsveid gjennomsnitt:</i>				0,55 %
<i>Volum- og løpetidsveid gjennomsnitt samlet:</i>				0,55 %

Kilde: Norges Bank

6.1.2 Regnskapsmessig kostnad

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

Det foretas jevnlig utvidelser av eksisterende lån. Utvidelsene er de senere årene i stor grad gjort til overkurs. Overkurs oppstår når staten utsteder obligasjoner med en kupongrente som overstiger markedsrenten. De senere årene har det vært et generelt fall i rentenivået. Kupongrenten er dermed høyere enn markedsrenten for obligasjonslånene. Regnskapsmessig fordeles overkurs og underkurs over gjenstående løpetid til lånene. I 2016 ble det inntektsført 2,3 milliarder kroner til amortisert kost for statsobligasjoner. Emisjoner gjort til overkurs førte til inntektsføring også i perioden 2012 til 2015.

Obligasjonene betaler på den andre siden en kupongrente. I 2016 utbetalte staten 9,8 milliarder kroner i kupong på utestående obligasjonsbeholdning.

Statskasseveksler har ingen kupong og utstedes normalt til underkurs og blir regnskapsført på forfallstidspunktet. I 2016 ble det kostnadsført 0,4 milliarder kroner til amortisert kost for statskassevekslene.

Rentebytteavtalene ble inngått på et tidspunkt da rentenivået var høyere. De siste fem årene har staten mottatt en fastrente som er høyere enn den flytende renten som er betalt. I 2016 mottok staten netto 3,2 milliarder kroner på sine rentebytteavtaler, det er uendret sammenlignet med 2015. I løpet av 2016 har nominell beholdning av rentebytteavtaler gradvis blitt redusert fra 108,1 til 91,9 milliarder kroner.

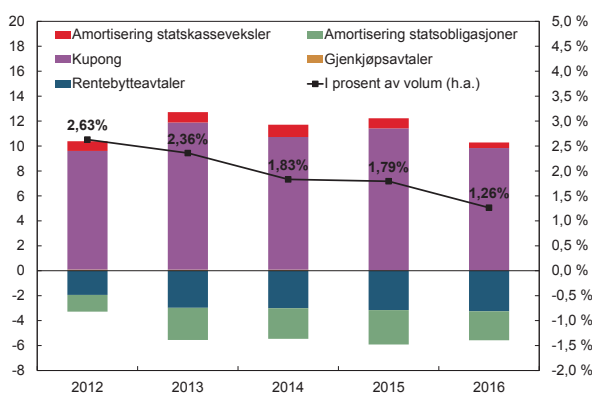
Ved utgangen av 2016 hadde statens portefølje av rentebytteavtaler en samlet markedsverdi på 7,1 milliarder kroner i statens favør. Om fremtidige

pengemarkedsrenter blir slik de implisitte fremtidsrentene indikerer, vil staten dermed også ha en positiv kontantstrøm fra rentebytteavtalene i årene som kommer.

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

Netto regnskapsførte kostnader utgjorde 1,26 prosent av gjennomsnittlig nominelt volum av veksler og obligasjoner i 2016. Det er 0,53 prosentenheter lavere enn året før og 1,37 prosentenheter lavere enn for 2012, se figur 6.7.

Figur 6.7 Regnskapsførte inntekter og kostnader. 2012–2016. Ekskludert statens egenbeholdning og bytteordningen. Milliarder kroner (venstre akse) og prosent av volum (høyre akse)



Kilde: Norges Bank

Tabell 6.3 Statsobligasjoner. Auksjonsresultater i perioden 2010–2016

	Antall auksj.	Emisjonsvolum ¹ (mrd. kr)	Gj.snittlig år til forfall	Gjennomsnittlig auksjonsresultat ²	Gjennomsnittlig etterspørselsindikator
2010	6	3,0	8,2	3,3	2,46
2011	6	3,3	8,6	6,2	2,26
2012	16	3,4	6,3	7,9	2,68
2013	21	3,0	6,9	5,0	2,23
2014	19	3,1	7,9	3,5	2,71
2015	14	2,9	7,8	2,6	2,58
2016	16	2,9	7,4	3,0	2,22

¹ Gjennomsnitt per auksjon.

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

Kilde: Norges Bank

I teorien skal sterkere etterspørsel i en auksjon innebære at tildelingsrenten blir lavere (høyere kurs). Forskjellen mellom auksjonsrenten og samtidig salgsrente i annenhåndsmarkedet vil bli lav eller negativ. Etterspørselsindikatoren er målt som forholdet mellom budvolumet og salgsvolumet («bid-to-cover»).

6.2 ANALYSE AV AUKSJONSRESULTATENE

6.2.1 Tildelingsrente vurdert mot samtidig salgsrente

Statgjeldsforvaltningen vurderer «auksjonsresultatet» som 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 6.3 oppsummerer auksjonsresultatene tilbake til 2010 for alle auksjoner med unntak av førstegangsemisjoner hvor det ikke eksisterer noen kursstillelse i annenhåndsmarkedet på auksjonstidspunktet.

Tabellen viser at det i 2016 var noe lavere etterspørsel etter norske statsobligasjoner enn i 2015 (målt ved gjennomsnittlig etterspørselsindikator), samtidig som gjennomsnittlig auksjonsresultat var noe dårligere målt mot samtidige kurser i annenhåndsmarkedet. Auksjonsresultatene i 2016, målt ved denne metoden, var likevel bedre enn i årene 2010–2014.

En enkel analyse av 132 auksjoner siden 2005 viser at det er en svak negativ sammenheng mellom etterspørselsindikator og auksjonsresultat. I figur 6.8 er sammenhengen (regresjonslinjen) for alle auksjoner tegnet inn som heltrukken grønn linje. For observasjonene kun i 2016 er sammenhengen enda mer negativ og signifikant (se rød stiplede regresjonslinje i figur 6.8), men antall observasjoner er begrenset.

Figur 6.8 Statsobligasjoner. Sammenhengen mellom etterspørselsindikator (x-akse) og auksjonsresultat (y-akse). 132 auksjoner i perioden 2005–2016

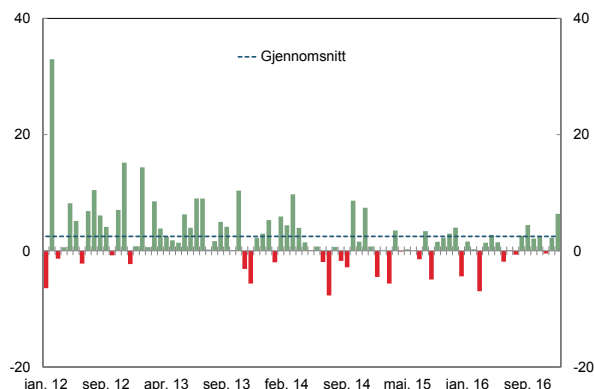


Kilde: Norges Bank

Auksjonsresultatene sammenligner tildelingsrenten med salgsrente i annenhåndsmarkedet på samme tidspunkt som budfristen for auksjonen utløper. Spørsmålet er om renten på det aktuelle obligasjonslånet har blitt påvirket av offentliggjøringen av utlegelsen to børsdager før selve auksjonen. Det vil ikke være overraskende om det umiddelbart etter kunngjøring av en auksjon skjer en reprising av obligasjonslånet slik at renten stiger (kursen faller).

Figur 6.9 viser differansen mellom salgsrenten på det aktuelle obligasjonslånet ved markedsslutt samme dag som kunngjøring av auksjon og dagen før kunngjøringen. Utvalget består av 86 auksjoner i perioden fra 2012 til utgangen av 2016 hvor det kun er utvidelser av eksisterende obligasjonslån. I 64 tilfeller har endringen fra dagen før til samme dag som kunngjøring vært positiv, mens i 22 tilfeller har endringen vært negativ. Det vil si at i nesten $\frac{3}{4}$ av tilfellene stiger renten på obligasjonen ved kunngjøring av auksjon. I gjennomsnitt stiger salgsrenten på det aktuelle obligasjonslånet med nesten 3 basispunkter i forbindelse med kunngjøring.

Figur 6.9 Differansen mellom salgsrenten ved markedsslutt samme dag som kunngjøring og dagen før kunngjøring av auksjon. 86 auksjoner i perioden 2012–2016. Basispunkter



Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Det er altså en klar overvekt av dager med renteoppgang på dagene med kunngjøring av auksjon. Dette til tross for at i perioden 2012–2016 (1304 dager) har de norske syntetiske statsobligasjonsrentene (2-, 5- og 10-års løpetid) falt i litt over 52 prosent av dagene, mens det har vært renteoppgang i 44 prosent av dagene. Fordelingen av dager med renteoppgang eller rentenedgang er nesten identisk også i Tyskland og Sverige. Dermed ser det ut til at dager med renteoppgang i forbindelse med kunngjøring av en auksjon i Norge, er noe overrepresentert i forhold til hva som har vært normalt i perioden.

Det er ikke bare umiddelbart ved kunngjøring at renten på det aktuelle obligasjonslånet stiger, men renteoppgangen fortsetter eller holder seg helt fram til markedsslutt dagen før auksjonen. I tabell 6.4 er de gjennomsnittlige differansene mellom sluttrenten dagen før auksjon og dagen før publisering av auksjon vist for årene 2012–2016 fordelt på 5-, 7- og 10-års løpetid.

Tabell 6.4 Statsobligasjoner. Gjennomsnittlige differanser mellom sluttrenten dagen før auksjon og dagen før publisering av auksjon av norsk statsobligasjon. Basispunkter

	Norsk statsrente	Norsk swaprente	Tysk statsrente	Svensk statsrente	Antall auksjoner
5-års løpetid					
2012	26,9	5,8	7,7	5,4	3
2013	3,3	2,5	3,6	8,0	2
2014	3,9	4,0	0,4	-1,2	3
2015	0,7	-3,1	-2,0	-3,0	3
2016	3,4	3,0	-1,6	-1,3	1
Gj.snitt	8,7	2,4	2,0	1,5	12
7-års løpetid					
2012	-0,8	-3,8	-3,2		5
2013	9,4	2,2	0,7		5
2014	-2,3	-5,6	-0,1		2
2015	2,0	0,6	-2,1		3
2016	5,5	3,0	7,6		1
Gj.snitt	3,1	-0,9	-0,7		16
10-års løpetid					
2012	5,8	0,2	-0,4	6,9	4
2013	7,0	3,0	3,5	3,1	8
2014	3,1	0,8	-1,9	-0,7	12
2015	2,3	0,3	2,1	0,8	7
2016	-0,2	-1,4	-1,4	-1,9	10
Gj.snitt	3,2	0,6	0,1	0,7	41

Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Løpetidene er slik at det skal være mulig å sammenligne renteendringen i det aktuelle obligasjonslånet med tilsvarende observasjoner for norsk swaprente og tysk og svensk statsobligasjonsrente. Det er typisk slik at det aktuelle obligasjonslånet skiller seg ut i forhold til både tysk og svensk statsrente, men også tilsvarende mot norsk swaprente: For norske statsobligasjoner er renteoppgangen større, og ved rentenedgang er nedgangen mindre. Dette kan trolig skyldes at det norske statsobligasjonsmarkedet er noe mindre i volum og har lavere likviditet enn det tyske og svenske markedet.

En alternativ måte å vurdere auksjonsresultatet er å sammenligne tildelingsrenten med salgsrenten på det aktuelle obligasjonslånet før publisering av auksjonen⁶. I gjennomsnitt for årene 2012–2016 blir auk-

sjonsresultatet 4 basispunkter dårligere for staten målt mot salgsrenten dagen før publisering av anbudsinnbydelsen i forhold til samtidig salgsrente på auksjonstidspunktet, se tabell 6.5.

Når vi ser på fordelingen på gjenstående løpetid, så er det i 5-årssegmentet at auksjonsresultatet blir forverret mest (i gjennomsnitt litt over 8 basispunkter), mens i 10-årssegmentet (hvor det har vært 41 auksjoner) blir auksjonsresultatet i gjennomsnittet rundt 4 basispunkter verre for staten målt på denne måten.

Denne enkle analysen viser at kunngjøring av en auksjon normalt medfører en renteøkning for det aktuelle obligasjonslånet. Renten på obligasjonslånet stiger selv om tilsvarende renter i Tyskland og Sverige er uendret eller faller. Når rentene i Tyskland og Sverige stiger, så stiger renten på det aktuelle obligasjonslånet i Norge mer.

⁶ Det er tatt sluttnoteringen på Oslo Børs i det aktuelle lånet dagen før anbudsinnbydelsen blir offentliggjort. Anbudsinnbydelsene gir markedsaktørene informasjon om hvilket lån og volum som skal bli auksjonert i den kommende auksjonen.

Tabell 6.5 Statsobligasjoner. Auksjonsresultater. Tildelingsrenten målt mot samtidig salgrente og salgrente (slutt) dagen før publisering av anbudsinnbydelsen. Basispunkter

År	Antall	Mot samtidig salgrente			Mot salgrente (slutt) dagen før publ.		
		Gj.snitt	Høyeste	Laveste	Gj.snitt	Høyeste	Laveste
2012	16	7,9	21	-2	12,1	65	-11
2013	21	5,0	11	-3	13,3	33	-10
2014	19	3,5	8	-1	5,6	19	-4
2015	14	2,6	9	-2	5,5	18	-5
2016	16	3,0	9	-3	4,4	12	-4

Fordelt på gjenstående løpetid (år)							
År		Gj.snitt	Høyeste	Laveste	Gj.snitt	Høyeste	Laveste
2	5	11,0	21	4	12,5	25	-1
3	12	4,0	9	-3	6,4	28	-10
5	12	4,5	17	-2	12,8	65	-4
7	16	4,5	11	-2	7,5	31	-11
10	41	3,8	15	-3	7,7	34	-5

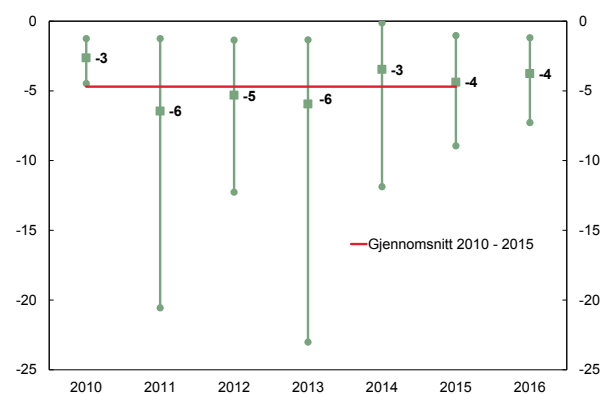
Kilder: Thomson Reuters, Oslo Børs og Norges Bank

6.2.2 Salgsvolum og tildelingsrente

Salgsvolumet vil påvirke auksjonsresultatet. Normalt vil det være slik at et høyt salgsvolum vil innebære lavere salgskurs (høyere rente) enn et lavere salgsvolum. Hvis salgsvolumet av obligasjoner er høyt og kanskje høyere enn hva markedet forventer, vil tildelingsrenten i auksjonen bli høyere. Basert på faktiske bud i avholdte emisjoner har vi sett på hva tildelingsrentene ville vært dersom salgsvolumet hadde vært halvert i hver auksjon. Vi har antatt at alle innkomne bud fra primærhandlerne hadde vært uforandret.

I 2016 hadde gjennomsnittlig uveid tildelingsrente vært nesten 4 basispunkter lavere, med en spredning som varierte mellom 1 og 7 basispunkter, se figur 6.10. Gjennomsnittet i 2016 er 1 basispunkt lavere enn gjennomsnittet for perioden 2010–2015. I 2016 var spredningen noe mindre enn i 2015. Det kan indikere at salgsvolumet i hver auksjon ikke er satt for høyt i forhold til hva markedet kan absorbere i en enkelt auksjon.

Figur 6.10 Statsobligasjoner. Differansen mellom tildelingsrenten og skjæringsrente ved halvering av salgsvolumet. Gjennomsnitt og utfallsrom per år for årene 2010–2016. Basispunkter



Kilde: Norges Bank

Dersom vi ser på differansen mellom tildelingsrenten og skjæringsrenten ved halvering av salgsvolumet for de ulike gjenstående løpetidene, så viser tabell 6.6 at det i 2016 i gjennomsnitt var mindre forskjeller i enn for tidligere år. Det er kun for 7-års gjenstående løpetid at markedet har absorbert salgsvolumet dårligere enn i tidligere år, men i 2016 var det kun en auksjon i segmentet (mot tre auksjoner i 2015 og 16 auksjoner i perioden 2010–2015).

Tabell 6.6 Statsobligasjoner. Differansen mellom tildelingsrenten og skjæringsrente ved halvering av salgsvolumet. Fordelt på gjenstående løpetid. Basispunkter

Gjenstående løpetid	2016	2015	2010-2015
2	-2,9		-4,2
5	-3,9	-4,0	-4,8
7	-5,7	-5,0	-5,4
10	-3,7	-4,3	-4,6
Volumvektet gjennomsnitt	-3,8	-4,4	-4,8

Kilde: Norges Bank

7 RISIKO

7.1 RENTERISIKO

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

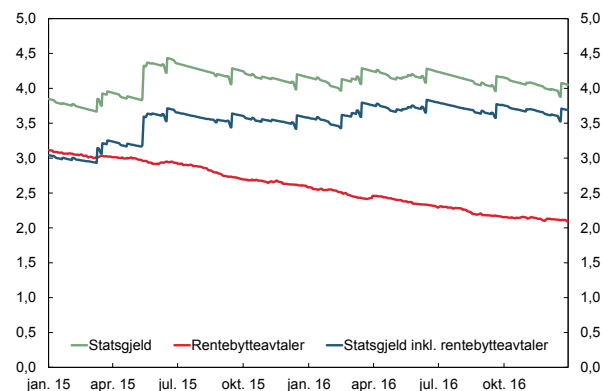
Staten budsjetterer og fører regnskap etter kontantprinsippet og legger derfor mindre vekt på endringer i markedsverdier. I motsetning til markedet, som normalt bruker durasjon som mål på renteeksponering, brukes rentebinding som mål på renterisiko på låneporteføljen.

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

Porteføljen av statskasseveksler og -obligasjoner hadde ved utgangen av 2016 en rentebindingstid på 4,1 år. Porteføljen av rentebytteavtaler hadde på samme tid en rentebindingstid på 2,1 år. Dette reduserte rentebindingstiden for låneporteføljen (statsgjelden inkl. rentebytteavtaler) til 3,7 år. Rentebindingstiden for porteføljen av veksler og obligasjoner var 0,1 år kortere enn ved utgangen av 2015, mens rentebindingstiden for den samlede låneporteføljen var 0,1 år lengre, se figur 7.1.

Statsgjeldsforvaltningen inngikk ikke nye rentebytteavtaler i 2016. Som følge av forfall, ble utestående volum av rentebytteavtaler redusert med 16,2 milliarder kroner til 91,9 milliarder i løpet av 2016. Dette utgjorde 24 prosent av utestående volum av statsobligasjoner ved utgangen av 2016. 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 2,1 år i 2016.

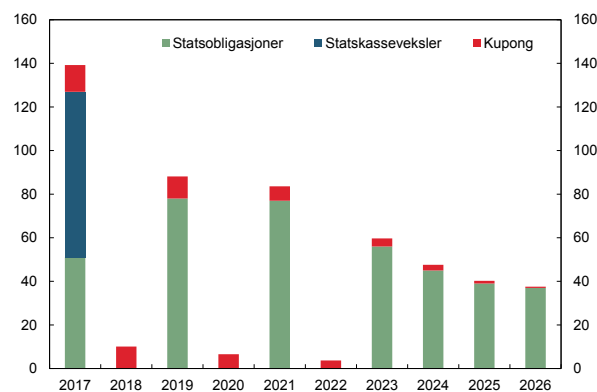
Figur 7.1 Rentebindingstid. Låneporteføljen. År. 2. januar 2015–30. desember 2016



Kilde: Norges Bank

Rentebindingstiden sammenfatter hele forfallsprofilen til låneporteføljen i ett tall og inneholder ikke informasjon om den absolutte størrelsen eller den tidsmessige spredningen på statsgjeldsporteføljes renteeksponering. 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 renteeksponering ut til 10 år.

Figur 7.2 Forfallsprofil. Forfall av hovedstol og kupong per år. Per 30. desember 2016. Milliarder kroner



Kilde: Norges Bank

7.2 REFINANSIERINGSRISIKO

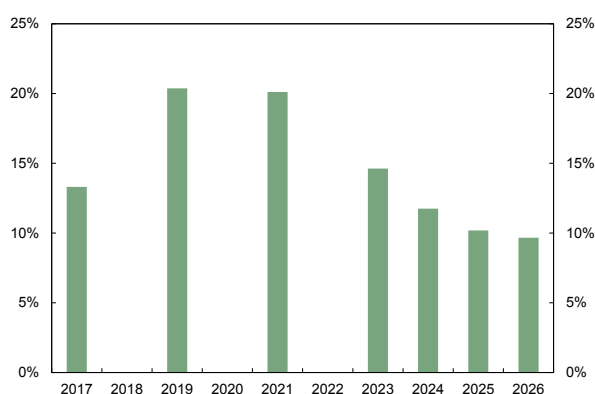
Refinansieringsrisiko er risikoen for at nye lån må tas opp til dårligere betingelser enn eksisterende lån eller at det ikke er mulig å ta opp nye lån når de gamle forfaller. Det siste tilfellet ansees som lite sannsynlig for den norske stat. Refinansieringsrisiko handler også om muligheten til på lengre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

sjoner slik at ønsket rentebindingstid og forfallsprofil kan opprettholdes. Refinansieringsrisikoen er således nært knyttet til renterisikoen.

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

Figur 7.3 viser fremtidig forfall av hovedstol i prosent av nominelt utestående volum av statsobligasjoner ved utgangen av 2016. I 2017 vil om lag 13 prosent av utestående volum i statsobligasjoner forfalle, mens om lag 20 prosent av porteføljen vil forfalle i både 2017 og i 2019.

Figur 7.3 Statsobligasjoner. Forfall per år i prosent av totalt utestående volum per 30. desember 2016



Kilde: Norges Bank

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

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

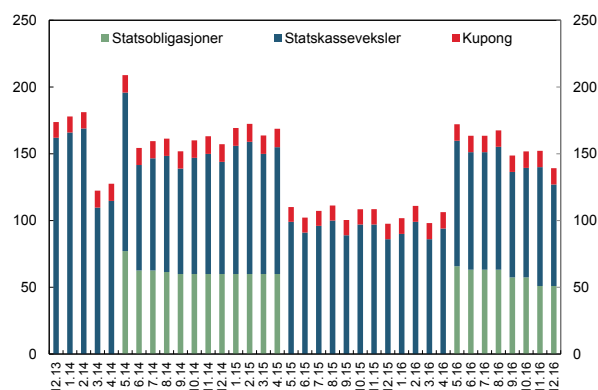
Ulike indikatorer kan benyttes som kvantitativt mål på refinansieringsrisikoen. Statsgjeldsforvaltningen ser på forfallsprofil, kortsiktig refinansieringsomfang og rentebindingstid. De enkelte indikatorene bør ikke ses isolert. For eksempel kan en portefølje bestående

av statskasseveksler og 10-års statsobligasjoner ha en relativt høy rentebindingstid, men samtidig en uakseptabel høy kortsiktig refinansieringsrisiko.

Forfallsprofilen viser hvor store betalingsforpliktelser staten står overfor per kalenderår de kommende 10 år, se figur 7.2. 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 2016. Milliarder kroner



Kilde: Norges Bank

7.3 KREDITTRISIKO

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

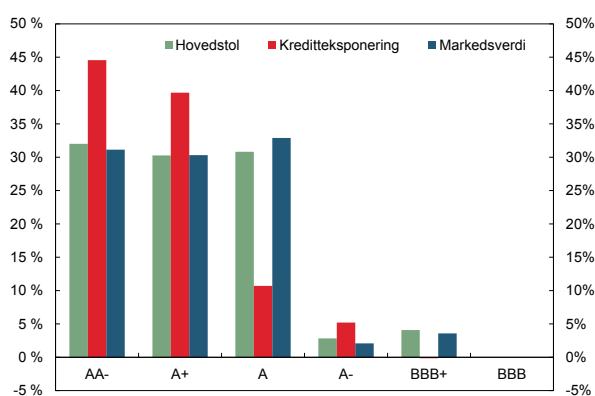
En rentebytteavtale med en positiv markedsverdi i statens favør eksponerer staten overfor motpartens betalingsevne. Risikoen begrenses ved bruk av sikkerhetsstillelsesavtaler (standardiserte ISDA/CSA-avtaler), ved at motparten må stille kontanter som sikkerhet når verdien av avtalen overstiger en viss 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 261 avtaler med en samlet hovedstol på 91,9 milliarder kroner ved utgangen av 2016. Bare 7 prosent av rentebytteavtalenes hovedstol var inngått med motparter som ved utgangen av 2016 hadde en kredittvurdering på A- eller lavere (figur 7.5).

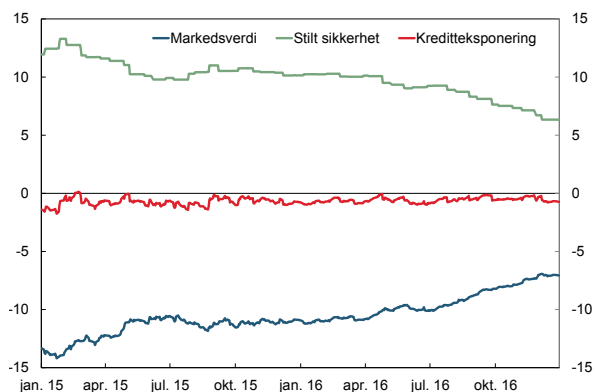
Figur 7.5 Hovedstol, kredittksporing og markedsverdi rentebytteavtaler. Andel av totalen per 30. desember 2016 fordelt etter kredittvurdering



Kilde: Norges Bank

Statens samlede kredittksporing er summen av kredittksporingen mot alle motparter. Ved utgangen av 2016 hadde statens portefølje av rentebytteavtaler en samlet markedsverdi på 7,1 milliarder kroner i statens favør. Stille sikkerheter reduserer kredittksporingen til 0,7 milliarder kroner. Utviklingen siden 2015 er vist i figur 7.6.

Figur 7.6 Kredittksporing 2. januar 2015–30. desember 2016. Milliarder kroner



Kilde: Norges Bank

Staten beregner og utveksler sikkerhet to ganger per måned. I perioden mellom tidspunkt for sikkerhetsstilling kan motparteksporingen øke utover terskel-

verdien. Kredittrisikoen 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 2016 hadde staten aktive rentebytteavtaler med 11 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 2016 sto tre motparter for 83 prosent av samlet hovedstol. Kredittksporingen mot disse motpartene var imidlertid bare 44 prosent av samlet kredittksporing.

Statsgjeldsforvaltningen inngår gjenkjøpsavtaler med primærhandlerne. Det er ikke knyttet kredittrisiko 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 (Banken) 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 vår forståelse 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 2016. En rekke markedsaktører besøkte Norges Bank og fikk informasjon om statsgjeldsforvaltningen. Gjennom året deltok statsgjeldsforvaltningen på eksterne arrangementer i regi av banker som er primærhandlere. Vi deltok både i bilaterale møter med internasjonale investorer og holdt pre-

sentasjoner for flere investorer samlet. Vi gjennomførte to større utenlandsturer for å markedsføre norsk statsgjeld overfor institusjonelle investorer. I februar var vi i Tyskland hvor en primærhandler hadde tilrettelagt møter. I oktober reiste vi til USA og Canada for å informere en rekke investorer om norsk statsgjeld. De fleste møtene var bilaterale, men det ble også arrangert et frokostseminar i New York der flere institusjoner deltok samtidig. En primærhandler hadde tilrettelagt møtene. I løpet av oppholdene i Tyskland og Nord-Amerika fikk vi nyttige tilbakemeldinger på vårt rammeverk og vår utstedelsesstrategi. Denne typen samarbeid med primærhandlere er nyttig fordi det er de som har kunnskap om og kontakt med investorene. Statsgjeldsforvaltningen samarbeider med alle primærhandlere om slike arrangementer og investorbesøk.

Det norske investormarkedet er naturlig nok mye mindre og mer oversiktlig enn det internasjonale. Møtevirksomheten med norske investorer skjer derfor uten bistand fra primærhandlerne. I 2016 møtte vi fire store norske forvaltere. Slike møter er spesielt nyttig for å forstå markedsutviklingen.

Tabell 8.1. Oppsummering av investorkontakt-aktiviteter i 2016

Aktivitet	Detaljer
Seminarer utenfor Norges Bank	- Skandinavisk statsgjeldseminar, 7. januar, London - Trippel AAA-seminar, 10. mai, København - Trippel AAA-seminar, 17. november, Oslo
Presentasjon for større gruppe i Norges Bank	- Fire møter, om lag 8-10 investorer i hvert møte
Investor «roadshows» i utlandet	- Frankfurt og München - New York, Toronto og Boston
Individuelle møter i Norges Bank og ellers i Norge	- Åtte møter

Høsten 2016 satte Norges Bank i gang en halvårlig spørreundersøkelse om markedslikviditeten i de ulike delene av det norske sertifikat- (herunder statskasseveksler) og obligasjonsmarkedet. Spørsmålene ble stilt til et utvalg institusjonelle investorer og rentemeglerne på Oslo Børs. Undersøkelsen gir oss innblikk i hvordan likviditeten i de ulike markedene oppfattes,

herunder markedene for statsobligasjoner og statskasseveksler, og hvordan utviklingen har vært siden forrige halvår, se rammen *Indikatorer for likviditeten i statsobligasjonsmarkedet* i kapittel 5 for omtale av resultater. Resultatene for første halvår ble for øvrig omtalt i egen ramme i Norges Banks rapport *Finansiell Stabilitet 2016*.

8.2 MØTER MED PRIMÆRHANDLERE

Statsgjeldsforvaltningen har løpende kontakt med primærhandlerne om markedsutviklingen. I tillegg arrangeres det normalt møter med primærhandlerne to ganger hvert år. I 2016 ble det utover dette avholdt et fellesmøte med alle primærhandlerne i april for å diskutere spørsmål knyttet til salg av norsk statsgjeld i USA. Salg av verdipapirer i USA er regulert under den amerikanske verdipapirloven (*US Securities Act*). Loven er komplisert og gir en rekke føringer for hvordan man kan markedsføre/selge verdipapirer i USA. På de ordinære, bilaterale møtene i første halvår 2016 ble opplegg for tilbakekjøp av statsobligasjoner drøftet. Evaluering av primærhandlerens innsats i første kvartal ble gjennomgått.

I møtene i andre halvår var strategi for opplåningen et tema. Primærhandlerne kom med innspill til hvordan låneopplegget for 2017 kunne utformes. Endringer i primærhandleravtalene som følge av arbeidet med tilpasninger til det amerikanske regelverket ble også gjennomgått. I tillegg gikk Norges Bank gjennom evalueringen av primærhandlerens innsats i første halvår.

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 kredittvurderer blant annet selskapene Fitch Ratings og DBRS Norge uoppfordret.⁷ I henhold til mandatet er det 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. Vi avtalte møter med sentrale norske aktører som for eksempel Finanstilsynet, ulike departementer, partene i arbeidslivet, politiske kommentatorer og private analysemiljøer. Formålet er å gi kredittvurderingsselskapene et bredt grunnlag for deres vurderinger. Norges Bank og Finansdepartementet får tilsendt utkast til rapportene før publisering slik at vi får mulighet til å avdekke eventuelle faktafeil.

⁷ Ved uoppfordret kredittvurdering (eng. 'unsolicited ratings') 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 best mulige kredittvurdering. Kredittvurderingsselskapene trekker ofte fram Norges sterke statsfinansielle stilling, høye netto fordringer overfor utlandet, politisk stabilitet og høyt inntektsnivå som viktige faktorer bak de sterke kredittvurderingene. Tabellen under gir en oversikt over kredittvurderingene som er gitt til Norge som utsteder av statslån.

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

	Langsiktig vurdering	Utsikter	Siden
Moody's	Aaa	Stabil	11. august 1995
Standard & Poor's	AAA	Stabil	27. juli 1992
DBRS ¹	AAA	Stabil	4. juli 2014
Fitch ¹	AAA	Stabil	14. desember 2005

¹ Uoppfordret kredittvurdering (eng. 'unsolicited rating')

8.4 INTERNASJONALT SAMARBEID

De ulike statsgjeldskontorene i Norden har i mange år hatt tett dialog om utviklingen i statsgjeld. Nordiske låntakermøter arrangeres hvert år for å drøfte aktuelle felles problemstillinger.⁸ I 2016 ble møtet arrangert av det finske lånekontoret i Helsinki. Blant temaene var hvordan målsettingen om å låne til lavest mulig kostnader skal forstås og måles, likviditeten i annenhåndsmarkedet og utviklingen i investorbasen som følge av ukonvensjonell pengepolitikk. Et annet tema var utvikling av den eksterne kommunikasjonen i statsgjeldsforvaltningen, herunder bruk av sosiale medier.

Statsgjeldsforvaltningen hadde også i løpet av året bilaterale møter med de danske og tyske låntakerkontorene. Tema for møtet med det danske låntakerkontoret, som ligger i Danmarks Nationalbank, var tilbakekjøpsstrategi for statsobligasjoner og bruk av såkalte bytteoperasjoner. Lånekontoret i Danmark har en aktiv tilbakekjøps- og byttestrategi der målet er å forbedre likviditeten over hele rentekurven. Formålet med møtet med det tyske statsgjeldskontoret, Deutsche Finanzagentur, var å lære om låneopplegget deres og hvordan de gjennomfører salg av statspapirer. Deutsche Finanzagentur er et av få lånekontor i Europa som ikke har et primærhandler-system.

OECD arrangerer årlige låntakermøter for statsgjeld. Fra Norge deltar normalt representanter både fra

⁸ Det arrangeres også såkalte nordiske låntakerjuristmøter der juridiske problemstillinger tas opp.

Finansdepartementet og Norges Bank. Blant temaene på årets møte var utfordringer med dagens primærhandlerordninger, erfaringer med ulike auksjonsformer, likviditeten i statskassevekselmarkedene og utviklingen i investorbaser etter at rentene var blitt negative i mange land.

8.5 INFORMASJON OM STATSGJELDEN

Statsgjeldsforvaltningen har opprettet en egen nettside med domenet «www.statsgjeld.no», som en del av Norges Banks nettsider. Portalen gjør at informasjon om norsk statsgjeld kan finnes raskere. Gjennom de to siste årene er nettsidene bearbeidet. Strukturen er justert for å gjøre det enklere å finne fram. På disse sidene finner investorer og publikum blant annet «Strategi og låneprogram for 2017», oversikt over primærhandlere og primærhandleravtaler, anbudsinnbydelser og generelle vilkår. Tidlig

i hvert kvartal publiseres en kvartalsrapport som omtaler utviklingen i det norske statspapirmarkedet i det foregående kvartalet. I forkant av hvert kvartal publiserer vi også informasjon om planlagt volum for utstedelser både i vekslere og obligasjoner. Publikum finner også informasjon om hvorfor den norske stat har gjeld og mandatet for statsgjeldsforvaltningen. Det finnes også regneark med et utvalg nøkkeltall. Tabellen under 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 tidspunkter fastlagt i det årlige låneprogrammet annonseres hvilket statspapir som skal utstedes og volum. Auksjonsresultater publiseres også. 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	Tidspunkt
Strategi og låneprogram	Desember
Primærhandlere, oversikt	Desember
Primærhandleravtale statskasseveksler	Desember
Primærhandleravtale statsobligasjoner	Desember
Kvartalsvise publikasjoner	
Kvartalsrapporter	Januar, april, juli, oktober
Informasjon for neste kvartal	Mars, juni, september, desember
Løpende informasjon	
Kalender for nærmeste auksjoner	Oppdateres løpende
Anbudsinnbydelser	Oppdateres løpende
Auksjonsresultater	Oppdateres løpende
Tabell utestående gjeld	Oppdateres løpende
Nøkkeltall for statsgjelden (figurer og regneark)	Oppdateres løpende
Annen informasjon	
Mandat for statsgjeldsforvaltningen	Permanent (endres ved behov)
Utfyllende bestemmelser for mandatet	Permanent (endres ved behov)
Fullmakter for forvaltningen	Permanent (endres ved behov)
Generelle vilkår statsobligasjoner	Permanent (endres ved behov)
Generelle vilkår statskasseveksler	Permanent (endres ved behov)
Auksjonsform ved salg av statspapirer	Permanent (endres ved behov)
Auksjonsform ved tilbakekjøp	Permanent (endres ved behov)
Rammeavtale om gjenkjøpsavtaler	Permanent (endres ved behov)
Hvorfor har den norske stat gjeld?	Permanent (endres ved behov)
Finansdepartementet om statsgjelden	Permanent (endres ved behov)
Kontaktinformasjon	Permanent (endres ved behov)

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 2016

B.2: Utestående statsgjeld per 31. desember 2016

B.3: Utviklingen i statsgjelden

B.4: Rentebytteavtaler per 31. desember 2016

C: Figurer

D: Definisjoner

E: Rammer i årsrapportene

VEDLEGG A: MANDAT OG RAMMER FOR STATSGJELDSFORVALTNINGEN

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

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

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

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

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

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

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

Rammer for 2016 fastsatt av Finansdepartementet

	Beskrivelse	Grense	Faktisk	Mandat
Langsiktige lån	Maksimalt opptak av nye langsiktige lån (statsobligasjoner).	75 mrd. kroner	60 mrd. kroner per 31.12.2016	§ 3-2
Kortsiktige markedslån	Maksimalt utestående i kortsiktige markedslån (statskasseveksler).	125 mrd. kroner	Høyest utestående var 99 mrd. kroner 17.2.-15.3.2016	§ 3-2
Rentebinding	Minimumsnivået for rentebindingen på statsgjelden inklusive rentebytteavtaler.	> 2,5 år	Laveste nivå var 3,43 16.2.2016	§ 3-2
Statens konto	Minimumsnivå på statens konto i Norges Bank.	35 mrd. kroner	Laveste nivå var 56,6 mrd. kroner 13.1.2016	§ 2-2 (3)

Mandat for forvaltning av statsgjeld

	Beskrivelse	Grense	Faktisk per 31. desember 2016	Mandat
Refinansieringsrisiko	Lånestrategien skal utformes med sikte på at mindre enn 25 pst. av utestående statsobligasjoner kan forfalle hvert år.	< 25 %	Oppfylt	§ 3-4
Rentebytteavtaler	Utestående volum av rentebytteavtaler skal ikke overstige utestående volum av statsobligasjoner, inklusive statens egenbeholdning av statsobligasjoner.	< 100 %	Utestående volum av rentebytteavtaler var på det høyeste 32 % av obligasjonsbeholdningen	§ 3-5

VEDLEGG B: TALL FOR STATSGJELDEN

B.1: AUKSJONSRESULTATER I 2016

Dato	Lån	Børsid.	ISIN-nummer	Volum tildelt markedet (mrd. kroner)	Kurs (%)	Effektiv rente (%)	Totalt budvolum (mrd. kroner)	Tegn- ings- rate	Avvik samtidig salgsrente ¹ (basis- punkter)
<i>Statsobligasjoner</i>									
13.1.2016	NGB 03/2025	NST 477	NO 0010732555	3,0	103,05	1,39	5,5	1,83	4
27.1.2016	NGB 05/2019	NST 473	NO 0010429913	3,0	112,61	0,64	6,9	2,29	2
17.2.2016	NGB 02/2026	NST 478	NO 0010757925	6,0	100,26	1,47	8,1	1,35	-
2.3.2016	NGB 02/2026	NST 478	NO 0010757925	4,0	100,80	1,41	8,0	2,01	3
9.3.2016	NGB 02/2026	NST 478	NO 0010757925	3,0	100,88	1,40	7,0	2,32	2
6.4.2016	NGB 02/2026	NST 478	NO 0010757925	3,0	102,78	1,20	6,2	2,07	3
20.4.2016	NGB 05/2019	NST 473	NO 0010429913	3,0	111,95	0,57	4,9	1,63	9
4.5.2016	NGB 02/2026	NST 478	NO 0010757925	3,0	100,65	1,43	6,4	2,15	2
25.5.2016	NGB 03/2025	NST 477	NO 0010732555	3,0	103,20	1,36	7,0	2,33	0
8.6.2016	NGB 02/2026	NST 478	NO 0010757925	3,0	102,61	1,21	10,1	3,37	-3
31.8.2016	NGB 02/2026	NST 478	NO 0010757925	2,0	104,01	1,05	4,7	2,36	3
14.9.2016	NGB 02/2026	NST 478	NO 0010757925	2,0	102,02	1,27	5,4	2,69	3
28.9.2016	NGB 05/2019	NST 473	NO 0010429913	3,0	109,86	0,72	5,5	1,83	6
19.10.2016	NGB 05/2021	NST 474	NO 0010572878	3,0	112,54	0,95	9,3	3,10	2
2.11.2016	NGB 02/2026	NST 478	NO 0010757925	3,0	101,20	1,36	5,4	1,79	3
16.11.2016	NGB 05/2019	NST 473	NO 0010429913	2,0	109,17	0,79	4,1	2,04	3
7.12.2016	NGB 05/2023	NST 475	NO 0010646813	3,0	102,95	1,52	5,3	1,76	7
Emisjonsvolum til markedet av statsobligasjoner:				52,0	Gjennomsnitt:		6,5	2,2	3
<i>Statskasseveksler</i>									
18.1.2016	NTB 12/2016	NST 33	NO 0010754278	4,0	99,45	0,60	8,1	2,02	6
1.2.2016	NTB 06/2016	NST 31	NO 0010740327	5,0	99,76	0,65	10,7	2,14	6
15.2.2016	NTB 09/2016	NST 32	NO 0010745177	4,0	99,63	0,63	8,8	2,19	8
14.3.2016	NTB 03/2017	NST 34	NO 0010759442	8,0	99,54	0,46	13,1	1,63	-
11.4.2016	NTB 03/2017	NST 34	NO 0010759442	4,0	99,45	0,60	4,7	1,16	22
25.4.2016	NTB 09/2016	NST 32	NO 0010745177	4,0	99,78	0,55	9,5	2,38	7
30.5.2016	NTB 12/2016	NST 33	NO 0010754278	3,0	99,67	0,60	5,8	1,93	8
13.6.2016	NTB 06/2017	NST 35	NO 0010767171	6,0	99,39	0,60	9,6	1,60	-
27.6.2016	NTB 06/2017	NST 35	NO 0010767171	3,0	99,47	0,54	6,1	2,03	13
22.8.2016	NTB 12/2016	NST 33	NO 0010754278	4,0	99,80	0,62	6,9	1,72	13
5.9.2016	NTB 03/2017	NST 34	NO 0010759442	3,0	99,69	0,60	8,8	2,93	10
19.9.2016	NTB 09/2017	NST 36	NO 0010774516	4,0	99,53	0,47	10,2	2,54	-
10.10.2016	NTB 09/2017	NST 36	NO 0010774516	3,0	99,53	0,51	10,2	3,41	5
7.11.2016	NTB 03/2017	NST 34	NO 0010759442	4,0	99,83	0,51	10,5	2,62	5
28.11.2016	NTB 06/2017	NST 35	NO 0010767171	3,0	99,68	0,58	7,2	2,39	7
19.12.2016	NTB 12/2017	NST 37	NO 0010780984	6,0	99,45	0,55	11,1	1,84	-
Emisjonsvolum til markedet av statskasseveksler:				68,0	Gjennomsnitt:		8,8	2,2	9

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

B.2: UTESTÅENDE STATSGJELD PER 31. DESEMBER 2016¹

Lån	Børs id.	ISIN-nummer	Forfallsdato	Utestående ved årsslutt 2015	Utstedelser 2016	Forfall/ tilbakekjøp 2016	Utestående volum ved årsslutt 2016
<i>Statsobligasjoner</i>							
NGB 05/2017	NST 472	NO 0010313356	19.5.2017	65,7	-	14,8	51,0
NGB 05/2019	NST 473	NO 0010429913	22.5.2019	67,0	11,0	-	78,0
NGB 05/2021	NST 474	NO 0010572878	25.5.2021	74,0	3,0	-	77,0
NGB 05/2023	NST 475	NO 0010646813	24.5.2023	53,0	3,0	-	56,0
NGB 03/2024	NST 476	NO 0010705536	14.3.2024	45,0	-	-	45,0
NGB 03/2025	NST 477	NO 0010732555	13.3.2025	33,0	6,0	-	39,0
NGB 02/2026	NST 478	NO 0010757925	19.2.2026	-	37,0	-	37,0
Totalt statsobligasjoner				337,7	60,0	14,8	383,0
<i>Statskasseveksler</i>							
NTB 03/2016	NST 30	NO 0010732787	16.3.2016	29,0	-	29,0	-
NTB 06/2016	NST 31	NO 0010740327	15.6.2016	21,0	5,0	26,0	-
NTB 09/2016	NST 32	NO 0010745177	21.9.2016	20,0	8,0	28,0	-
NTB 12/2016	NST 33	NO 0010754278	21.12.2016	16,0	11,0	27,0	-
NTB 03/2017	NST 34	NO 0010759442	15.3.2017	-	27,0	-	27,0
NTB 06/2017	NST 35	NO 0010767171	21.6.2017	-	20,0	-	20,0
NTB 09/2017	NST 36	NO 0010774516	20.9.2017	-	15,0	-	15,0
NTB 12/2017	NST 37	NO 0010780984	20.12.2017	-	14,0	-	14,0
Totalt statskasseveksler				86,0	100,0	110,0	76,0
Total statsgjeld				423,7	160,0	124,8	459,0

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

B.3: UTVIKLINGEN I STATSGJELDEN¹

År	Statsobligasjoner					Statskasseveksler						Samlet gjeld ved årsslutt
	Utstedt til marked	Utstedt til egenbeholdning	Tilbakekjøpt og nedskrevet	Forfall	Utestående volum ved årsslutt	Utstedt til marked u. bytteordningen	Utstedt til egenbeholdning	Bytteordningen auksjoner	Bytteordningen rullinger	Forfall	Utestående volum ved årsslutt	
2005	18,0	-	-	-	152,0	54,0	12,0			77,0	55,0	207,0
2006	34,1 ²	4,8	6,4	-	184,5	53,0	12,0			66,0	54,0	238,5
2007	23,0	7,3	-	29,5	185,3	50,8	12,0			71,8	45,0	230,3
2008	24,0	3,7	-	-	213,0	44,0	27,0	42,0		63,0	95,0	308,0
2009	34,0	2,3	-	45,0	204,4	46,0	24,0	187,5	241,7	302,6	291,6	495,9
2010	24,0	8,0	-	-	236,6	45,0	24,0		443,0	524,4	279,1	515,7
2011	20,0	-	-	46,2	210,4	32,0	24,0		332,5	461,4	206,2	416,6
2012	60,0	4,0	-	-	274,4	62,0	24,0		271,8	366,5	197,4	471,8
2013	62,0	19,0	-	66,5	288,9	70,0	24,0		171,7	301,2	161,9	450,8
2014	64,0	8,0	17,2	-	343,7	67,0	24,0			168,9	84,0	427,7
2015	46,0	8,0	-	59,9	337,7	65,0	40,0			103,0	86,0	423,7
2016	52,0	8,0	14,8	-	383,0	68,0	32,0			110,0	76,0	459,0

¹ Alle tall i milliarder kroner.

² Inkludert 9,1 milliarder kroner utstedt direkte til Folketrygdfondet i forbindelse med avvikling av skyggelånsordningen.

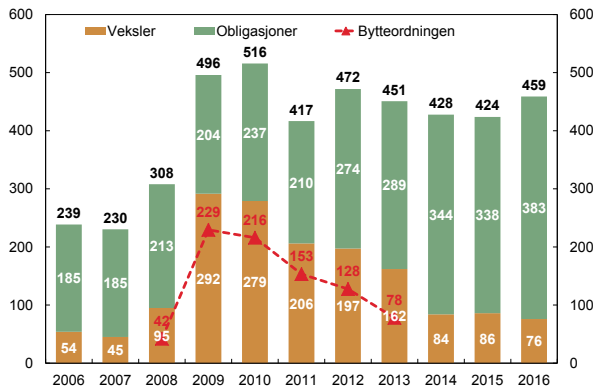
B.4: RENTEBYTTEAVTALER PER 31. DESEMBER 2016

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	199,9
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	186	67,1
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	0	0,0

VEDLEGG C: FIGURER¹

Figur 1: Utestående statsgjeld

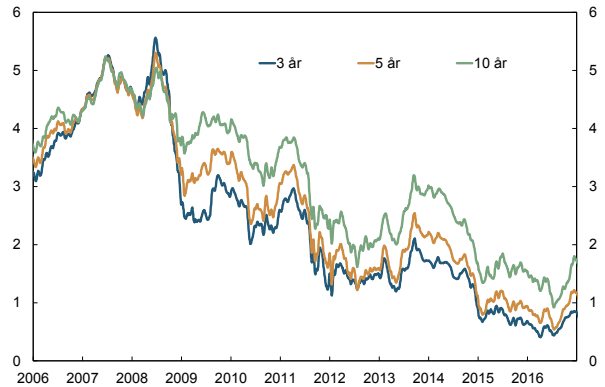
Ved utgangen av året for 2006–2016. Milliarder kroner



Figur 2: Norsk syntetisk 3-, 5- og 10-års statsrente

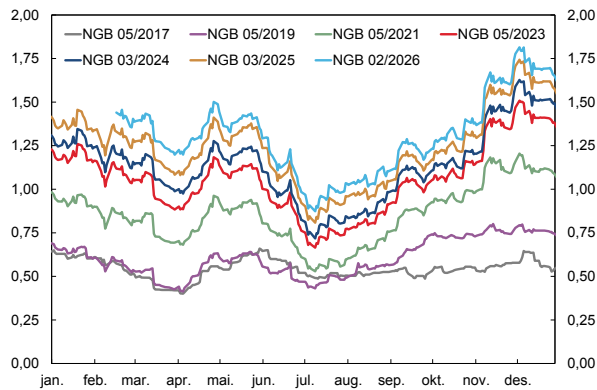
10-dagers bevegelig gjennomsnitt.

2. januar 2006–30. desember 2016. Prosent



Figur 3: Renter på norske statsobligasjoner

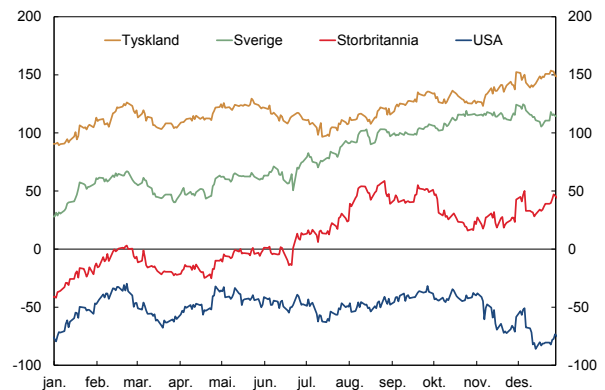
4. januar–30. desember 2016. Prosent



Figur 4: Rentedifferanse mellom Norge og utvalgte land

Renten på statsobligasjonen med gjenværende løpetid

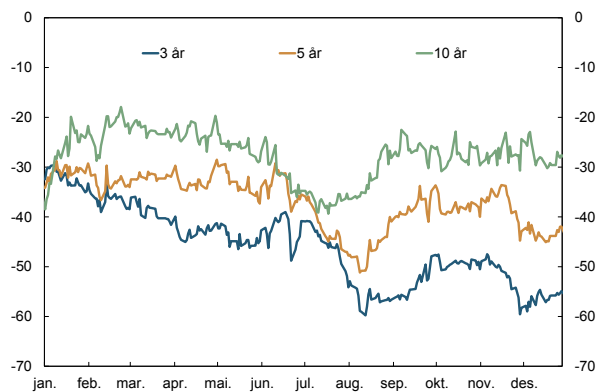
nærmest 10 år. 4. januar–30. desember 2016. Basispunkter



Figur 5: Differanse mellom stats- og swaprente

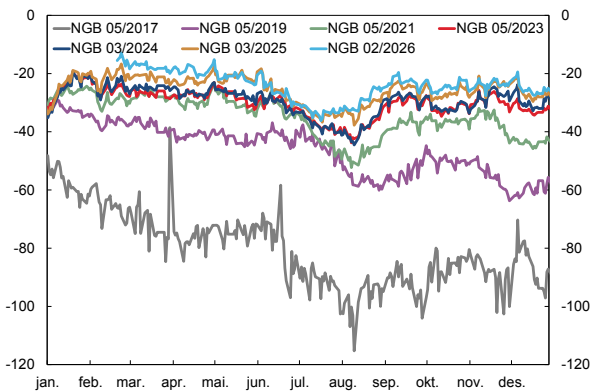
Statsrenter minus swaprenter. Syntetiske statsrenter.

4. januar–30. desember 2016. Basispunkter



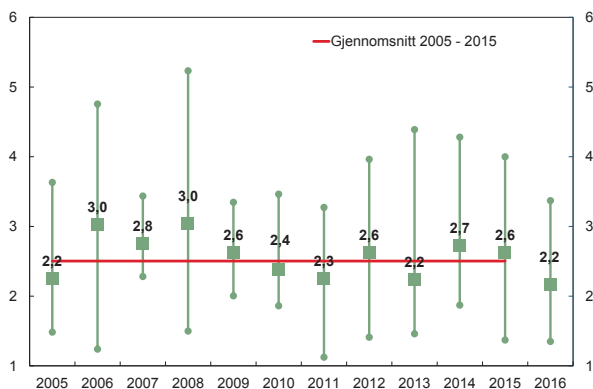
Figur 6: Assetswapspreid for statsobligasjonene

4. januar–30. desember 2016. Basispunkter

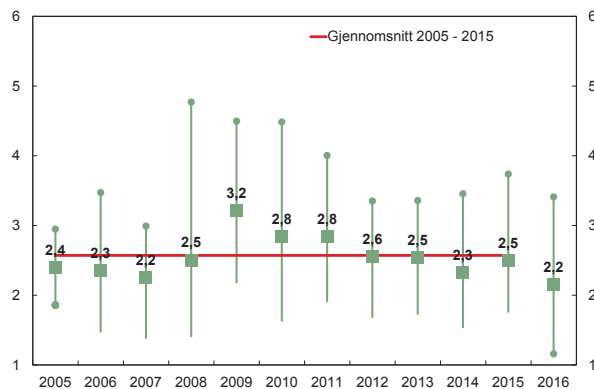


¹ Kilder: Norges Bank, Oslo Børs, Thomson Reuters og Verdipapirsentralen.

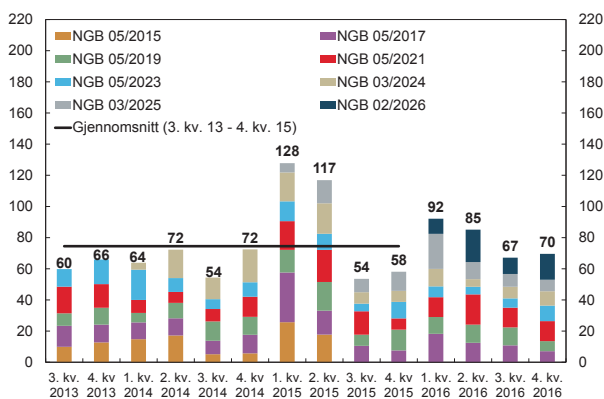
Figur 7: Etterspørselsindikator obligasjonsauksjoner
Gjennomsnitt og utfallsrom per år for årene 2005–2016



Figur 8: Etterspørselsindikator vekselauksjoner
Gjennomsnitt og utfallsrom per år for årene 2005–2016

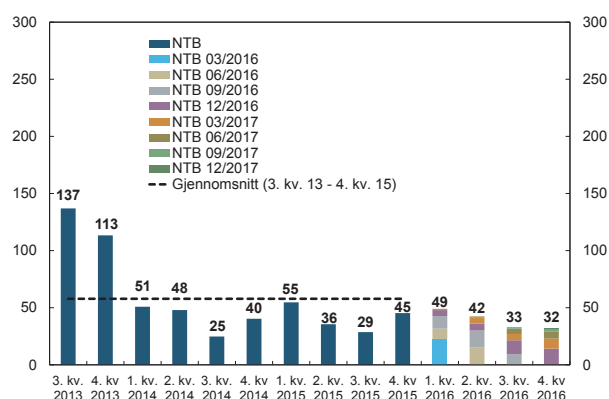


Figur 9: Kvartalsvis omsetning av obligasjoner¹
Oslo Børs. Fordelt på lån. Milliarder kroner.
3. kvartal 2013–4. kvartal 2016



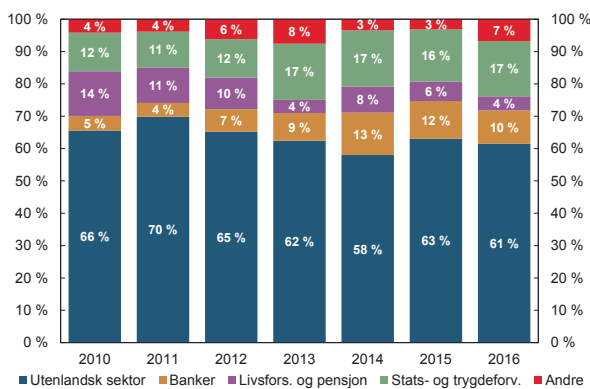
¹ I nominell verdi og uten emisjoner og tilbakekjøpsauksjoner.

Figur 10: Kvartalsvis omsetning av vekslar¹
Oslo Børs. Fordelt på lån. Milliarder kroner.
3. kvartal 2013–4. kvartal 2016

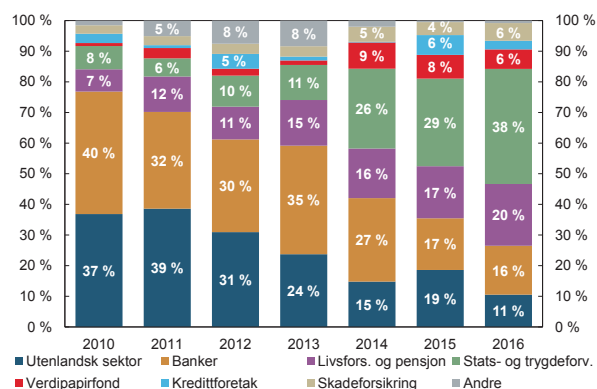


¹ I nominell verdi og uten emisjoner.

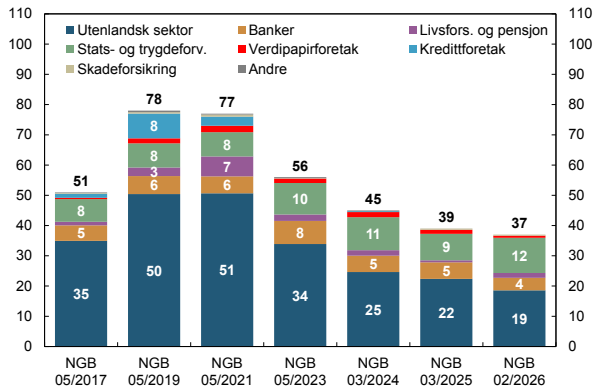
Figur 11: Eierfordeling obligasjoner
Ved inngangen til desember for 2010–2015.
Per 26. desember 2016



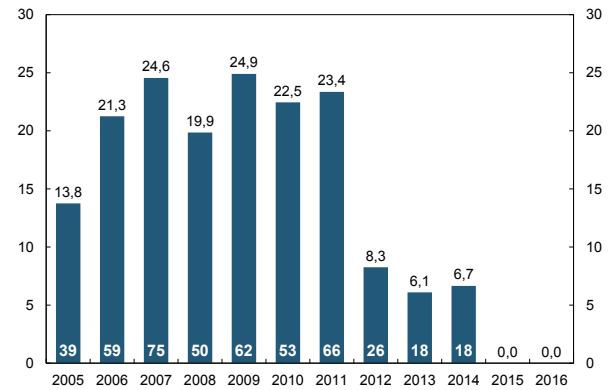
Figur 12: Eierfordeling vekslar
Ved inngangen til desember for 2010–2015.
Per 26. desember 2016



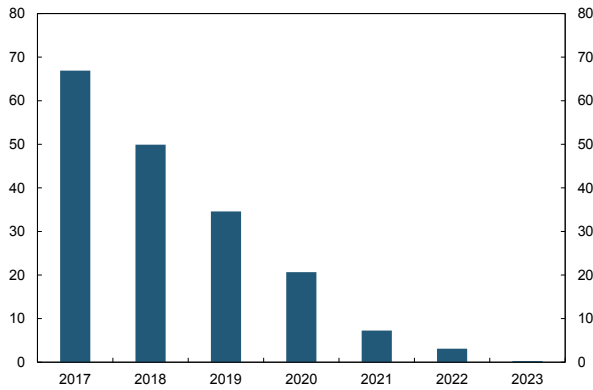
Figur 13: Eierfordeling obligasjoner fordelt på lån
Inkludert statens egenbeholdning. Milliarder kroner.
Per 26. desember 2016



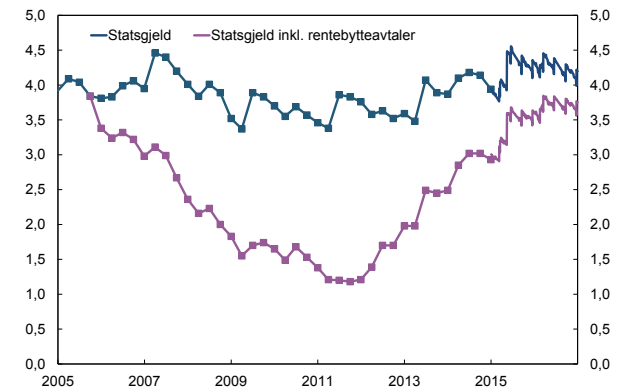
Figur 14: Volum og antall inngåtte rentebytteavtaler
Milliarder kroner. 2005-2016



Figur 15: Gjenstående hovedstol ved utgangen av året for rentebytteavtalene
Milliarder kroner. Per 31. desember 2016



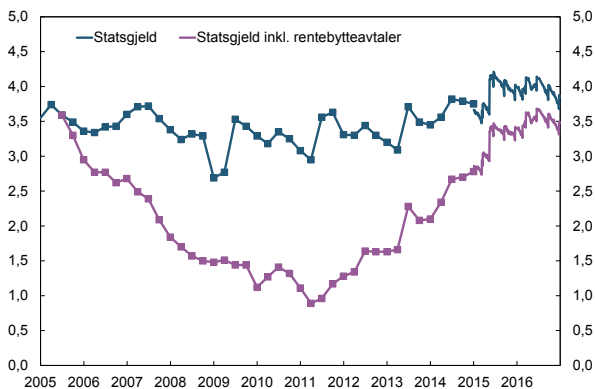
Figur 16: Løpetid¹
Låneporteføljen. År. Kvartalsvise data 2004-2014.
Daglige data fra 2015



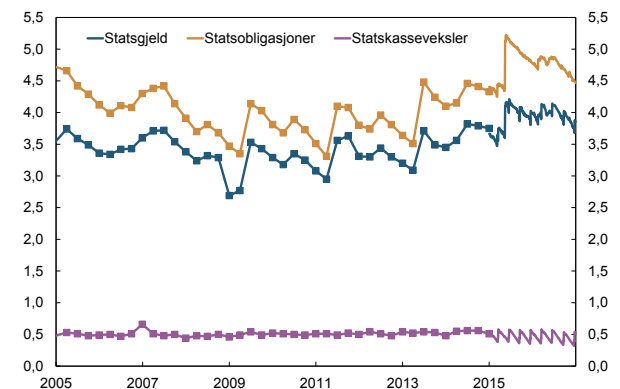
¹ Tid til forfall av hovedstol

Kilde: Norges Bank

Figur 17: Modifisert durasjon
Låneporteføljen. Kvartalsvise data, ekskl. statens egenbeholdning, 2005-2014. Daglige data fra 2015

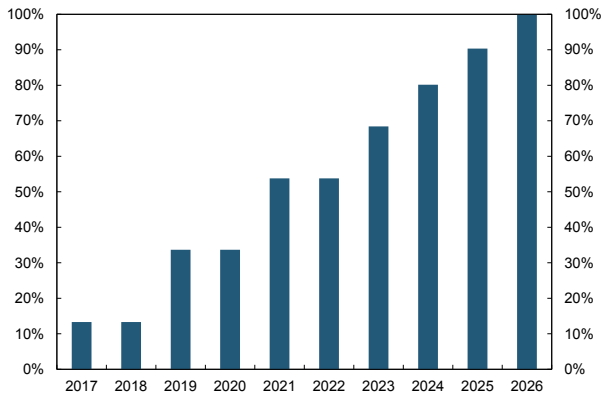


Figur 18: Modifisert durasjon
Statspapirer. Kvartalsvise data, ekskl. statens egenbeholdning, 2005-2014. Daglige data fra 2015



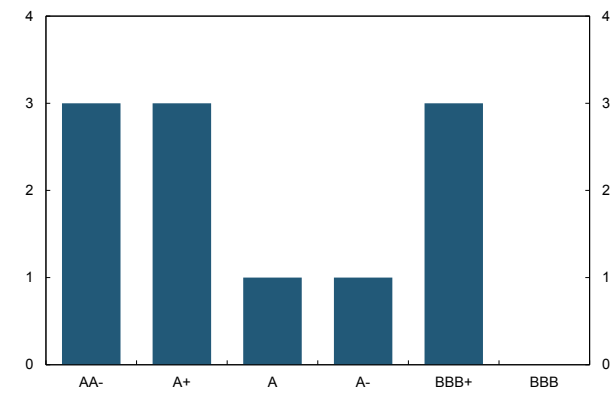
Figur 19: Forfallsprofil

Statsobligasjoner. Akkumulert forfall i prosent av totalt utestående volum per 30. desember 2016



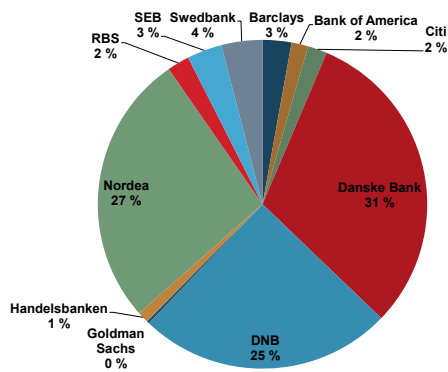
Figur 20: Kredittvurdering motparter i rentebytteavtaler

Antall motparter per 30. desember 2016



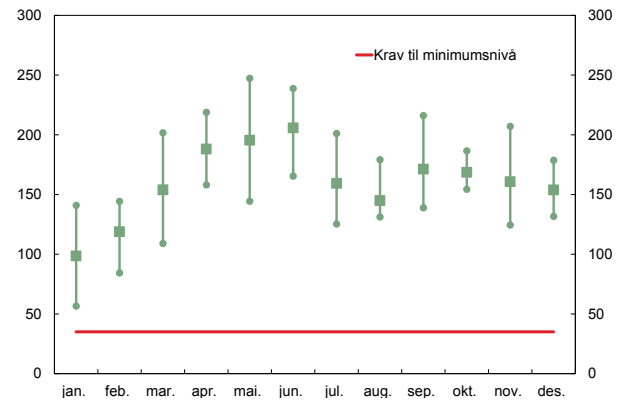
Figur 21: Hovedstol rentebytteavtaler

Fordelt etter motpart. Per 30. desember 2016



Figur 22: Statens kontantbeholdning

Gjennomsnitt og utfallsrom per måned for januar 2016-december 2016. Milliarder kroner



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 en hundredels prosentenheter (0,01 prosentenheter). 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 betalingsforpliktelse (forfall av hovedstol, samt kupongrente) staten står overfor per kalenderår de kommende 10 år, gitt utestående gjeld pr dato.

Gjenkjøpsavtale

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

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 en prosentenheter, vil statens kostnader isolert sett øke med ca. 1 prosent av dette beløpet de kommende 12 månedene.

Kredittrisiko

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

Kupong

Den årlige faste renten på et obligasjonslån.

Likviditetsrisiko

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

Løpetid

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

Låneportefølje

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

Modifisert durasjon (rentefølsomhet)

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

Operasjonell risiko

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

Primærhandler

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

Refinansieringsrisiko

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

Rentebindingstid

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

Rentebytteavtale (renteswap)

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

Renterisiko

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

Spread

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

Statens egenbeholdning

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

Statskasseveksel

Gjeldsinstrument med løpetid inntil ett år som utstedes som nullkupongpapirer.

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

Statsobligasjon

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

Swap

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

Swapsread

Differansen mellom statsrente og swaprente med samme løpetid eller durasjon.

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).

VEDLEGG E: RAMMER I ÅRSRAPPORTER

- 2015:**
- 1: Terminpremier
 - 2: Salgsauksjoner av norske statspapirer
 - 3: Primærhandlerordningen i Norge

- 2016:**
- 1: Terminpremier
 - 2: Godtgjørelse til primærhandlerne for 2017
 - 3: Indikatorer for likviditeten i statsobligasjonsmarkedet
 - 4: Begrepet «Lavest mulige kostnader»

