

STATSGJELDSFORVALTNINGEN

Kvartalsrapport

1 | 2020

APRIL 2020

RAPPORT FOR
FØRSTE KVARTAL 2020

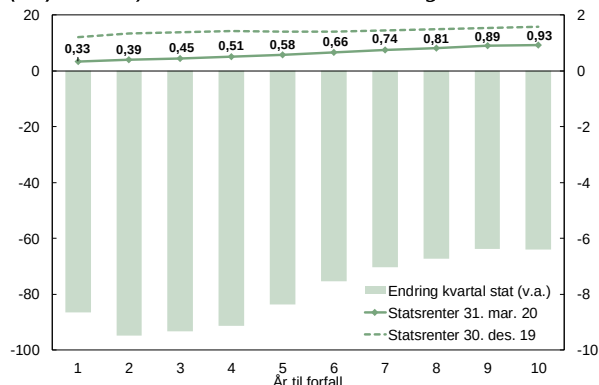


NORGES BANK

Markedsutviklingen

Utbruddet av koronaviruset preget utviklingen i norske og internasjonale finansmarkeder i første kvartal. De norske statsobligasjonsrentene falt markert. 2-årsrenten var ned 95 basispunkter og 10-årsrenten falt med 64 basispunkter. Rentene på statskassevekslene falt mellom 85 og 100 basispunkter i løpet av kvartalet.

Figur 1 Norsk statsrentekurve. Generiske statsrenter. Endring i basispunkter (venstre akse). Nivå i prosent (høyre akse). Per 30. desember 2019 og 31. mars 2020



Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Ved utgangen av kvartalet var differansen mellom stats- og swaprentene (generisk norsk statsrente mot swaprente) i 10-årssegmentet om lag -17 basispunkter. I 2019 lå forskjellen mellom disse rentene i intervallet 33-52 basispunkter.

På grunn av de utfordrende markedsforholdene har primærhandlerne stilt utvidede kursforskjeller i statsobligasjoner og statskasseveksler. Den 11. mars besluttet Norges Bank at primærhandlerne kunne stille en kursforskjell som tilsvarer inntil tre ganger den normale forskjellen i kjøps- og salgskursene.¹ Mellom 16. og 20. mars reduserte i tillegg Norges Bank minimumskravet til størrelsen av synlige ordre som stilles.

Regjeringens økonomiske tiltak i lys av virusutbruddet har økt statens opplåningsbehov. Den 30. mars publiserte Statsgjeldsforvaltningen endringer i Strategi og låneprogram for 2020.² Det økte opplåningsbehovet vil dekkes ved en gradvis økning i utstedelser av både statsobligasjoner og statskasseveksler.

Syndikering av ny 10-års statsobligasjon

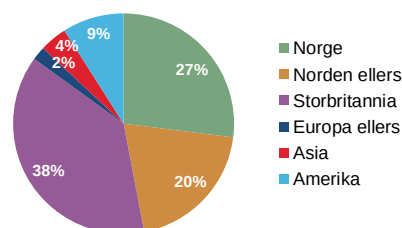
Statsgjeldsforvaltningen utstedte i februar et nytt obligasjonslån ved syndikering. Dette var tredje gang syndikering blir benyttet som salgsform. Tilretteleggere var Danske Bank, DNB, Nordea og SEB.

Lånet ble utstedt med en løpetid på 10 ½ år. På den måten vil lånet være nærmere 10-årspunktet på rentekurven i en lengre periode enn et lån med nøyaktig 10 års løpetid ved utstedelse.

Det var sterk interesse for obligasjonen. Ordreboken var på over 65 milliarder kroner og inneholdt bud fra mer enn 55 investorer.

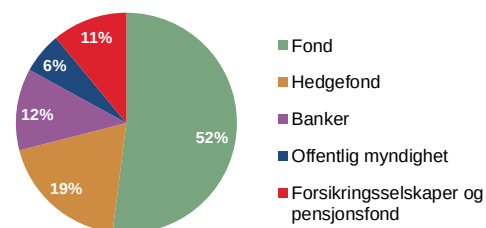
Det ble emittert 20 milliarder kroner til markedet. I tildelingen av lånet fikk britiske investorer størst andel, etterfulgt av norske og nordiske investorer. Fondsforvaltere og hedgefond fikk høyest andel av tildelingen med henholdsvis 52 og 19 prosent. Andelen som gikk til hedgefond, var lavere enn ved de to foregående syndikeringene.

Figur 2 Regionsfordeling i syndikeringen. Andel i prosent av utstedelsesvolumet



Kilde: Norges Bank

Figur 3 Investorfordeling i syndikeringen. Andel i prosent av utstedelsesvolumet



Kilde: Norges Bank

¹ I henhold til primærhandleravtalen §3 tredje ledd.

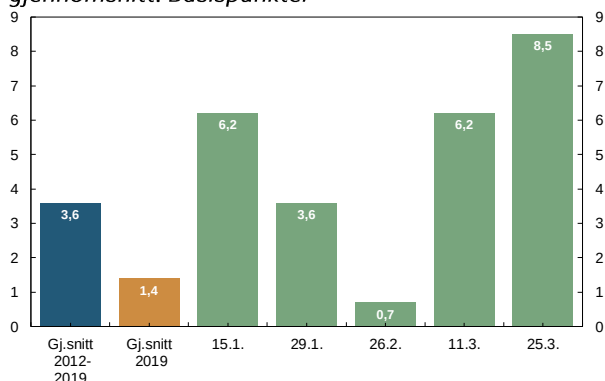
² Se Endringer i Strategi og låneprogram 2020 for mer informasjon om endringene i obligasjons- og vekselopplåningen.

Auksjoner av statsobligasjoner

I første kvartal ble det utstedt 13 milliarder kroner i fem auksjoner. På forhånd var det publisert et planlagt emisjonsvolum på mellom 13 og 17 milliarder kroner, utenom syndikeringen av en ny 10-års statsobligasjon. Til sammen ble det emittert 33 milliarder kroner til markedet i løpet av kvartalet.

De utfordrende markedsforholdene påvirket auksjonspremiene i første kvartal. Målt som forskjellen mellom tildelingsrenten i auksjonen og samtidig salgsrente i annenhåndsmarkedet på Oslo Børs kl. 11, var auksjonspremien i gjennomsnitt 5 basispunkter. Høyeste auksjonspremie var 8,5 basispunkter, mens laveste var 0,7. I gjennomsnitt var den 1,4 basispunkter i 2019. Auksjonspremien i auksjonene 11. og 25. mars må tolkes i lys av de store forskjellene mellom kjøps- og salgsrentene i annenhåndsmarkedet på auksjonstidspunktet.

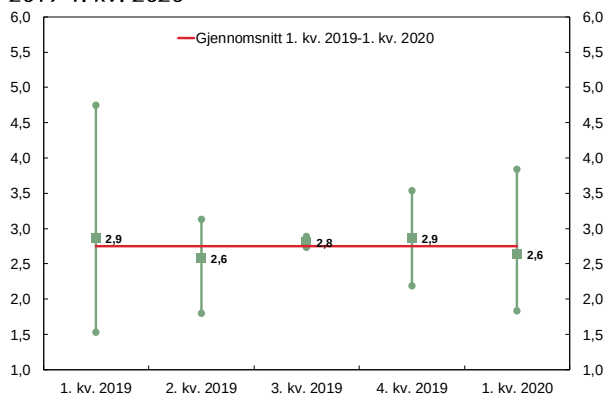
Figur 4 Auksjonspremie statsobligasjoner. Auksjonene i 1. kvartal 2020 sammenlignet med historiske gjennomsnitt. Basispunkter



Kilder: Oslo Børs og Norges Bank

Gjennomsnittlig etterspørselsindikator var 2,6 i første kvartal. Etterspørselsindikatoren var høyest i auksjonen 26. februar med 3,8 og lavest i auksjonen 15. januar med 1,8.

Figur 5 Etterspørselsindikator auksjoner av statsobligasjoner. Gjennomsnitt og utfallsrom. 1. kv. 2019-1. kv. 2020



Kilde: Norges Bank

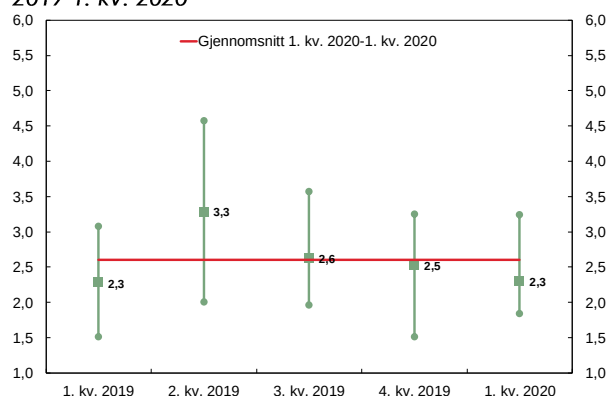
Auksjoner av statskasseveksler

I første kvartal ble det avholdt seks vekselauksjoner. Det ble emittert 18 milliarder kroner til markedet, i tråd med hva som var planlagt og publisert i forkant.

Etterspørselsindikatoren varierte mellom 1,8 og 3,2. Gjennomsnittlig etterspørselsindikator i første kvartal var 2,6. Det er rett i underkant av gjennomsnittet det siste året.

En ny 12-måneders veksle ble utstedt med oppgjør på IMM-datoen i mars. I denne auksjonen var etterspørselsindikatoren 2,6.

Figur 6 Etterspørselsindikator for auksjoner av statskasseveksler. Gjennomsnitt og utfallsrom. 1. kv. 2019-1. kv. 2020

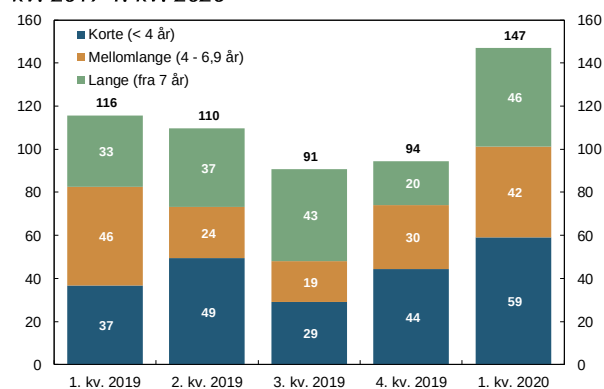


Kilde: Norges Bank

Omsetning

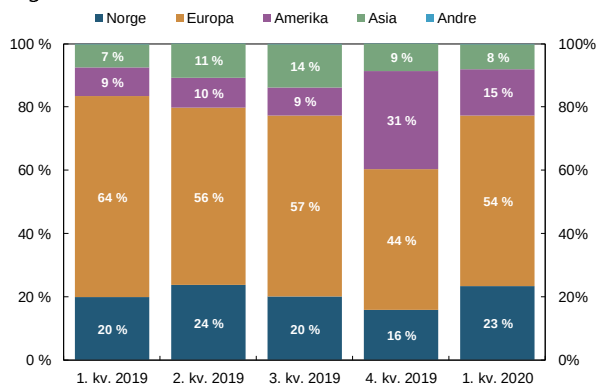
I første kvartal rapporterte primærhandlerne en omsetning i statsobligasjoner på om lag 147 milliarder kroner. Omsetningen var høyere enn i hvert av kvartalene i 2019. Det var høyest omsetning i de korteste obligasjonene. Primærhandlerne har høyest omsetning med motparter i Europa.

Figur 7 Omsetning statsobligasjoner. Fordelt på ulike gjenstående løpetidsintervaller. Milliarder kroner. 1. kv. 2019-1. kv. 2020



Kilder: Primærhandlerne og Norges Bank

Figur 8 Omsetning statsobligasjoner. Fordelt på regioner. Prosent. 1. kv. 2019-1. kv. 2020

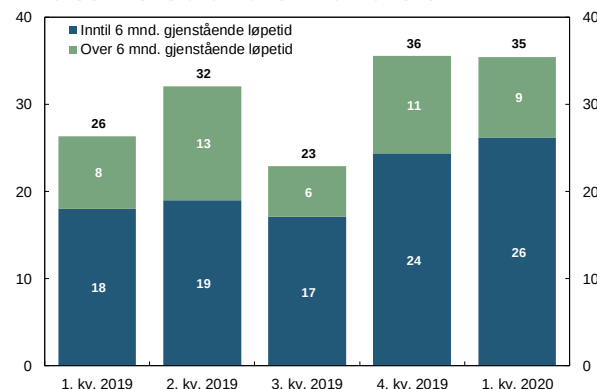


Kilder: Primærhandlerne og Norges Bank

Primærhandlerne har anledning til å låne statspapirer fra statens egenbeholdning.³ Utnyttelsen av låneadgangen i første kvartal var høyere enn den gjennomsnittlige utnyttelsen i 2019, men lavere enn utnyttelsen i fjerde kvartal. Det siste året har utnyttelsen vært høyest i obligasjonene med mindre enn fem år til forfall.

Primærhandlerne rapporterte en samlet omsetning i statskassaveksler på om lag 35 milliarder kroner i første kvartal. Det er gjennomgående at omsetningen er høyest i statskassaveksler med gjenstående løpetid inntil 6 måneder. Omsetningen av statskassaveksler er i hovedsak mot motparter i Norge.

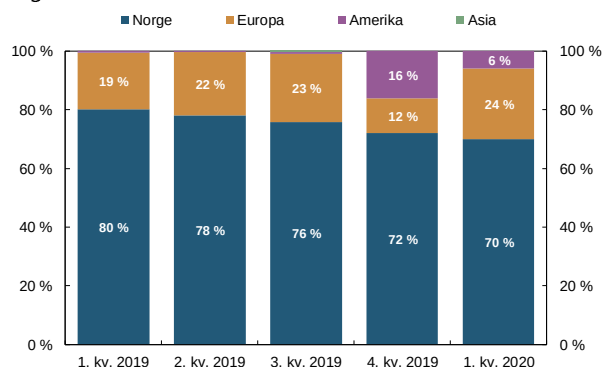
Figur 9 Omsetning statskassaveksler. Fordelt på gjenstående løpetid over og under 6 måneder. Milliarder kroner. 1. kv. 2019-1. kv. 2020



Kilder: Primærhandlerne og Norges Bank

³ Primærhandlerne har inngått rammeavtale med Norges Bank om gjenkjøpsavtaler i samtlige statspapirer. En gjenkjøpsavtale innebærer at primærhandlerne kjøper et statspapir fra statens egenbeholdning med avtale om å selge det tilbake til staten innen én uke. Når en primærhandler inngår en gjenkjøpsavtale med Norges Bank, vil det midlertidig redusere statens egenbeholdning.

Figur 10 Omsetning statskassaveksler. Fordelt på regioner. Prosent. 1. kv. 2019-1. kv. 2020



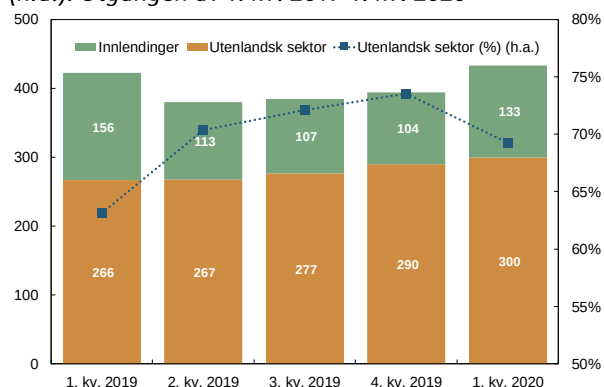
Kilder: Primærhandlerne og Norges Bank

Eierfordeling

Ved utgangen av første kvartal eide utenlandske investorer om lag 300 milliarder kroner i norske statsobligasjoner. Den utenlandske eierandelen falt til i underkant av 70 prosent i løpet av kvartalet. Det var særlig norske banker som økte sin eierandel.

Av de om lag 133 milliarder kronene som var eid av innlendinger, var stats- og trygdeforvaltningen de største eierne med i underkant av 50 milliarder kroner.⁴ Norske banker eide obligasjoner for om lag 57 milliarder kroner. Livsforsikringsselskaper og pensjonskasser eide for om lag 10 milliarder kroner, mens verdipapirfond og kredittforetak eide for henholdsvis 5 og 2 milliarder kroner.

Figur 11 Eierfordeling statsobligasjoner. Innlendinger og utenlandsk sektor. Milliarder kroner (v.a.). Prosent (h.a.). Utgangen av 1. kv. 2019-1. kv. 2020

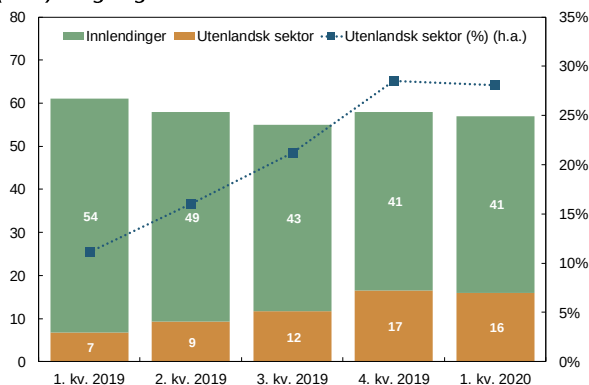


Kilde: Verdipapirsentralen

⁴ Staten har i utgangspunktet en egenbeholdning i obligasjoner på 42 milliarder kroner per utgangen av første kvartal 2020. Den faktiske beholdningen vil imidlertid være lavere dersom primærhandlerne har inngått gjenkjøpsavtaler i statsobligasjoner med Norges Bank.

Statskasseveksler er i motsetning til obligasjoner i hovedsak eid av innlendinger. Den utenlandske eierandelen i statskasseveksler økte imidlertid i løpet av 2019. Ved utgangen av første kvartal 2020 eide utenlandske investorer 16 milliarder kroner av utestående vekselgjeld på 57 milliarder kroner.

Figur 12 Eierfordeling statskasseveksler. Innlendinger og utenlandsk sektor. Milliarder kroner (v.a.). Prosent (h.a.). Utgangen av 1. kv. 2019-1. kv. 2020



Kilde: Verdipapirsentralen

I likhet med statsobligasjonene, var det også høy aktivitet i markedet for gjenkjøpsavtaler i veksleene. Staten har i utgangspunktet en egenbeholdning på 24 milliarder kroner i statskasseveksler. Statens faktiske beholdning vil imidlertid variere med primærhandlernes bruk av gjenkjøpsavtaler. Totalt hadde stats- og trygdeforvaltningen en beholdning av statskasseveksler på om lag 15½ milliarder kroner ved utgangen av første kvartal. Norske banker eide statskasseveksler for i overkant av 8 milliarder kroner, mens norske livsforsikringsselskaper og pensjonskasser eide for i underkant av 7 milliarder kroner.

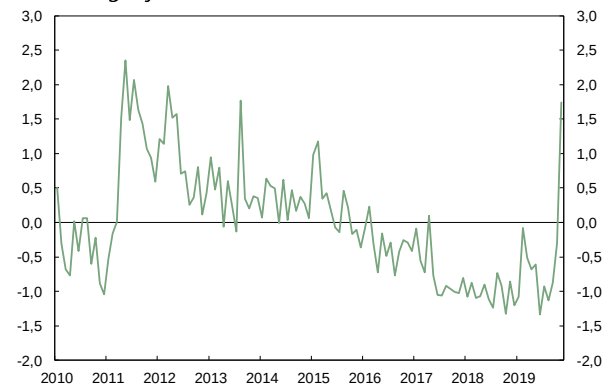
Markedslikviditet

Statsgjeldsforvaltningen måler likviditeten i statsobligasjonsmarkedet ved hjelp av en likviditetsindeks beregnet fra fire ulike likviditetsindikatorer.⁵ Indeksen er konstruert slik at jo lavere verdi den har, jo mer likvid er markedet. I gjennomsnitt er likviditetsindeksen null.

Som følge av de urolige markedsforholdene knyttet til utbruddet av koronaviruset, steg likviditetsindeksen markert mot slutten av første kvartal og var nær historisk høye nivåer.

⁵ Se Norges Bank Staff Memo 8/2019 for en detaljert beskrivelse av likviditetsindikatorene.

Figur 13 Likviditetsindeks. Månedlig gjennomsnitt. Statsobligasjoner. Prosent. Mai 2010-mars 2020



Kilder: Thomson Reuters, Oslo Børs og Norges Bank

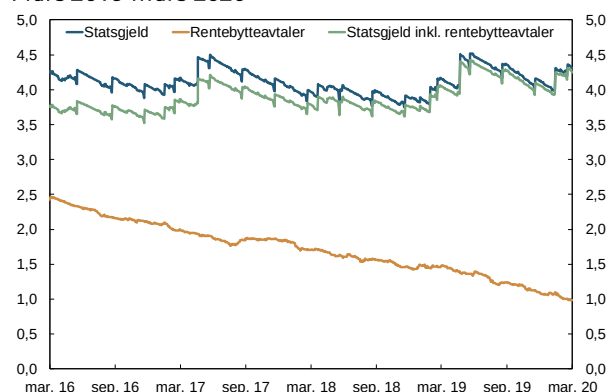
Rentebytteavtaler

Det ble ikke inngått nye rentebytteavtaler i første kvartal. Det forfalt åtte avtaler med et samlet volum på 3,6 milliarder kroner.

Renterisiko

Porteføljen av statskasseveksler og obligasjoner hadde ved utgangen av første kvartal en rentebindingstid på 4,30 år. Porteføljen av rentebytteavtaler hadde på samme tid en rentebindingstid på 0,99 år. Dette reduserte rentebindingstiden for låneporteføljen (statsgjelden inkl. rentebytteavtaler) til 4,25 år. Rentebindingstiden for låneporteføljen økte med 0,2 år i første kvartal. Finansdepartementet har satt et minimumsnivå for rentebindingen på 2,5 år for låneporteføljen.

Figur 14 Rentebindingstid⁶. Låneporteføljen. År. Mars 2016-mars 2020



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

⁶ Durasjonsberegning gitt effektiv rente på null, se definisjoner for ytterligere opplysninger.

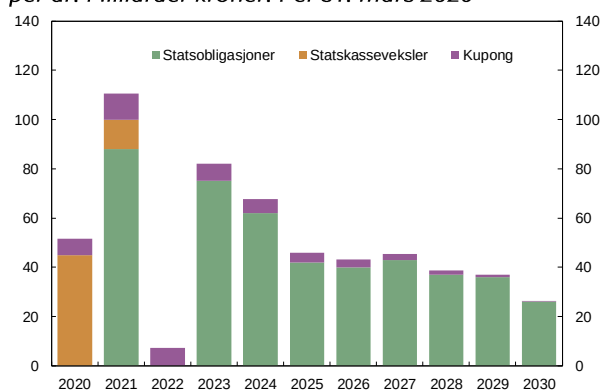
statsgjeldsporteføljens renteeksponering. Svært ulike porteføljer kan ha den samme rentebindingen.

Forfallsprofilen for statens portefølje av statskasseveksler og statsobligasjoner viser at staten har en relativt god spredning på sin renteeksponering ut til 10 år.

Refinansieringsrisiko

I følge mandatet gitt av Finansdepartementet skal lånestrategien utformes med sikte på at mindre enn 25 prosent av utestående statsobligasjoner kan forfalle hvert år. Gitt dagens sammensetning av obligasjonsporteføljen vil 20 prosent forfalle i 2021 og 17 prosent forfalle i 2023.

Figur 15 Forfallsprofil. Forfall av hovedstol og kupong per år. Milliarder kroner. Per 31. mars 2020

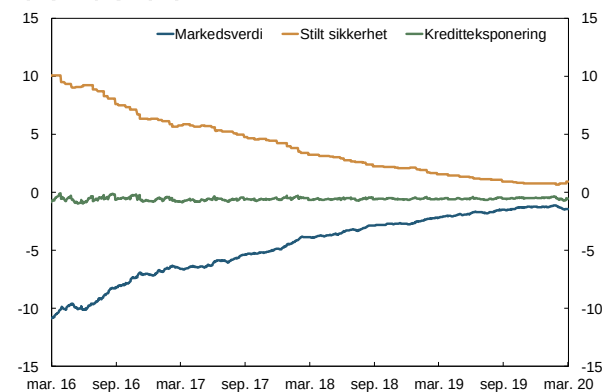


Kilde: Norges Bank

Kredittrisiko

Statens portefølje av rentebytteavtaler besto av 88 avtaler med en samlet hovedstol på 31,0 milliarder kroner ved utgangen av første kvartal 2020. Det er ikke inngått nye avtaler siden november 2014. Endring i porteføljen av rentebytteavtaler skyldes dermed kun forfall av eksisterende avtaler.

Figur 16 Kreditteksponering. Milliarder kroner. Mars 2016-mars 2020



Kilde: Norges Bank

Kreditteksponeringen blir begrenset av at motpartene må stille sikkerhet i form av kontanter dersom markedsverdien av inngåtte rentebytteavtaler er positiv, utover en gitt terskelverdi, i statens favør. Grensen for når sikkerhet må stilles reduseres gradvis med fallende kredittvurdering. Det beregnes sikkerheter to ganger i måneden.

Ved utgangen av første kvartal 2020 hadde statens portefølje av rentebytteavtaler en samlet markedsverdi på 1,5 milliarder kroner i statens favør. Stilte sikkerheter reduserer kreditteksponeringen til 0,6 milliarder kroner.

Tabell 1: Utestående statsgjeld per 31. mars 2020

Lån	Børs id.	ISIN-nummer	Lånets datering	Forfallsdato	Kupong	Totalt ute- stående	Hvorav statens egen- beholdning
					Prosent	Mrd. kr.	Mrd. kr.
Statsobligasjoner							
NGB 05/2021	NST 474	NO0010572878	25.5.2010	25.5.2021	3,75	88	6
NGB 05/2023	NST 475	NO0010646813	24.5.2012	24.5.2023	2,00	75	4
NGB 03/2024	NST 476	NO0010705536	14.3.2014	14.3.2024	3,00	58	6
NGB 03/2025	NST 477	NO0010732555	13.3.2015	13.3.2025	1,75	38	4
NGB 02/2026	NST 478	NO0010757925	19.2.2016	19.2.2026	1,50	36	4
NGB 02/2027	NST 479	NO0010786288	17.2.2017	17.2.2027	1,75	39	4
NGB 04/2028	NST 480	NO0010821598	26.4.2018	26.4.2028	2,00	37	4
NGB 09/2029	NST 481	NO0010844079	6.3.2019	6.9.2029	1,75	36	6
NGB 08/2030	NST 482	NO0010875230	19.2.2020	19.8.2030	1,375	26	4
					Sum	433	42
Statskasseveksl							
NTB 06/2020	NST 47	NO0010857121	19.6.2019	17.6.2020		19	6
NTB 09/2020	NST 48	NO0010863780	18.9.2019	16.9.2020		14	6
NTB 12/2020	NST 49	NO0010870777	18.12.2019	16.12.2020		12	6
NTB 03/2021	NST 50	NO0010876964	18.3.2020	17.3.2021		12	6
					Sum	57	24

Tabell 2: Auksjoner i 1. kvartal 2020

Auksjons- dato	Lån	Volum tildelt markedet	Totalt budvolum	Etterspørsels- indikator	Tildelings- rente	Avvik fra samtidig salgsrente
		Mrd. kr.	Mrd. kr.		Prosent	Basispunkter
Statsobligasjoner						
15.1	NGB 03/2024	3	5,497	1,83	1,38	6,2
29.1	NGB 03/2025	3	7,574	2,52	1,31	3,6
26.2	NGB 09/2029	3	11,532	3,84	1,22	0,7
11.3	NGB 08/2030	2	6,000	3,00	0,90	6,2
25.3	NGB 03/2024	2	4,052	2,03	0,64	8,5
	Sum/gj.snitt	13		2,64		5,0
Statskasseveksler						
13.1	NTB 03/2020	2	3,675	1,84	1,29	11,8
3.2	NTB 06/2020	3	5,885	1,96	1,40	10,1
17.2	NTB 06/2020	2	4,450	2,23	1,46	9,8
2.3	NTB 09/2020	2	6,485	3,24	1,27	-2,1
16.3	NTB 03/2021	6	15,419	2,57	0,46	-
30.3	NTB 06/2020	3	5,806	1,94	0,24	26
	Sum/gj.snitt	18		2,3		11,1

Tabell 3: Planlagt og utført opplåning i markedet. Milliarder kroner

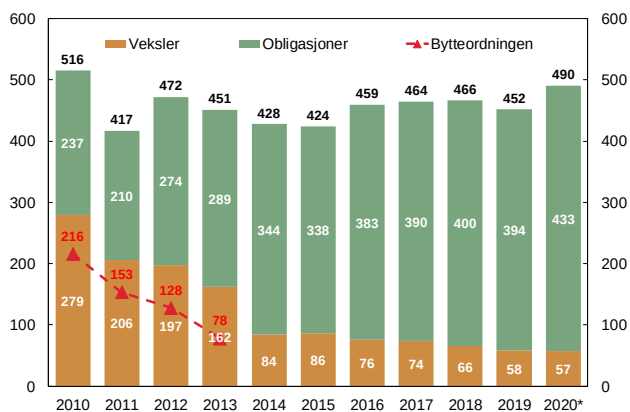
		Statsobligasjoner		Statskasseveksler	
		Planlagt ¹	Faktisk	Planlagt ¹	Faktisk
1.kvartal	Auksjoner	13-17	13	18	18
	Syndikering		20		
2. kvartal	Auksjoner	14-21		25-40	
3. kvartal	Auksjoner				
4. kvartal	Auksjoner				
Totalt 2020 ²		70-85			

¹ Publiserte opplåningsintervall for de enkelte kvartalene.

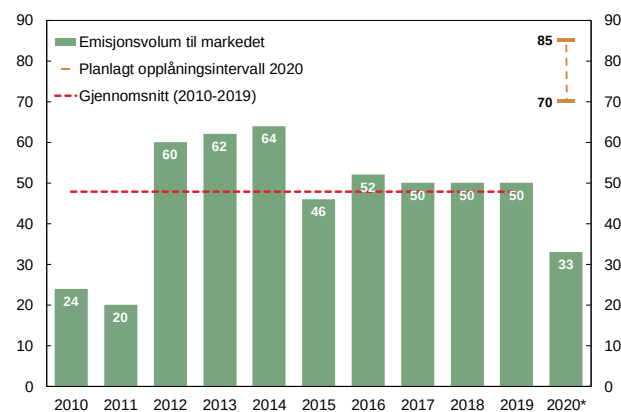
² Se «Strategi og låneprogram for 2020» publisert 18. desember 2019 og «Endringer i Strategi og låneprogram for 2020» publisert 30. mars 2020.

1. Markedsutvikling⁷

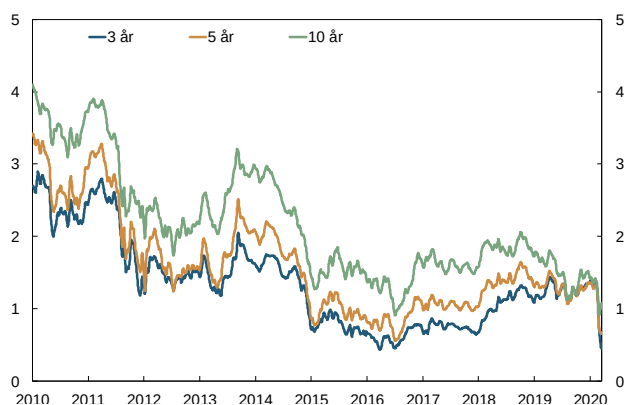
Figur 1.1 Utestående statsgjeld. Milliarder kroner. Ved utgangen av året 2010–2019 og per 1. kv. 2020



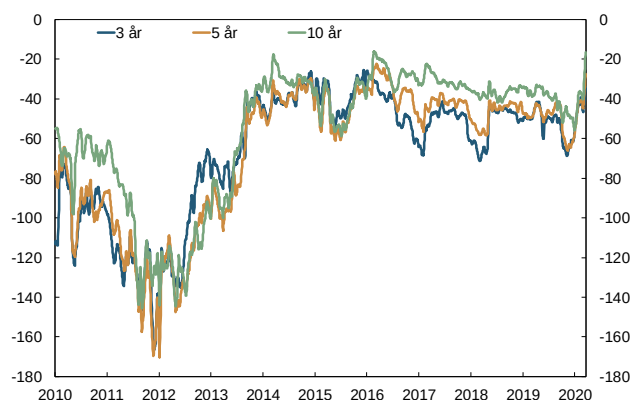
Figur 1.2 Emisjonsvolum av obligasjoner. Til markedet. Milliarder kroner. Ved utgangen av året 2010–2019 og per 1. kv. 2020



Figur 1.3 Norsk generisk 3-, 5- og 10-års statsrente. 10-dagers bevegelig gjennomsnitt. Prosent. 14. januar 2010–31. mars 2020



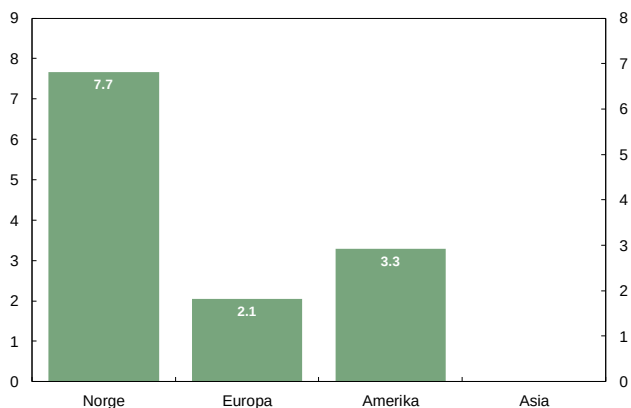
Figur 1.4 Differanse mellom stats- og swaprente. Statsrenter minus swaprenter. Generiske statsrenter. 10-dagers bevegelig gjennomsnitt. Basispunkter. 14. januar 2010–31. mars 2020



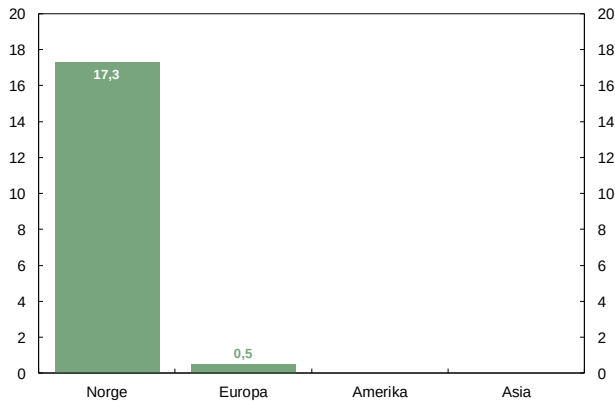
⁷ Kilder: Bloomberg, Thomson Reuters, Oslo Børs, VPS og Norges Bank

2. Auksjoner

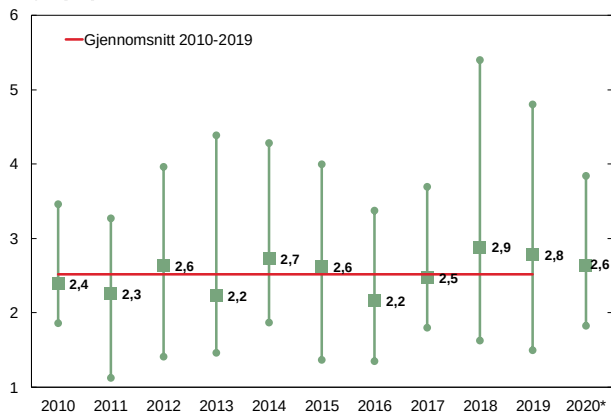
Figur 2.1 Tildelt volum obligasjoner fordelt på regioner. Milliarder kroner. 1. kvartal 2020



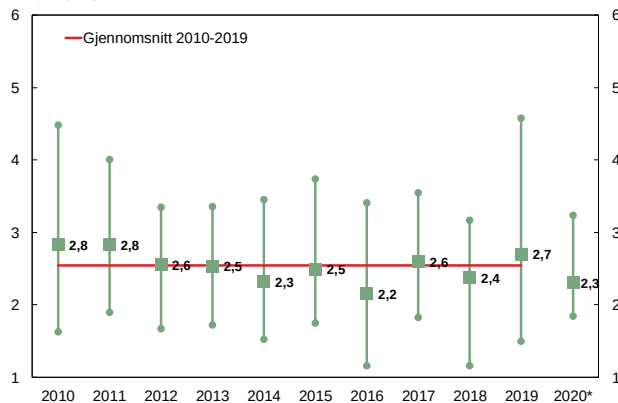
Figur 2.2 Tildelt volum vekslers fordelt på regioner. Milliarder kroner. 1. kvartal 2020



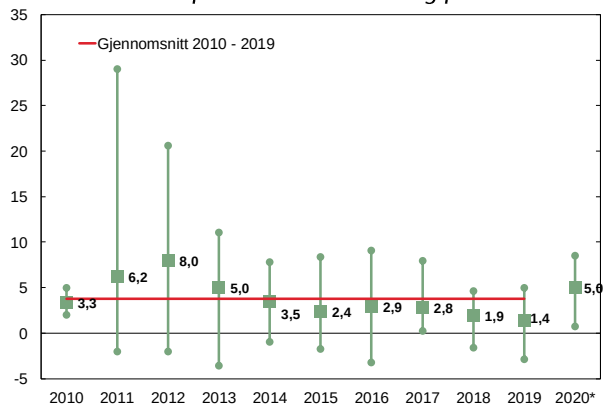
Figur 2.3 Etterspørselsindikator obligasjonsauksjoner. Gjennomsnitt og utfallsrom per år. 2010–2019 og per 1. kv. 2020



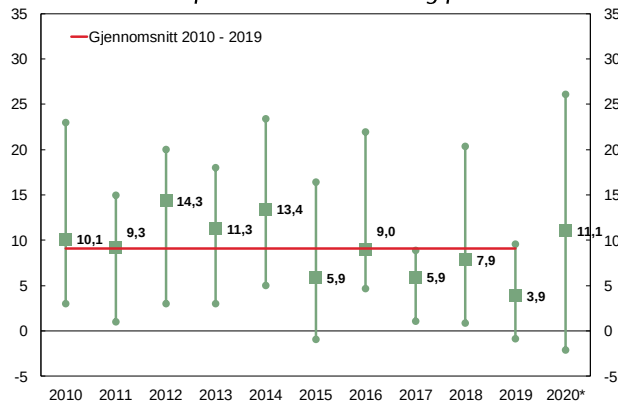
Figur 2.4 Etterspørselsindikator vekselauksjoner. Gjennomsnitt og utfallsrom per år. 2010–2019 og per 1. kv. 2020



Figur 2.5 Auksjonspremie statsobligasjoner. Avvik mellom oppnådd rente i auksjoner av statsobligasjoner og samtidig salgsrente på Oslo Børs. Gjennomsnitt og utfallsrom. Basispunkter. 2010–2019 og per 1. kv. 2020

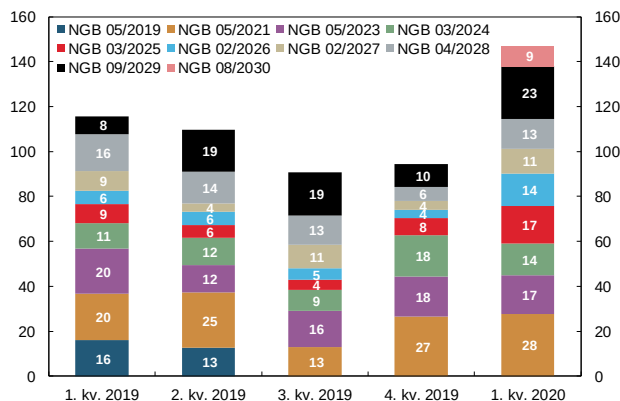


Figur 2.6 Auksjonspremie statskasseveksler. Avvik mellom oppnådd rente i auksjoner av statskasseveksler og samtidig salgsrente på Oslo Børs. Gjennomsnitt og utfallsrom. Basispunkter. 2010–2019 og per 1. kv. 2020

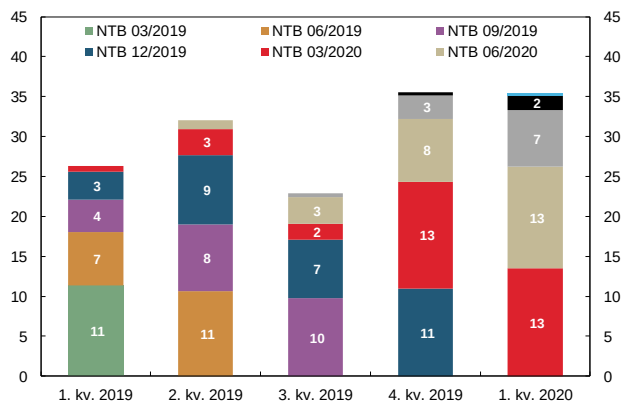


3. Omsetning⁸

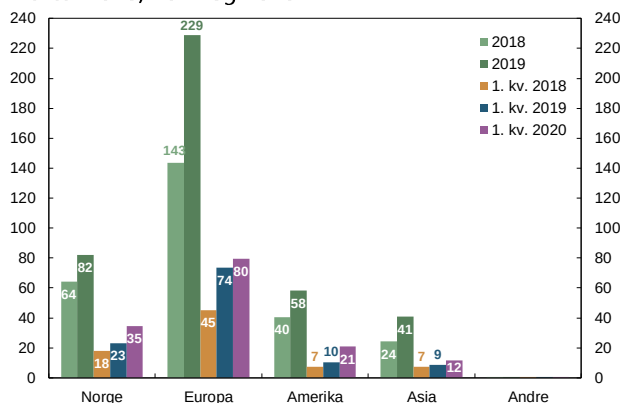
Figur 3.1 Kvartalsvis omsetning av obligasjoner. Rapportert av primærhandlerne. Fordelt på lån. Milliarder kroner. 1. kvartal 2019–1. kvartal 2020



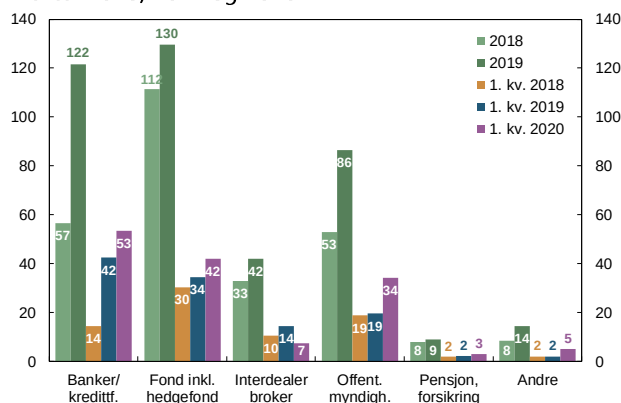
Figur 3.2 Kvartalsvis omsetning av veksler. Rapportert av primærhandlerne. Fordelt på lån. Milliarder kroner. 1. kvartal 2019–1. kvartal 2020



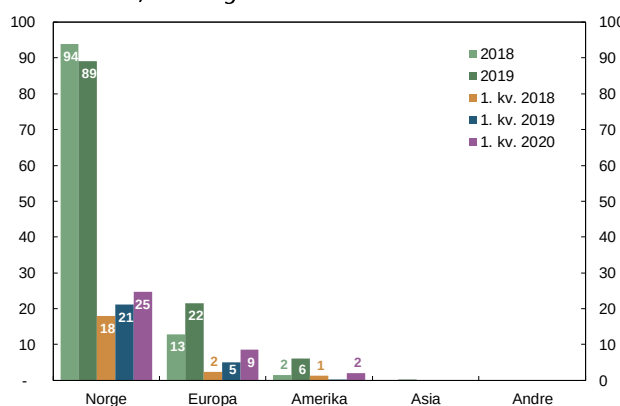
Figur 3.3 Omsetning fordelt på regioner. Statsobligasjoner. Rapportert av primærhandlerne. Milliarder kroner. For hele 2018 og 2019 samt per 1. kvartal 2018, 2019 og 2020



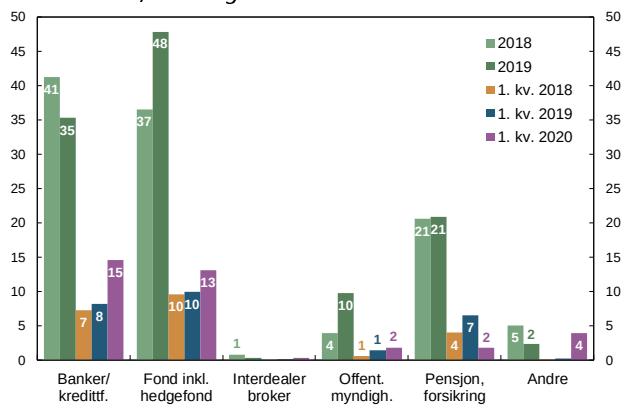
Figur 3.4 Omsetning fordelt på investorkategorier. Statsobligasjoner. Rapportert av primærhandlerne. Milliarder kroner. For hele 2018 og 2019 samt per 1. kvartal 2018, 2019 og 2020



Figur 3.5 Omsetning fordelt på regioner. Statskasserveksler. Rapportert av primærhandlerne. Milliarder kroner. For hele 2018 og 2019 samt per 1. kvartal 2018, 2019 og 2020

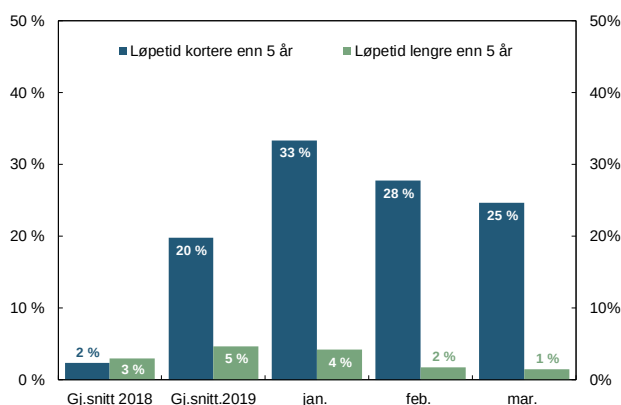


Figur 3.6 Omsetning fordelt på investorkategorier. Statskasserveksler. Rapportert av primærhandlerne. Milliarder kroner. For hele 2018 og 2019 samt per 1. kvartal 2018, 2019 og 2020

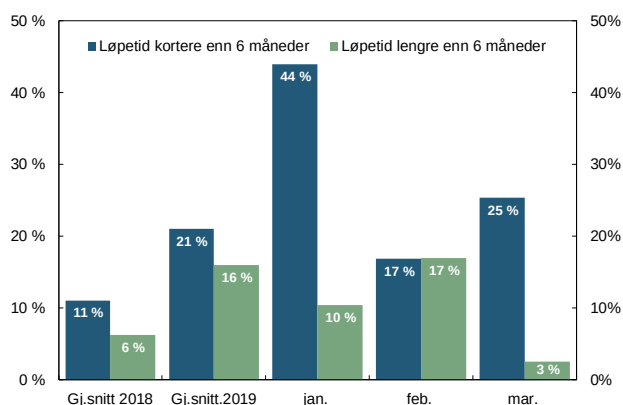


⁸ Omsetningen er summen av (tallverdiene til de innrapporterte) kjøpene og salgene.

Figur 3.7 Gjenkjøpsavtaler med Norges Bank. Obligasjoner. Prosent. Gjennomsnittlig utnyttelsesgrad i 2018 og 2019. Per måned i 1. kvartal 2020

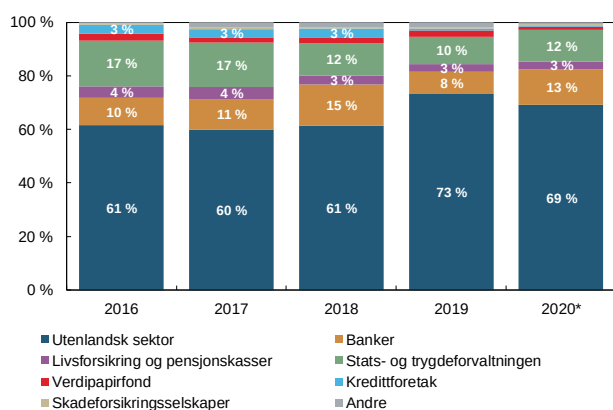


Figur 3.8 Gjenkjøpsavtaler med Norges Bank. Veksler. Prosent. Gjennomsnittlig utnyttelsesgrad i 2018 og 2019. Per måned i 1. kvartal 2020

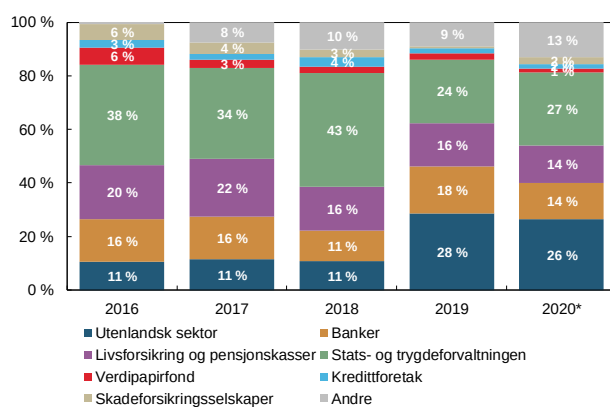


4. Eierfordeling

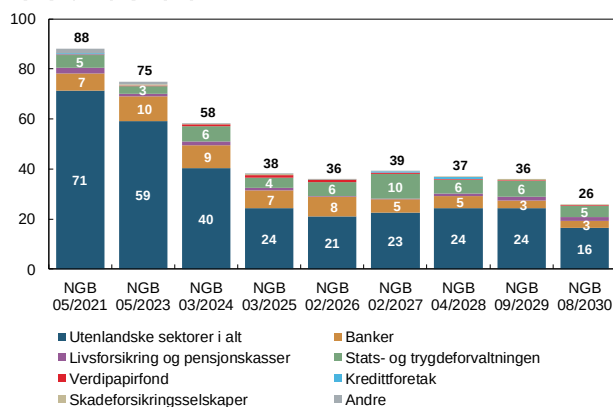
Figur 4.1 Eierfordeling statsobligasjoner. Inkludert statens egenbeholdning. Prosent. Ved utgangen av desember 2016-2019 og per 1. kv. 2020



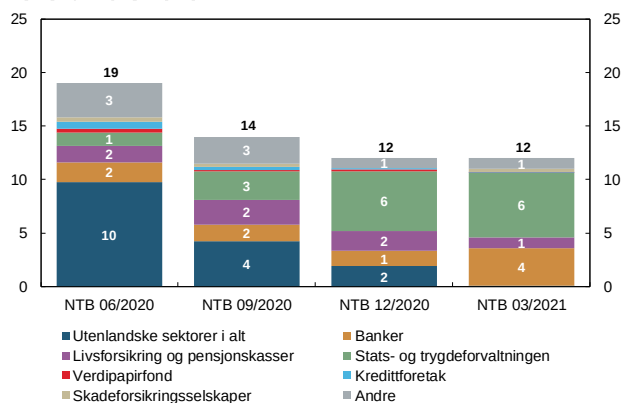
Figur 4.2 Eierfordeling statskasseveksler. Inkludert statens egenbeholdning. Prosent. Ved utgangen av desember 2016-2019 og per 1. kv. 2020



Figur 4.3 Eierfordeling statsobligasjoner fordelt på lån. Inkludert statens egenbeholdning. Milliarder kroner. Per 31. mars 2020

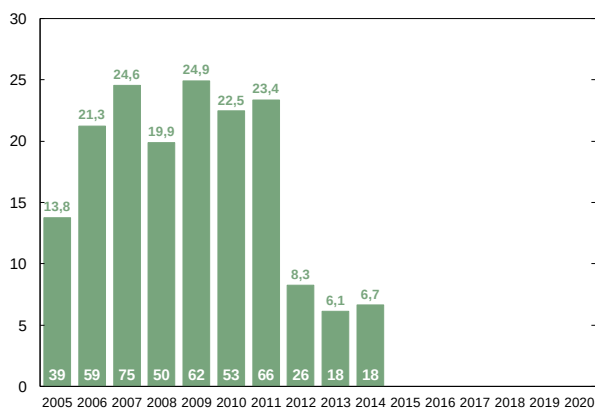


Figur 4.4 Eierfordeling statskasseveksler fordelt på lån. Inkludert statens egenbeholdning. Milliarder kroner. Per 31. mars 2020

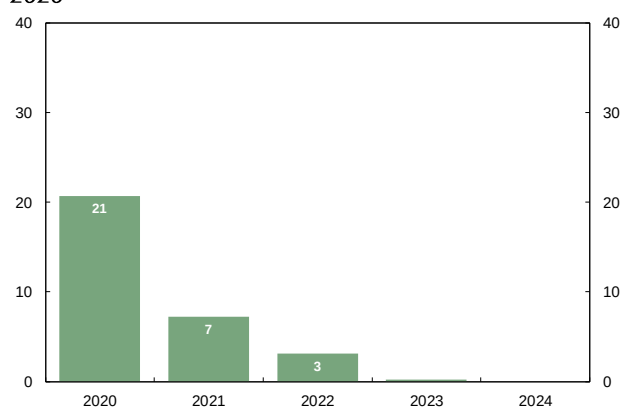


5. Rentebytteavtaler

Figur 5.1 Volum og antall inngåtte rentebytteavtaler
Milliarder kroner. 2005–2020

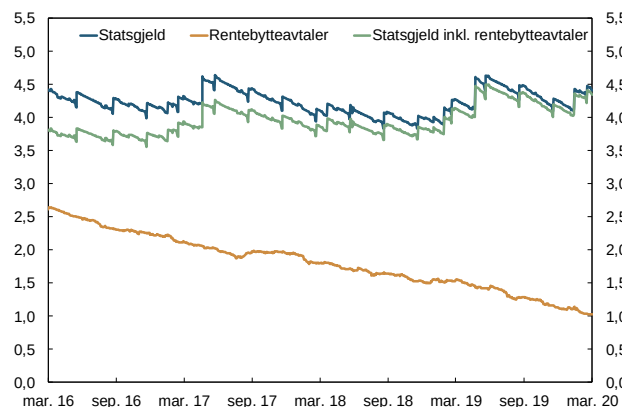


Figur 5.2 Gjenstående hovedstol ved utgangen av året for rentebytteavtalene. Milliarder kroner. Per 31. mars 2020

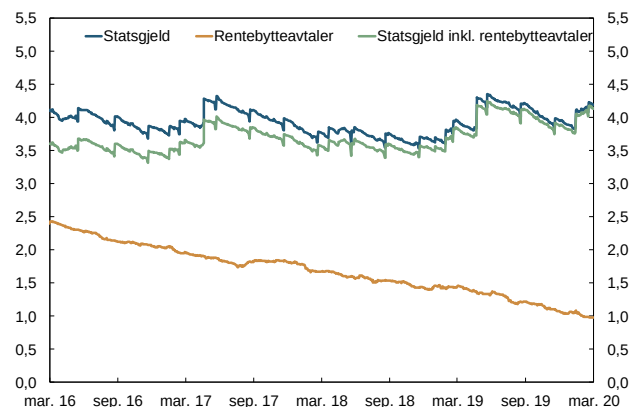


6. Renterisiko⁹

Figur 6.1 Løpetid¹⁰. Låneporteføljen. År. Mars 2016–mars 2020



Figur 6.2 Modifisert durasjon. Låneporteføljen. År. Mars 2016–mars 2020

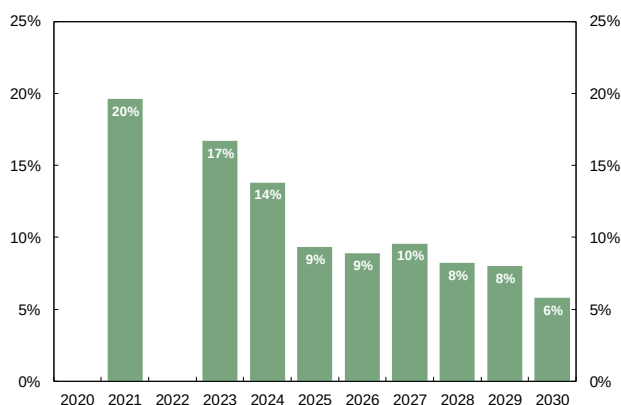


⁹ Figurene inkluderer ikke planlagt opplåning. Dersom ikke annet er nevnt, er statens egenbeholdning inkludert i figurene.

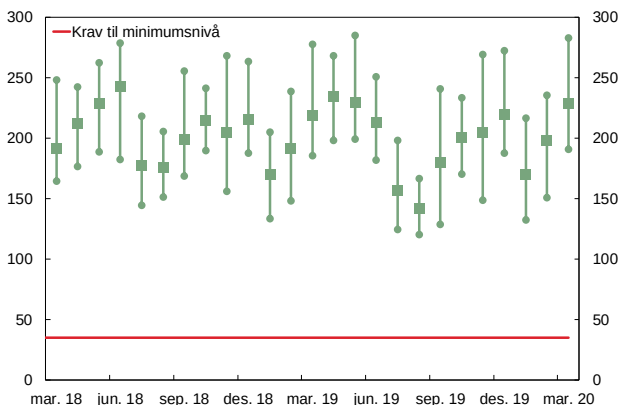
¹⁰ Tid til forfall av hovedstol, se definisjoner for ytterligere opplysninger.

7. Refinansieringsrisiko¹¹

Figur 7.1 Forfallsprofil. Statsobligasjoner. Forfall per år i prosent av totalt utestående volum per 31. mars 2020

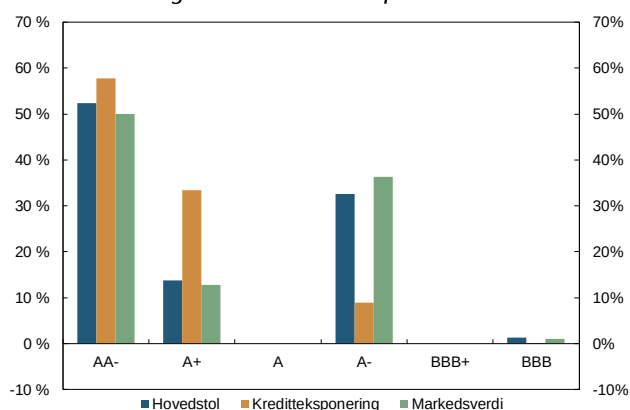


Figur 7.2: Statens kontantbeholdning. Milliarder kroner. Gjennomsnitt og utfallsrom per måned for mars 2018-mars 2020

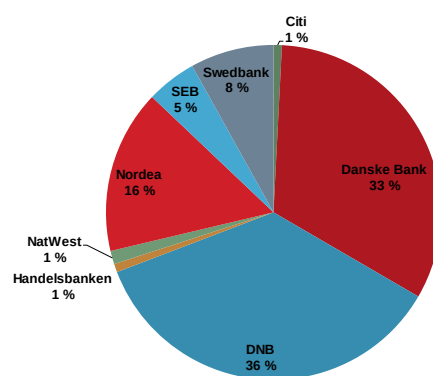


8. Kredittrisiko og rentebytteavtaler

Figur 8.1 Hovedstol, kreditteksponering og markedsverdi rentebytteavtaler. Fordelt etter kredittvurdering. Andel av totalen per 31. mars 2020



Figur 8.2 Hovedstol rentebytteavtaler. Fordelt etter motpart. Per 31. mars 2020



¹¹ Figurene inkluderer ikke planlagt opplåning. Dersom ikke annet er nevnt, er statens egenbeholdning inkludert i figurene

Mandat

Finansdepartementet har fastsatt et mandat for forvaltningen av statsgjelden. Etter mandatet skal Norges Bank utstede statsgjeld og inngå finansielle kontrakter innenfor statsgjeldsforvaltningen i Finansdepartementets navn. Målet for forvaltningen er å dekke statens lånebehov til lavest mulige kostnader. Det skal tas hensyn til statens renterisiko og til at det bør finnes en likvid rentekurve for statspapirer ut til ti års løpetid. Departementet skal årlig fastsette en øvre grense for brutto opplåning og minstekrav til rentebinding. Innenfor disse rammene skal Norges Bank fastsette et årlig program for opplåning fordelt på veksler og obligasjoner med en kalender for utstedelser. Banken skal fastsette prinsipper for måling og styring av motparteksposering og operasjonell risiko. Norges Bank skal regelmessig fremlegge analyser av lønnsomhet og risiko ved forvaltningen, samt vurderinger av måloppnåelse for Finansdepartementet. Både analysene og evalueringen skal publiseres.

Rammer for 2020 fastsatt av Finansdepartementet

	Beskrivelse	Grense	Faktisk	Mandat
Langsiktige lån	Maksimalt opptak av nye langsiktige lån (statsobligasjoner).	125 mrd. kroner ¹	39 mrd. kroner per 31.3. ²	§ 3-2
Kortsiktige markedslån	Maksimalt utestående i kortsiktige markedslån (statskasseveksler).	125 mrd. kroner	Høyest utestående volum per første kvartal var 67 mrd. kroner i perioden 4.3.-17.3.	§ 3-2
Rentebinding	Minimumsnivået for rentebindingen på statsgjelden inklusive rentebytteavtaler.	> 2,5 år	Laveste nivå per første kvartal var 3,9 år den 10.2.	§ 3-2
Statens konto	Minimumsnivå på statens konto i Norges Bank.	35 mrd. kroner	Laveste nivå på kontantbeholdningen per første kvartal var 132 mrd. kroner den 13.1.	§ 2-2 (3)

¹ I brev av 27. mars 2020 økte Finansdepartementet rammen for maksimalt opptak av langsiktige lån fra 75 mrd. til 125 mrd. kroner.

² Faktisk opptak av nye langsiktige lån inkluderer 6 milliarder kroner til statens egenbeholdning.

Mandat for forvaltning av statsgjeld

	Beskrivelse	Grense	Faktisk	Mandat
Refinansieringsrisiko	Lånestrategien skal utformes med sikte på at mindre enn 25 pst. av utestående statsobligasjoner kan forfalle hvert år.	< 25 %	Oppfylt	§ 3-4
Rentebytteavtaler	Utestående volum av rentebytteavtaler skal ikke overstige utestående volum av statsobligasjoner, inklusive statens egenbeholdning av statsobligasjoner.	< 100 %	7 %	§ 3-5

Risiko

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

Renterisiko

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

Staten budsjetterer og fører regnskap etter kontantprinsippet og legger derfor mindre vekt på endringer i markedsverdier som følge av endrede markedsrenter. Staten bruker rentebindingstid som mål på renterisikoen¹².

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

Refinansieringsrisiko

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

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

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

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

Kredittrisiko

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

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

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

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

Likviditetsrisiko

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

Operasjonell risiko

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

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

¹² Se definisjoner

Definisjoner

Basispunkt

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

Durasjon (Macaulay durasjon)

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

Etterspørselsindikator (tegningsrate)

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

Forfallsprofil

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

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.

Kredittrisiko

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

Kupong

Den årlige faste renten på et obligasjonslån.

Likviditetsrisiko

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

Løpetid

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

Låneportefølje

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

Modifisert durasjon (rentefølsomhet)

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

Operasjonell risiko

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

Primærhandler

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

Refinansieringsrisiko

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

Relativ kursforskjell

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

Rentebindingstid

Rentebindingstid er lik durasjon gitt en effektiv rente på null. Dette er analogt til beregningen av løpetid, men kupongene inngår i beregningen. Markedsverdi gitt en effektiv rente på null benyttes til vekting. Alle kontantstrømmer vektas 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.

Statens egenbeholdning

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

Statskasseveksel

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

Statsobligasjon

Gjeldsinstrument med opprinnelig løpetid over ett år, med utbetaling av en fast kupongrente hvert år. Norske statsobligasjoner utstedes i norske kroner.

Opptak av langsiktige statslån skjer ved utstedelse av nye obligasjonslån og utvidelse av eksisterende obligasjonslån. Omtales også kun som «obligasjon».

Swap

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

Swapsread

Differansen mellom stats- og swaprente med samme løpetid eller durasjon.

Syndikering

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

Om tall og beregninger

Kurser og renter fra Oslo Børs

Før 2016: Kursene som benyttes er sist omsatte hvis sist omsatte kurs er innenfor beste kjøps- og salgskurs (ved børs slutt). Dersom siste omsatte kurs er utenfor de kvoterte beste kjøps- og salgskursene (ved børs slutt), velges den kvoterte kursen som er nærmest siste omsatt kurs (beste kjøps- eller salgskurs avhengig av hvilken side siste omsatte var på). Hvis det ikke har vært omsetning i løpet av børsdagen, brukes midtkursen (ved børs slutt).
Fra 2016: Det blir bare brukt midtkursen (ved børs slutt).

Interpolert rente / Syntetisk rente

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