



# Kvartalsrapport 3 | 2017

**OKTOBER 2017**

Statsgjeldsforvaltningen  
Debtmanagement@Norges-Bank.no  
[www.statsgjeld.no](http://www.statsgjeld.no)  
Tlf.: 22 31 71 40

#### Oppsummering

I tredje kvartal ble det holdt tre auksjoner i statsobligasjoner og tre auksjoner av statskasseveksler. Til sammen ble det lånt 20 milliarder kroner i markedet.

Innhold	side
<b>Kvartalsoppsummering</b>	<b>2</b>
Markedsoppdatering	
Auksjoner av statsobligasjoner	
Auksjoner av statskasseveksler	
Omsetning statspapirer	
Eierfordeling statspapirer	
Likviditetsindikatorer	
Rentebytteavtaler	
Renterisiko	
Refinansieringsrisiko	
Kreditrisiko	
<b>Tabeller</b>	<b>6</b>
Utestående gjeld	
Auksjoner	
Inngåtte rentebytteavtaler	
<b>Figurer</b>	<b>7</b>
Markedsoppdatering	
Auksjoner	
Omsetning	
Eierfordeling	
Likviditetsindikatorer	
Rentebytteavtaler	
Renterisiko	
Refinansieringsrisiko	
Kreditrisiko	
<b>Mandat</b>	<b>15</b>
Årlige rammer	
Mandat for forvaltningen	
<b>Primærhandlere</b>	<b>15</b>
<b>Risiko</b>	<b>16</b>
<b>Definisjoner</b>	<b>17</b>
<b>Om tall og beregninger</b>	<b>18</b>

## Markedsoppdatering

Norske statsrenter endret seg relativt lite gjennom tredje kvartal 2017. Ved utgangen av kvartalet var syntetisk norsk 10-årsrente 1,64 prosent, 2 basispunkter lavere enn ved utgangen av andre kvartal, se figur 1.4. Det var størst endring i syntetisk 7-årsrente som falt 4 basispunkter.

Rentedifferansen mot Tyskland i 2-års- og 3-årssegmentet (målt ved differansen mellom syntetisk norsk rente og renten på det tyske obligasjonslånet med gjenstående løpetid nærmest 2 og 3 år) økte med henholdsvis 9 og 13 basispunkter. I 10-årssegmentet falt rentedifferansen med 1 basispunkt til 118 basispunkter. Rentedifferansen mot Sverige i 10-årssegmentet ble redusert med 29 basispunkter til 72 basispunkter, mens rentedifferansen mot Storbritannia falt fra 40 til 28 basispunkter, se figur 1.6.

Ved utgangen av tredje kvartal var differansen mellom statsrentene og swaprentene («swapspreaden», syntetisk norsk statsrente mot swaprente) i 10-årssegmentet -33 basispunkter, som var omtrent uendret fra utgangen av andre kvartal.

## Auksjoner av statsobligasjoner

I tredje kvartal ble det gjennomført tre auksjoner i statsobligasjoner på til sammen 8 milliarder kroner til markedet. På forhånd var det publisert et planlagt emisjonsvolum på 6-9 milliarder kroner.

I kvartalets første auksjon ble NGB 05/2019 utvidet med 3 milliarder kroner. Det nye 10-årslånet, NGB 02/2027, som ble lagt ut i februar i år, ble utvidet i to auksjoner med til sammen 5 milliarder kroner.

Etterspørselen i de tre auksjonene var i gjennomsnitt høyere enn i andre kvartal. Etterspørselen var høyest i utvidelsen av NGB 02/2027 27. september med en tegningsrate på 3,04. Gjennomsnittlig etterspørselsindikator (tegningsraten eller budvolum i forhold til tildelt volum) var 2,40 og 2,77 for henholdsvis andre og tredje kvartal. For årene 2006-2016 var gjennomsnittlig tegningsrate 2,54.

Auksjonsresultatene, målt som forskjellen mellom tildelingsrenten i auksjonen og samtidig salgsrente i annenhåndsmarkedet på Oslo Børs kl. 11, var relativt gode. I gjennomsnitt var auksjonsresultatet 3 basispunkter i tredje kvartal, som også er gjennomsnittet for første halvår. Gjennomsnittlig auksjonsresultat var 5 basispunkter for årene 2006-2016.

## Auksjoner av statskasseveksler

29. juni ble det publisert et planlagt emisjonsvolum på 10-14 milliarder kroner til markedet i tredje kvartal. Det ble emittert 12 milliarder kroner til markedet gjennom tre auksjoner i løpet av kvartalet.

I august og september ble NTB 12/2017 og NTB 03/2018 utvidet med 3 milliarder kroner hver. 18. september ble ny statskassveksel NTB 09/2018 emittert med 6 milliarder kroner til

## Totalt utestående per 30. september 2017

### Obligasjoner

379 milliarder kroner,  
hvorav 56 milliarder i statens egenbeholdning

### Veksler

75 milliarder kroner,  
hvorav 32 milliarder i statens egenbeholdning

## Opplåning hittil i 2017

### Obligasjoner

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

### Veksler

47 milliarder kroner til markedet,  
i tillegg 24 milliarder til statens egenbeholdning

## Auksjoner i 3. kvartal

### Obligasjoner

5. juli  
NGB 05/2019 3 milliarder kroner

30. august  
NGB 02/2027 3 milliarder kroner

27. september  
NGB 02/2027 2 milliarder kroner

### Veksler

21. august  
NTB 12/2017 3 milliarder kroner

4. september  
NTB 03/2018 3 milliarder kroner

18. september  
NTB 09/2018 6 milliarder kroner  
I tillegg 8 milliarder kroner til statens egenbeholdning

markedet og 8 milliarder kroner til statens egenbeholdning.

Gjennomsnittlig etterspørselsindikator (tegningsrate) var 2,89 i tredje kvartal, mot 2,83 i andre kvartal 2017 og 2,16 for 2016. Ved utvidelsene i 3. kvartal var tildelingsrentene i gjennomsnitt 6 basispunkter over samtidig salgsrente i annenhåndsmarkedet, det samme som i andre kvartal. I 2016 var tildelingsrenten i gjennomsnitt 9 basispunkter over samtidig salgsrente.

## Omsetning

I tredje kvartal var samlet registrert omsetning på Oslo Børs<sup>1</sup> i obligasjonslånene 36 milliarder kroner, se figur 3.1. Til sammenligning var omsetningen i tredje kvartal 2016 67 milliarder kroner. Daglig gjennomsnittlig omsetning var 559 millioner kroner. I 2016 var gjennomsnittlig daglig omsetning 1,2 milliarder kroner.

Omsetningen var jevnt fordelt over alle obligasjonslånene. Det var høyest omsetning i NGB 05/2019 som sto for 21 prosent av total omsetning. Det nye 10-årslånet NGB 02/2027 sto for 16 prosent av total omsetning.

Den samlede registrerte omsetningen i vekslene på Oslo Børs var 25 milliarder kroner. Dette gir et daglig gjennomsnitt på 407 millioner kroner, se figur 3.2. I 2016 var gjennomsnittlig daglig omsetning 620 millioner kroner.

Staten har en egenbeholdning på 8 milliarder kroner i hvert statspapir for å kunne gjøre gjenkjøpsavtaler med primærhandlerne. Ved disse avtalene kan primærhandlerne midlertidig kjøpe statspapirer fra staten med samtidig avtale om tilbakesalg. Utnyttelsen av gjenkjøpsadgangen er høyest i lån med kort løpetid. I tredje kvartal var gjennomsnittlig daglig utnyttelse av rammene for obligasjoner med mindre enn 5 år til forfall på 8 prosent. For de lengste lånene var utnyttelsen 2 prosent, se figur 3.7. Gjennomsnittlig utnyttelse av rammene for veksler med mindre enn 6 måneder gjenstående løpetid var 36 prosent og 10 prosent for de lengste vekslene, se figur 3.8.

## Eierfordeling

Ved utgangen av tredje kvartal eide utenlandske investorer om lag 60 prosent av norske statsobligasjonene, figur 4.1.

Utenlandsk sektors beholdning økte med 6,3 milliarder kroner, mens kredittforetak økte sin beholdning med 7,6 milliarder kroner. Banker reduserte sin beholdning med 4,8 milliarder kroner. Utenlandsk sektor har økt sin beholdning i NGB 02/2019 og NGB 02/2027 med henholdsvis 4,3 og 2,5 milliarder kroner.

Ved utgangen av kvartalet eide utenlandske investorer 12 prosent av norske veksler, ned fra 13 prosent ved utgangen av andre kvartal. Livsforsikringselskaper og pensjonskasser eide 19 prosent, mens banker eide 16 prosent.

<sup>1</sup> All omsetning i norske statspapirer der en eller begge parter er medlem på Oslo Børs.

## Forfall i 3. kvartal

### Veksler

20. september

NTB 09/2017 22 milliarder kroner, hvorav 8 milliarder kroner var statens egenbeholdning

## Planlagt opplåning i markedet for 2017

### Obligasjoner

Om lag 50 milliarder kroner

### Veksler

Holde utestående i markedet på minst 40 milliarder kroner gjennom hele 2017

## Opplåningsintervall 4. kvartal

### Obligasjoner

9-13 milliarder kroner

### Veksler

13-17 milliarder kroner

## Auksjonsdatoer 4. kvartal

### Obligasjoner

18. oktober  
1. november  
22. november  
6. desember

### Veksler

9. oktober  
6. november  
27. november  
18. desember

## Forfall i 4. kvartal

### Veksler

20. desember

NTB 12/2017 24 milliarder kroner, hvorav 8 milliarder kroner er statens egenbeholdning

## Likviditetsindikatorer

Statsgjeldsforvaltningen bruker Amihuds illikviditetsindikator og relativ bid/ask-spread til å overvåke likviditeten i annenhåndsmarkedet for statsobligasjoner. Amihuds illikviditetsindikator er definert som avkastning i en statsobligasjon delt på handlet volum samme dag. Denne skal gi et bilde av hvordan omsetning påvirker prisstillelsen i markedet. Relativ bid/ask-spread måler transaksjonskostnadene i markedet som forskjellen mellom kjøps- og salgskurs i prosent av midtkurs. Begge indikatorene er konstruert slik at jo lavere verdi indikatorene har, jo mer likvid er markedet<sup>2</sup>.

Ved utgangen av tredje kvartal var både relativ bid/ask-spread og Amihuds illikviditetsindikator nær gjennomsnittet for de siste fire årene, se figur 5.1 og 5.2. Relativ bid/ask-spread falt marginalt i juli og august, men økte noe mot slutten av kvartalet. Amihuds illikviditetsindikator økte litt i tredje kvartal etter å ha nådd den laveste verdien siden 2007 i andre kvartal 2017.

## Rentebytteavtaler

Det ble ikke inngått nye rentebytteavtaler i tredje kvartal. Det forfalt 25 avtaler med et samlet volum på 9,1 milliarder kroner.

## Renterisiko

Porteføljen av statskasseveksler og -obligasjoner hadde ved utgangen av tredje kvartal en rentebindingstid på 4,29 år. Porteføljen av rentebytteavtaler hadde på samme tid en rentebindingstid på 1,87 år. Dette reduserte rentebindingstiden for låneporteføljen (statsgjelden inkl. rentebytteavtaler) til 4,04 år, se figur 7.2. Rentebindingstiden for låneporteføljen ble redusert med 0,13 år i tredje kvartal. Finansdepartementet har satt et minimumsnivå for rentebindingen på 2,5 år.

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

Figur 8.3 viser forfallsstrukturen for statens portefølje av statskasseveksler og statsobligasjoner. 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. Figur 8.1 viser fremtidig forfall av hovedstol i prosent av nominelt utestående volum av statsobligasjoner ved utgangen av tredje kvartal. I hvert av årene 2019 og 2021 vil drøyt 20 prosent av nåværende portefølje forfalle.

Ulike indikatorer kan benyttes som kvantitativt mål på

<sup>2</sup> Se definisjoner og Norges Banks Staff Memo 1/2017 «Likviditeten i det norske statsobligasjonsmarkedet».

refinansieringsrisikoen. Vi ser på forfallsprofil, kortsiktig refinansieringsbehov og rentebindingstid. De enkelte indikatorene bør ikke ses isolert. Figur 8.4 viser at det kortsiktige refinansieringsbehovet har vært stabilt de siste årene. Forfall av hovedstol og kuponger har en god spredning over de kommende ti år. Rentebindingstiden har vært stabil de siste årene.

## Kredittrisiko

---

Statens portefølje av rentebytteavtaler besto av 204 avtaler med en samlet hovedstol på 73,2 milliarder kroner ved utgangen av tredje kvartal. Det er ikke inngått nye avtaler de siste årene. Endring i porteføljen av rentebytteavtaler skyldes dermed kun forfall av eksisterende avtaler.

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 tredje kvartal hadde statens portefølje av rentebytteavtaler en samlet markedsverdi på 5,4 milliarder kroner i statens favør. Stilte sikkerheter reduserer kreditteksponeringen til 0,6 milliarder kroner. Utviklingen er vist i figur 9.1.

# Statsgjelden

## Utestående gjeld per 30. september 2017

	ISIN	Børsid.	Lånets datering	Forfallsdato	Kupong	Utestående volum, NOK mill.	Herav statens egenbeholdning
<i>Obligasjoner</i>							
NGB 05/2019	NO0010429913	NST 473	22.5.2008	22.5.2019	4,50	84 000	8 000
NGB 05/2021	NO0010572878	NST 474	25.5.2010	25.5.2021	3,75	80 000	8 000
NGB 05/2023	NO0010646813	NST 475	24.5.2012	24.5.2023	2,00	59 000	8 000
NGB 03/2024	NO0010705536	NST 476	14.3.2014	14.3.2024	3,00	48 000	8 000
NGB 03/2025	NO0010732555	NST 477	13.3.2015	13.3.2025	1,75	39 000	8 000
NGB 02/2026	NO0010757925	NST 478	19.2.2016	19.2.2026	1,50	40 000	8 000
NGB 02/2027	NO0010786288	NST 479	17.2.2017	17.2.2027	1,75	29 000	8 000
<b>Samlet</b>						<b>379 000</b>	<b>56 000</b>
<i>Veksler</i>							
NTB 12/2017	NO0010780984	NST 37	21.12.2016	20.12.2017	0	24 000	8 000
NTB 03/2018	NO0010788458	NST 38	15.3.2017	21.3.2018	0	20 000	8 000
NTB 06/2018	NO0010798275	NST 39	21.6.2017	20.6.2018	0	17 000	8 000
NTB 09/2018	NO0010806060	NST 40	20.9.2017	19.9.2018	0	14 000	8 000
<b>Samlet</b>						<b>75 000</b>	<b>32 000</b>
<b>Obligasjoner og veksler samlet</b>						<b>454 000</b>	<b>88 000</b>

## Auksjoner i 3. kvartal

Auksjons-dato	Lån	Volum tildelt markedet (NOK mill.)	Totalt budvolum (NOK mill.)	Effektiv rente (%)	Kurs (%)	Tegningsrate	Avvik samtidig salgsrente <sup>1</sup> (basispunkter)
<i>Statsobligasjoner</i>							
5.7.2017	NGB 05/2019	3 000	9 055	0,61	107,23	3,02	3
30.8.2017	NGB 02/2027	3 000	6 713	1,54	101,85	2,24	2
27.9.2017	NGB 02/2027	2 000	6 085	1,59	101,41	3,04	3
	Sum:	8 000		Gjennomsnitt i 3. kvartal 2017:		2,77	3
<i>Statskasseveksler</i>							
21.8.2017	NTB 12/2017	3 000	9 380	0,38	99,8750	3,13	5
4.9.2017	NTB 03/2018	3 000	10 350	0,37	99,8000	3,45	6
18.9.2017	NTB 09/2018	6 000	12 496	0,39	99,6110	2,08	-
	Sum:	12 000		Gjennomsnitt i 3. kvartal 2017:		2,89	6

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

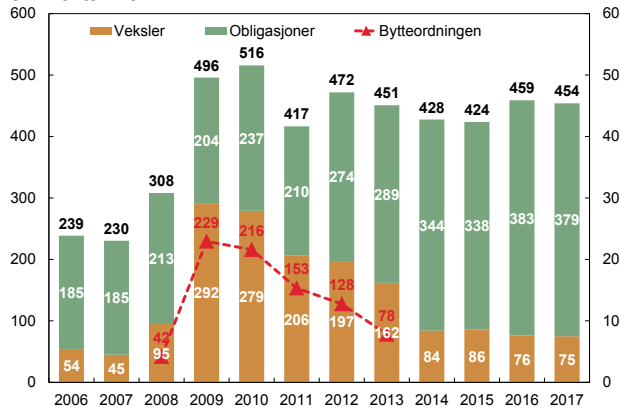
## Inngåtte rentebytteavtaler i 3. kvartal

Avtalenummer	Motpart	Opptak	Forfall	Volum
Det er ikke inngått nye rentebytteavtaler i 3. kvartal.				

# 1. Markedsopdatering<sup>3</sup>

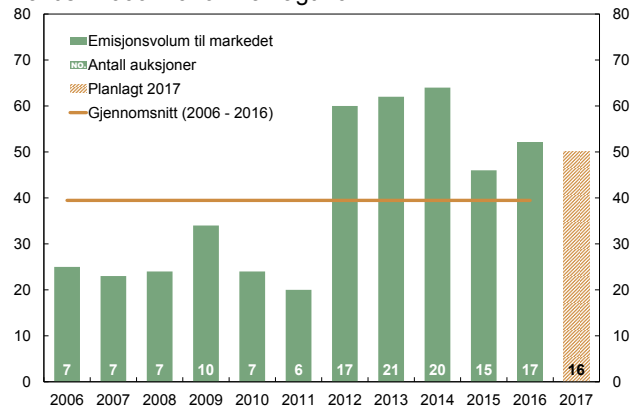
**Figur 1.1: Utestående statsgjeld**

Milliarder kroner. Ved utgangen av året for 2006–2016 og 3. kvartal 2017

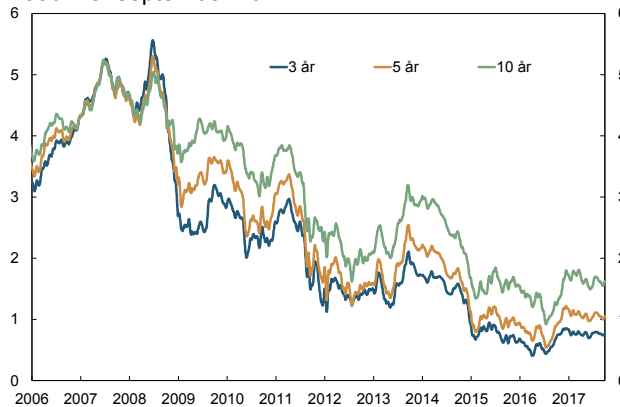


**Figur 1.2: Emisjonsvolum av obligasjoner**

Til markedet. Milliarder kroner og antall auksjoner. Faktisk 2006–2016. Planlagt 2017

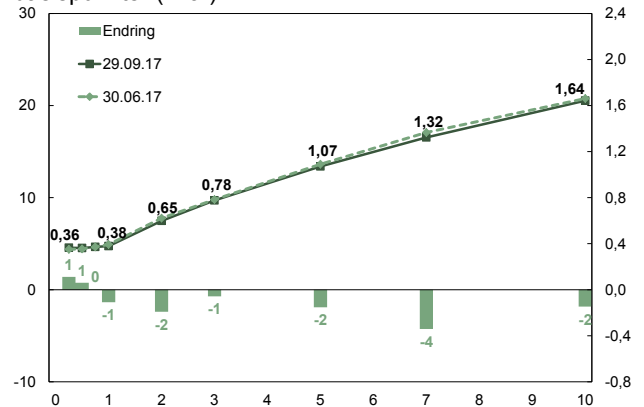


**Figur 1.3: Norsk syntetisk 3-, 5- og 10-års statsrente**  
10-dagers bevegelig gjennomsnitt. Prosent. 2. januar 2006–29. september 2017



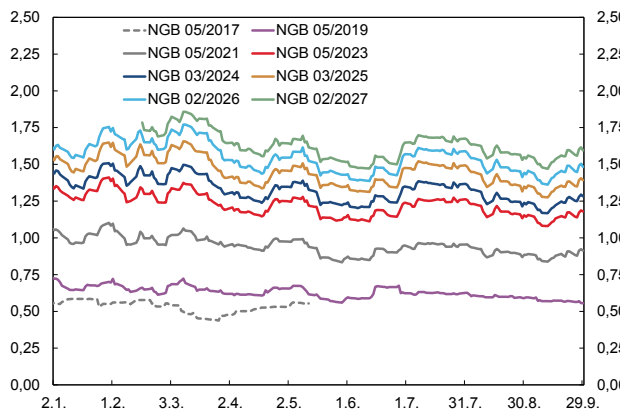
**Figur 1.4: Den norske statsrentekurven**

Syntetiske statsrenter i prosent (h. a.). Endring (søylor) i basispunkter (v. a.)



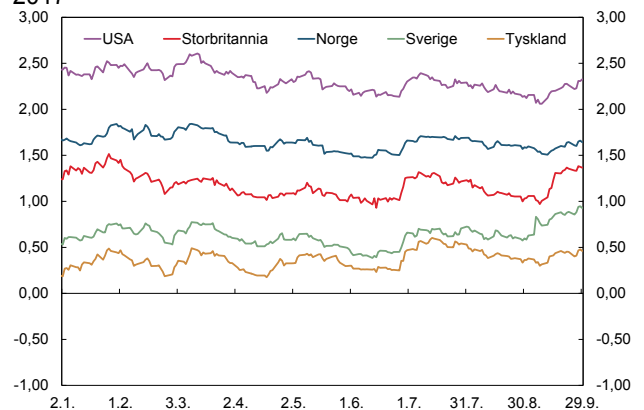
**Figur 1.5: Renter på norske statsobligasjoner**

Prosent. 2. januar–29. september 2017



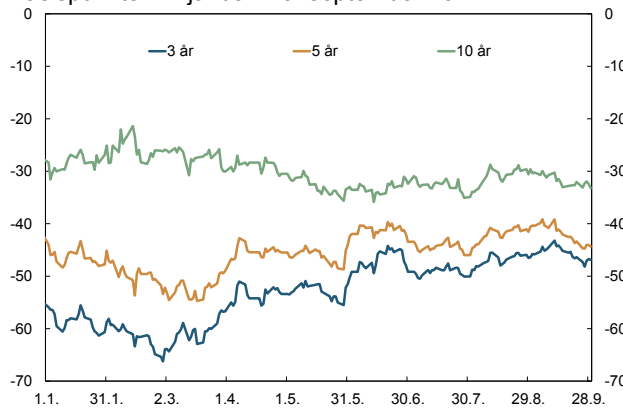
**Figur 1.6: 10-års statsrenter i Norge og utvalgte land**

Renten på statsobligasjonen med gjenværende løpetid nærmest 10 år. Basispunkter. 2. januar–29. september 2017

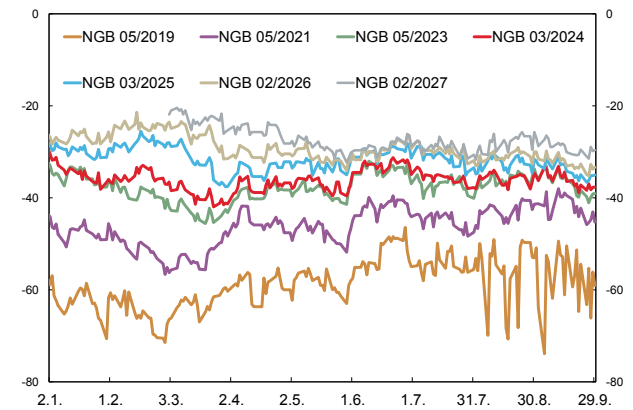


<sup>3</sup> Kilder: Thomson Reuters, Oslo Børs, VPS, Norges Bank

**Figur 1.7: Differanse mellom stats- og swaprente**  
Statsrenter minus swaprenter. Syntetiske statsrenter.  
Basispunkter. 2. januar–29. september 2017

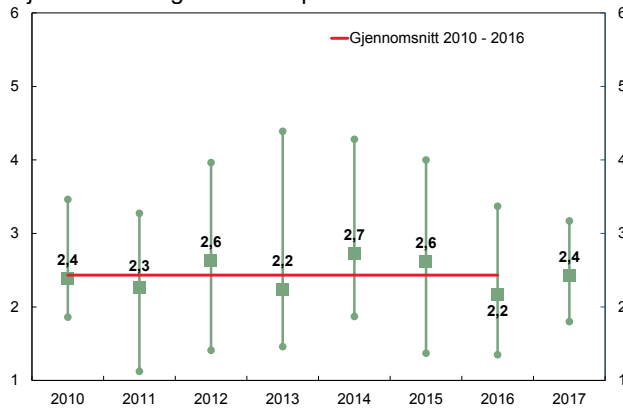


**Figur 1.8: Assetswapsread for statsobligasjonene**  
Basispunkter. 2. januar–29. september 2017

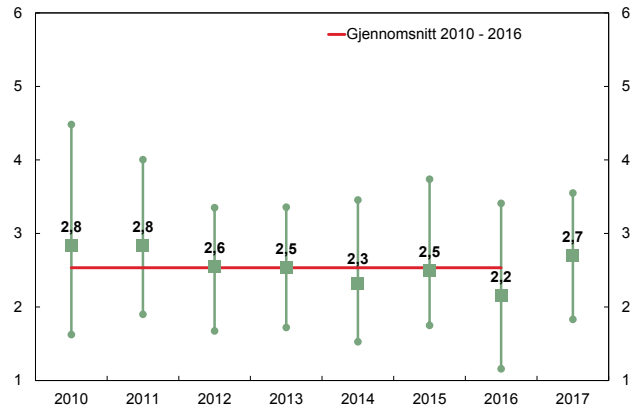


## 2. Auksjoner

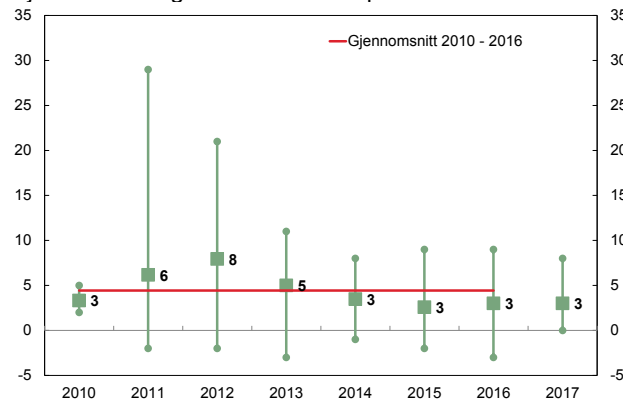
**Figur 2.1: Etterspørselsindikator obligasjonsauksjoner**  
Gjennomsnitt og utfallsrom per år. 2010–2017



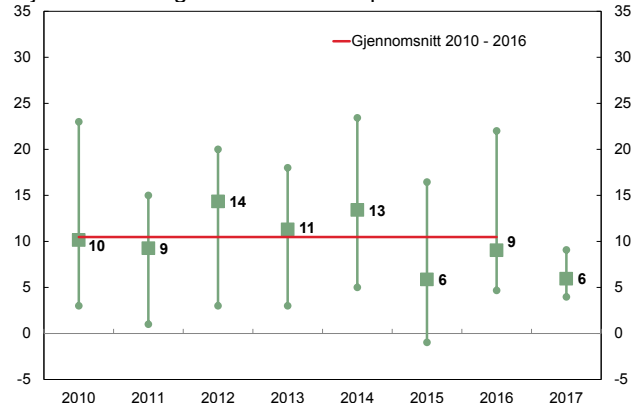
**Figur 2.2: Etterspørselsindikator vekselauksjoner**  
Gjennomsnitt og utfallsrom per år. 2010–2017



**Figur 2.3: Auksjonsresultat statsobligasjoner**  
Avvik mellom oppnådd rente i auksjoner av statsobligasjoner og samtidig salgsrente på Oslo Børs.  
Gjennomsnitt og utfallsrom. Basispunkter. 2010–2017



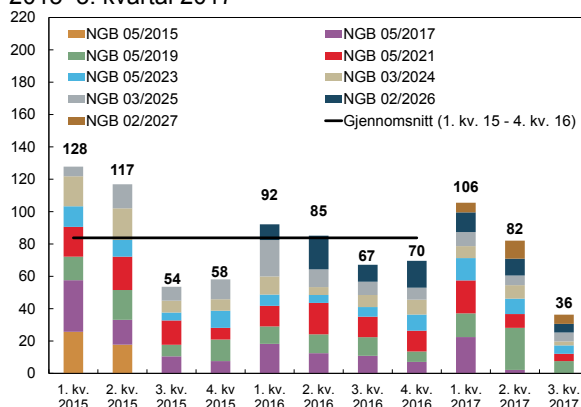
**Figur 2.4: Auksjonsresultat statskasserveksler**  
Avvik mellom oppnådd rente i auksjoner av statskasserveksler og samtidig salgsrente på Oslo Børs.  
Gjennomsnitt og utfallsrom. Basispunkter. 2010–2017



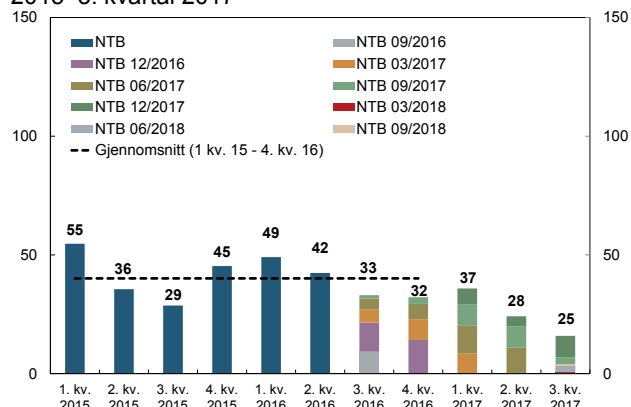


### 3. Omsetning

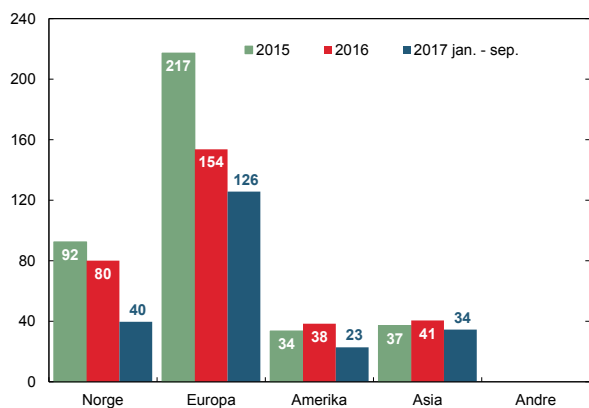
**Figur 3.1: Kvartalsvis omsetning av obligasjoner**  
Oslo Børs. Fordelt på lån. Milliarder kroner. 1. kvartal 2015–3. kvartal 2017



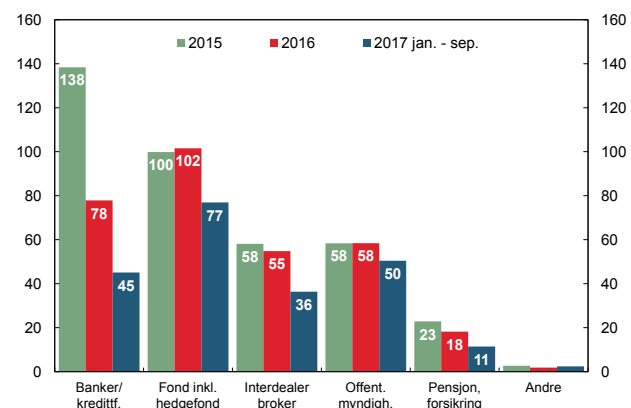
**Figur 3.2: Kvartalsvis omsetning av vekslar**  
Oslo Børs. Fordelt på lån. Milliarder kroner. 1. kvartal 2015–3. kvartal 2017



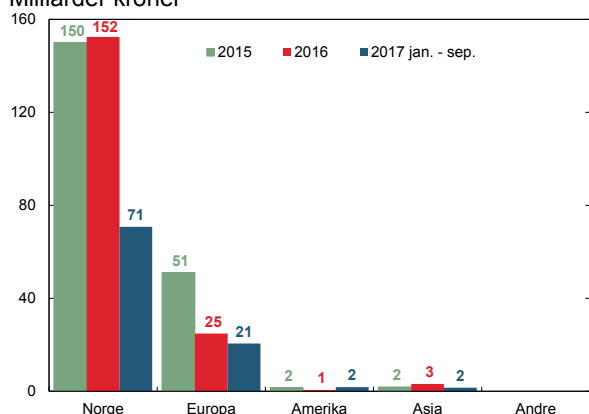
**Figur 3.3: Brutto omsetning fordelt på regioner**  
Statsobligasjoner. Rapportert av primærhandlere. Milliarder kroner



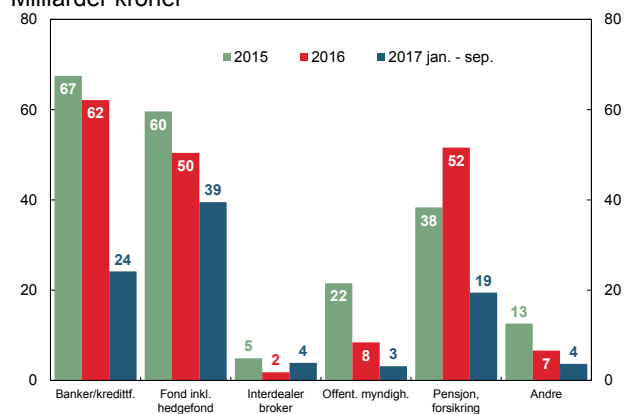
**Figur 3.4: Brutto omsetning fordelt på motparter**  
Statsobligasjoner. Rapportert av primærhandlere. Milliarder kroner



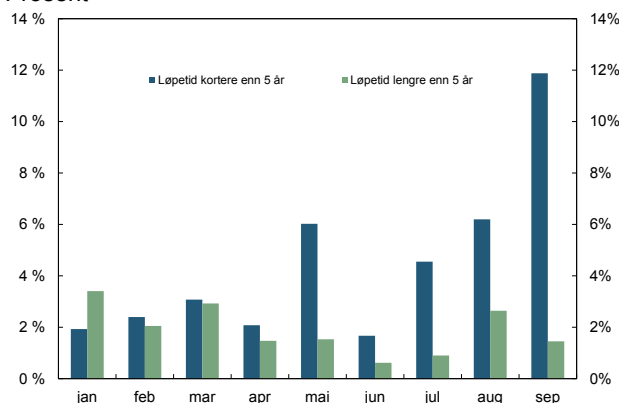
**Figur 3.5: Brutto omsetning fordelt på regioner**  
Statskasseveksler. Rapportert av primærhandlere. Milliarder kroner



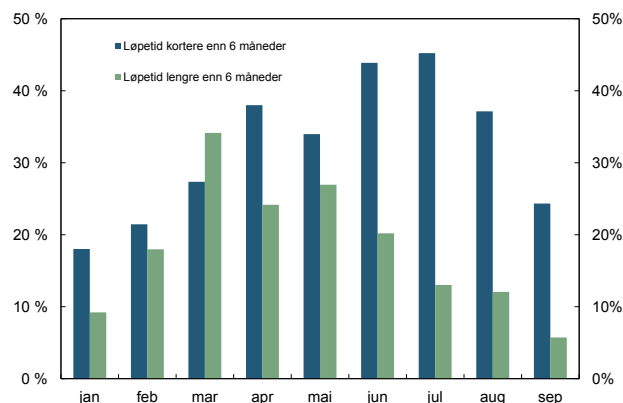
**Figur 3.6: Brutto omsetning fordelt på motparter**  
Statskasseveksler. Rapportert av primærhandlere. Milliarder kroner



**Figur 3.7: Gjengkjøpsavtaler med Norges Bank**  
Obligasjoner. Gjennomsnittlig utnyttelsesgrad i 2017.  
Prosent

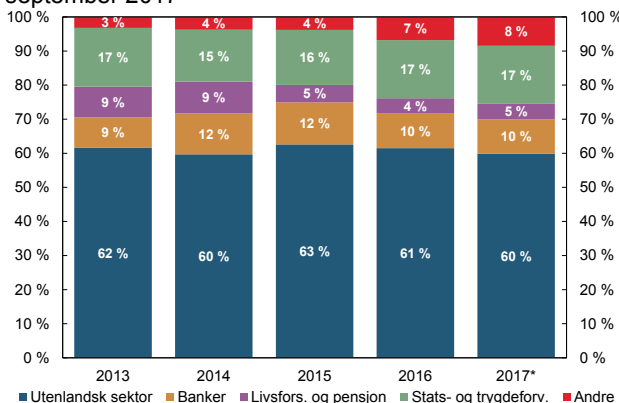


**Figur 3.8: Gjengkjøpsavtaler med Norges Bank**  
Veksler. Gjennomsnittlig utnyttelsesgrad i 2017. Prosent

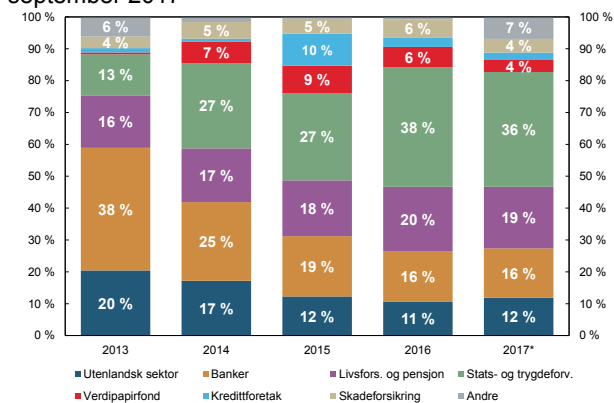


## 4. Eierfordeling

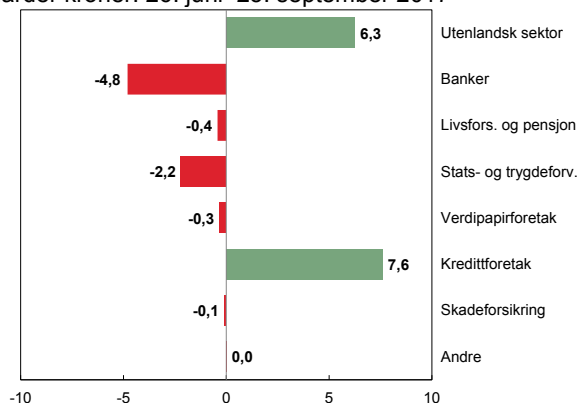
**Figur 4.1: Eierfordeling obligasjoner**  
Ved utgangen av desember, 2013–2016. \*Per 25. september 2017



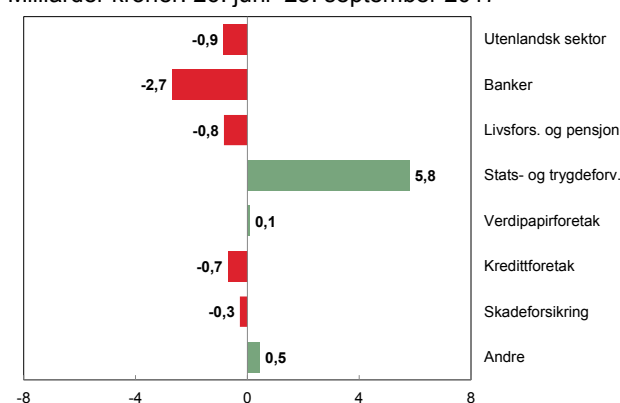
**Figur 4.2: Eierfordeling vekslar**  
Ved utgangen av desember, 2013–2016. \*Per 25. september 2017



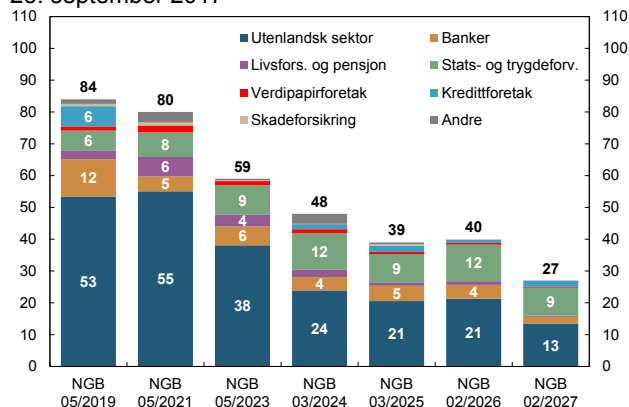
**Figur 4.3: Endring i eierfordeling obligasjoner**  
Milliarder kroner. 26. juni–25. september 2017



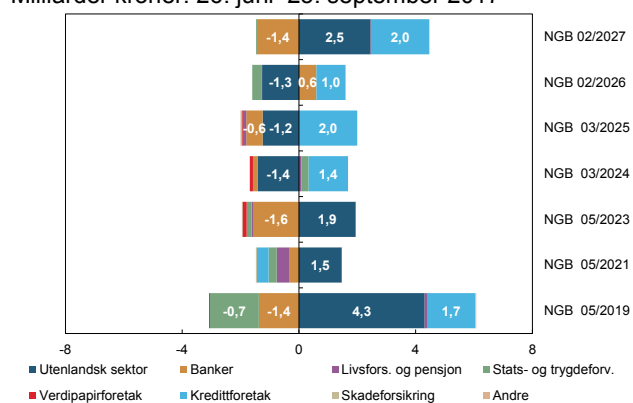
**Figur 4.4: Endring i eierfordeling vekslar**  
Milliarder kroner. 26. juni–25. september 2017



**Figur 4.5: Eierfordeling obligasjoner fordelt på lån**  
Inkludert statens egenbeholdning. Milliarder kroner. Per 25. september 2017

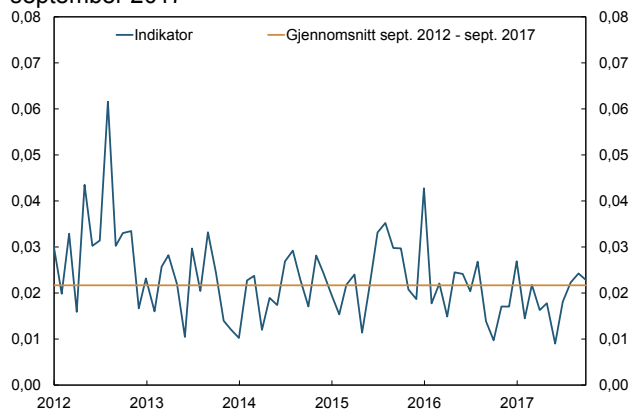


**Figur 4.6: Endring i eierfordeling obligasjoner fordelt på lån**  
Milliarder kroner. 26. juni–25. september 2017

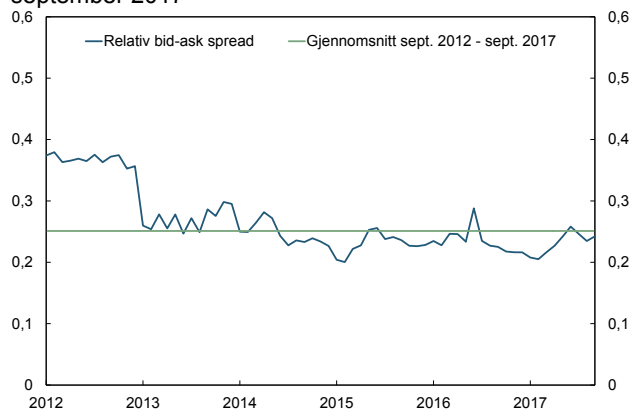


## 5. Likviditetsindikatorer

**Figur 5.1: Amihuds illikviditetsindikator**  
Månedlig gjennomsnitt. Statsobligasjoner. Januar 2012–september 2017

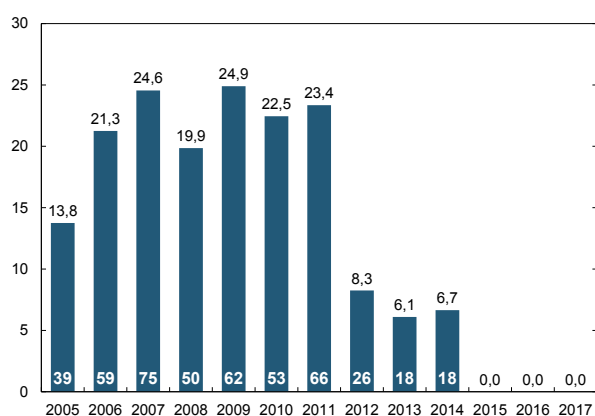


**Figur 5.2: Relativ bid/ask-spread**  
Månedlig gjennomsnitt. Statsobligasjoner. Januar 2012–september 2017

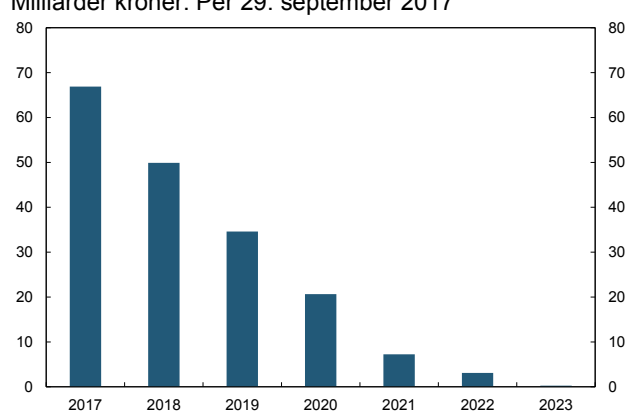


## 6. Rentebytteavtaler

**Figur 6.1: Volum og antall inngåtte rentebytteavtaler**  
Milliarder kroner. 2005–2017



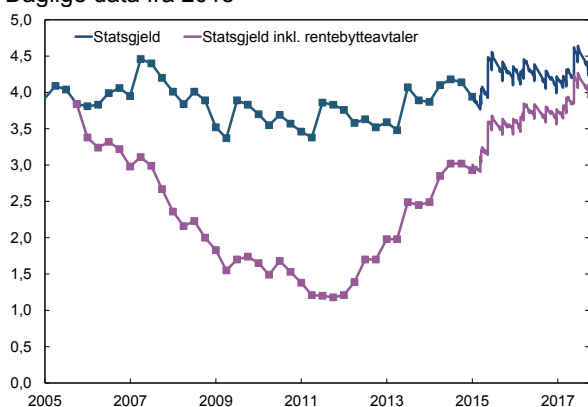
**Figur 6.2: Gjenstående hovedstol ved utgangen av året for rentebytteavtalene**  
Milliarder kroner. Per 29. september 2017



## 7. Renterisiko<sup>4</sup>

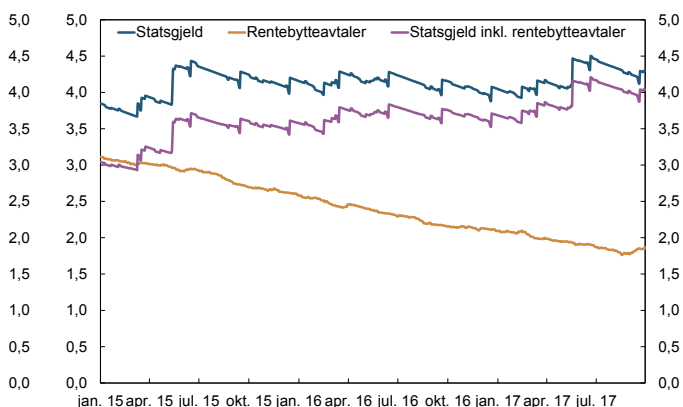
**Figur 7.1: Løpetid<sup>5</sup>**

Låneporteføljen. År. Kvartalsvise data fra 2005–2014. Daglige data fra 2015



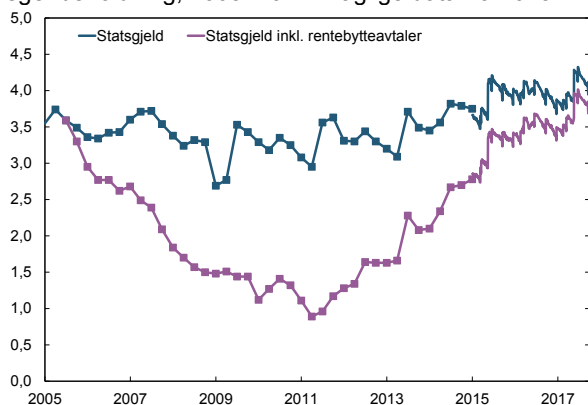
**Figur 7.2: Rentebindingstid<sup>6</sup>**

Låneporteføljen. År. 2. januar 2015–29. september 2017



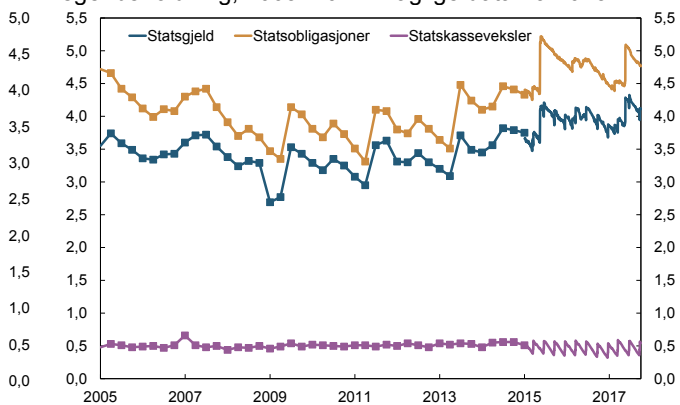
**Figur 7.3: Modifisert durasjon**

Låneporteføljen. Kvartalsvise data, ekskl. statens egenbeholdning, 2005–2014. Daglige data fra 2015



**Figur 7.4: Modifisert durasjon**

Statspapirer. Kvartalsvise data, ekskl. statens egenbeholdning, 2005–2014. Daglige data fra 2015



<sup>4</sup> Figurene inkluderer ikke planlagt opplåning. Dersom ikke annet er nevnt, er statens egenbeholdning inkludert i figurene. Volum av vekslere i bytteordningen (november 2008 – juni 2014) er ikke medregnet.

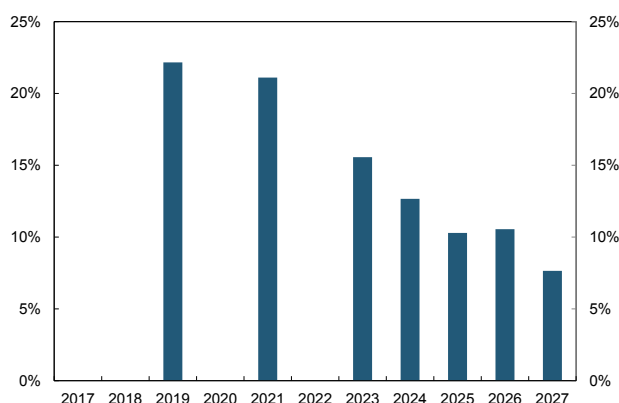
<sup>5</sup> Tid til forfall av hovedstol, se definisjoner for ytterligere opplysninger.

<sup>6</sup> Durasjonsberegning gitt effektiv rente på null, se definisjoner for ytterligere opplysninger.

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

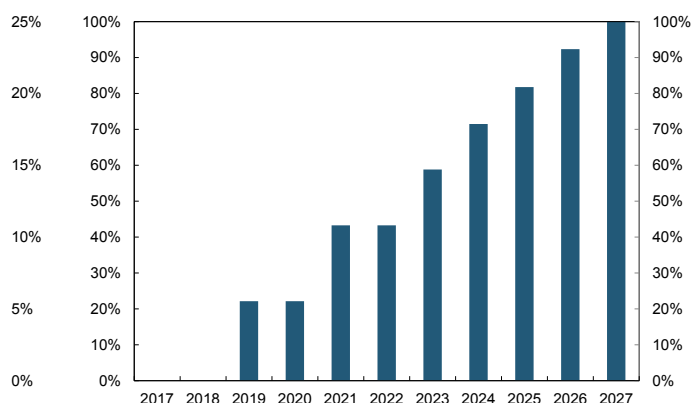
**Figur 8.1: Forfallsprofil**

Statsobligasjoner. Forfall per år i prosent av totalt utestående volum per 29. september 2017



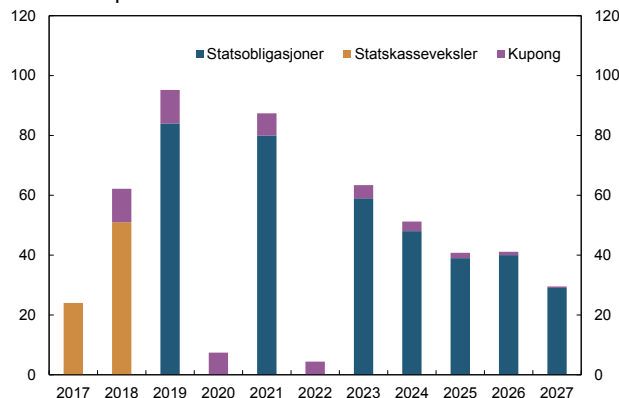
**Figur 8.2: Forfallsprofil**

Statsobligasjoner. Akkumulert forfall i prosent av totalt utestående volum per 29. september 2017



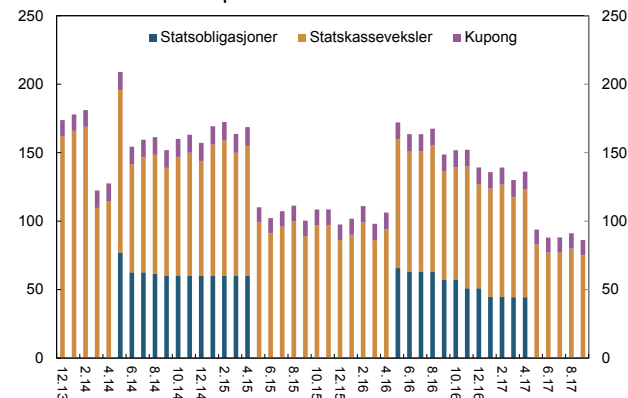
**Figur 8.3: Forfallsprofil**

Forfall av hovedstol og kupong per år. Milliarder kroner. Per 29. september 2017



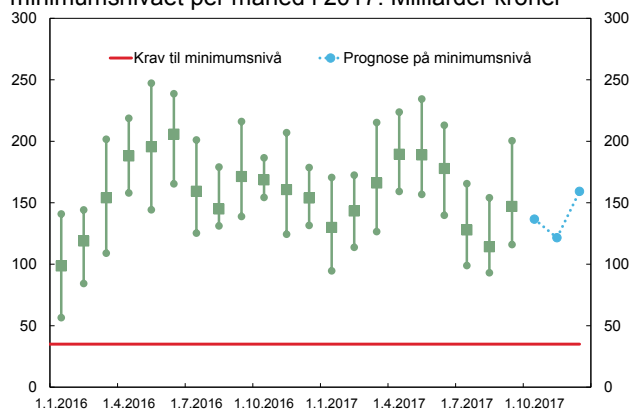
**Figur 8.4: Kortsiktig refinansieringsomfang**

12 måneders rullerende vindu. Milliarder kroner. Desember 2013–september 2017



**Figur 8.5: Statens kontantbeholdning**

Gjennomsnitt og utfallsrom per måned for januar 2016–september 2017. Prognose per 2. oktober for minimumsnivået per måned i 2017. Milliarder kroner

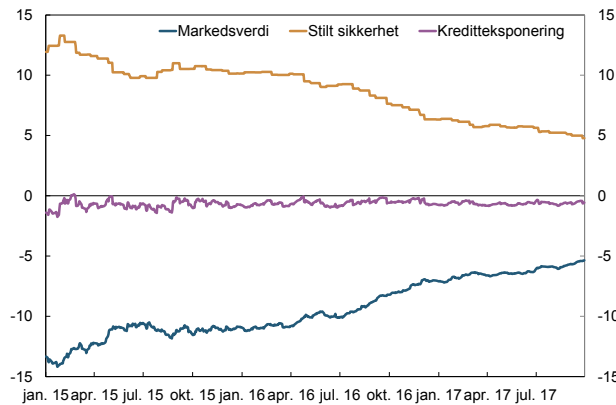


<sup>7</sup> Figurene inkluderer ikke planlagt opplåning. Dersom ikke annet er nevnt, er statens egenbeholdning inkludert i figurene. Volum av veksler i bytteordningen (november 2008 – juni 2014) er ikke medregnet.

## 9. Kreditrisiko og rentebytteavtaler

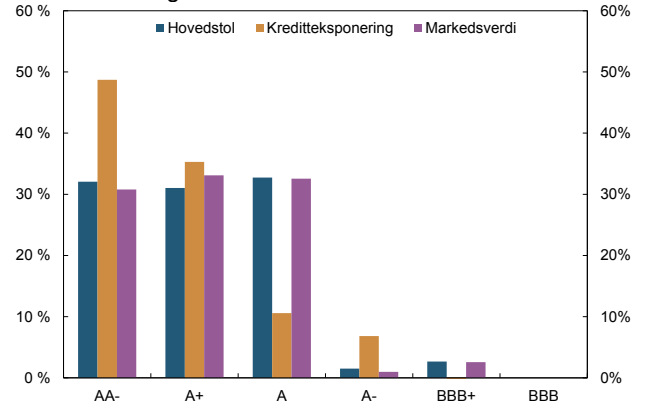
**Figur 9.1: Kredittesponering**

Milliarder kroner. 2. januar 2015–29. september 2017



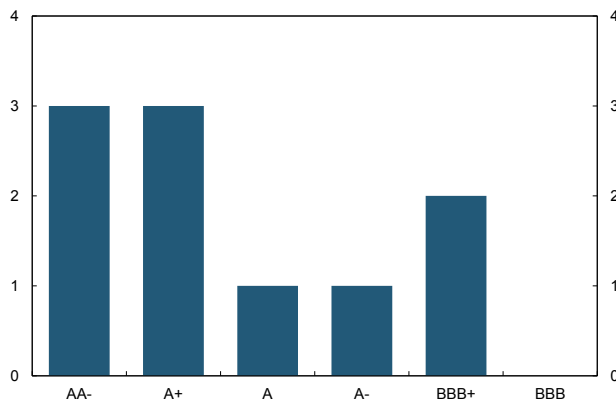
**Figur 9.2: Hovedstol, kredittesponering og markedsverdi rentebytteavtaler**

Andel av totalen per 29. september 2017 fordelt etter kredittvurdering



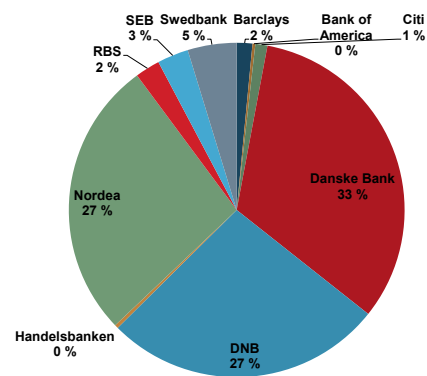
**Figur 9.3: Kredittvurdering**

Antall motparter per 29. september 2017



**Figur 9.4: Hovedstol rentebytteavtaler**

Fordelt etter motpart. Per 29. september 2017



## Mandat

Finansdepartementet fastsatte 2. oktober 2014 et mandat for forvaltningen av statsgjelden. Etter mandatet skal Norges Bank utstede statsgjeld og inngå finansielle kontrakter innenfor statsgjeldsforvaltningen i Finansdepartementets navn. Målet for forvaltningen er å dekke statens lånebehov til lavest mulige kostnader. Det skal tas hensyn til statens renterisiko og til at det bør finnes en likvid rentekurve for statspapirer ut til ti års løpetid. Departementet skal årlig fastsette en øvre grense for brutto opplåning og minstekrav til rentebinding. Innenfor disse rammene skal Norges Bank fastsette et årlig program for opplåning fordelt på vekslers og obligasjoner med en kalender for utstedelser. Banken skal fastsette prinsipper for måling og styring av motparteksponering og operasjonell risiko. Norges Bank skal regelmessig fremlegge analyser av lønnsomhet og risiko ved forvaltningen, samt vurderinger av måloppnåelse for Finansdepartementet. Både analysene og evalueringen skal publiseres. Mandatet trådte i kraft 1. januar 2015.

### Rammer for 2017 fastsatt av Finansdepartementet

	Beskrivelse	Grense	Faktisk	Mandat
Langsiktige lån	Maksimalt opptak av nye langsiktige lån (statsobligasjoner).	75 mrd. kroner	39 mrd. kroner per 30.9.	§ 3-2
Kortsiktige markedslån	Maksimalt utestående i kortsiktige markedslån (statskasseveksler).	125 mrd. kroner	Høyest utestående volum var 83 mrd. kroner i perioden 6.9.–19.9.	§ 3-2
Rentebinding	Minimumsnivået for rentebindingen på statsgjelden inklusive rentebytteavtaler.	> 2,5 år	Laveste nivå var 3,87 år per 15.9.	§ 3-2
Statens konto	Minimumsnivå på statens konto i Norges Bank.	35 mrd. kroner	Nivået har vært høyere enn minimumsnivået gjennom hele 3. kvartal. Laveste nivå på kontantbeholdning var 93,1 mrd. kroner per 17.8.	§ 2-2 (3)

### Mandat for forvaltning av statsgjeld

	Beskrivelse	Grense	Faktisk per 30. september 2017	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 %	19,3 %	§ 3-5

## Primærhandlere i norske statspapirer

Meglerforetak	Børsid	Kontaktperson	Telefon
<i>Statsobligasjoner og statskasseveksler</i>			
Danske Bank	DDB	Leif Inge Christensen	+ 47 22 86 13 18
DNB	DNM	Olav Gunnes	+ 47 24 16 90 55
Nordea	NDM / NDA	Lars Even Klepsland (obligasjoner) Pål Martinsen (veksler)	+ 47 22 48 77 33 + 47 22 48 78 90
SEB	SEB	Michael Kofoed	+ 47 22 82 72 63

# 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 renterisikoen<sup>8</sup>.

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

## Refinansieringsrisiko

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

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

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

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

## Kredittrisiko

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

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

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

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

## Likviditetsrisiko

Staten må ha en viss likviditetsreserve slik at betalingsforpliktelser kan møtes til enhver tid. Norges Bank innretter opplåningen av statspapirer i markedet slik at staten til enhver tid har 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.

---

<sup>8</sup> Se definisjoner



## Definisjoner

### Amihuds illikviditetsindikator

Amihuds illikviditetsindikator er lik daglig avkastning i en statsobligasjon delt på daglig handlet volum i samme statsobligasjon. Avkastning er regnet som forskjellen i midtkurs fra dag til dag i prosent av midtkurs dagen før. En tar så gjennomsnittet per papir per måned, for så å finne gjennomsnittet for alle utestående statsobligasjoner i samme måned.

### Assetswapspread

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

### Basispunkt

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

### Durasjon (Macaulay durasjon)

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

### Etterspørselsindikator (tegningsrate)

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

### Forfallsprofil

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

### Hovedstol

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

### IMM-datoer

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

### Interpolert rente / syntetisk rente

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

### Kortsiktig refinansieringsbehov

Det kortsiktige refinansieringsbehovet 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 vekslar og obligasjoner det beløpet som skal refinansieres til en ny rente. Hvis rentenivået øker med ett prosentpoeng, vil statens kostnader isolert sett øke med ca. 1 prosent av dette beløpet de kommende 12 månedene.

### Kredittrisiko

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

### Kupong

Den årlige faste renten på et obligasjonslån.

### Likviditetsrisiko

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

### Løpetid

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

### Låneportefølje

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

### Modifisert durasjon (rentefølsomhet)

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

### Operasjonell risiko

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

### Primærhandler

Bank/meglerforetak som har inngått avtale med Norges Bank om å stille bindende priser i norske statspapirer på Oslo Børs.

Primærhandlerne har enerett og plikt til å delta i auksjoner av statspapirer. Primærhandleravtaler inngås for obligasjons- og vekselmarkedet separat, og for ett år av gangen.

### **Refinansieringsrisiko**

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

### **Relativ bid/ask-spread**

Relativ bid/ask-spread er forskjellen mellom beste salgs- og kjøpskurs i en statsobligasjon delt på midtkursen. Etter å ha funnet daglig relativ bid/ask-spread 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 vektet med andre ord med sin nominelle verdi. Verken dagens markedsverdi eller rentenivå påvirker beregningen.

### **Rentebytteavtale (renteswap)**

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

### **Renterisiko**

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

### **Gjenkjøpsavtale**

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

### **Spread**

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

### **Statens egenbeholdning**

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