

STATSGJELDSFORVALTNINGEN

Kvartalsrapport

2 | 2018

JULI 2018

RAPPORT FOR
ANDRE KVARTAL 2018



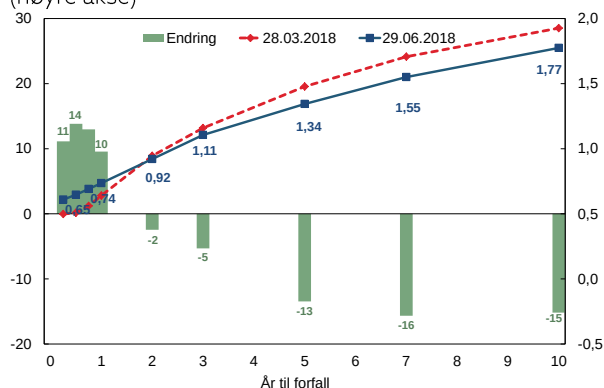
NORGES BANK

Markedsutviklingen

Norske statsrenter falt i løpet av andre kvartal. Størst endring var det i syntetisk 7-års statsrente med en nedgang på 16 basispunkter. Tysk 10-års statsrente falt med 19 basispunkter, svensk 10-års rente falt med 20 basispunkter og britisk 10-års rente falt med 9 basispunkter. I USA steg derimot 10-års statsrente med 8 basispunkter. Nedgangen i langsiktige renter i Norge og flere andre land må sees i sammenheng med at internasjonal politisk uro har preget rentemarkedene gjennom kvartalet.

Figur 1: Norsk syntetisk statsrentekurve

Endring i basispunkter (venstre akse). Nivå i prosent (høyre akse)



Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Rentedifferansen mot Tyskland (målt ved differansen mellom syntetisk norsk rente og renten på det tyske obligasjonslånet med gjenstående løpetid nærmest 10 år) steg med 4 basispunkter i løpet av andre kvartal, til 147 basispunkter. Oppgangen var noe større i 3- og 5-årssegmentene.

Ved utgangen av andre kvartal var differansen mellom stats- og swaprentene (syntetisk norsk statsrente mot swaprente) i 10-årssegmentet -47 basispunkter, 13 basispunkter mer negativ enn ved utgangen av første kvartal.

Syndikering av ny 10-års statsobligasjon

Statsgjeldsforvaltningen gjennomførte torsdag 19. april 2018 en syndikering av en ny 10-årig statsobligasjon (NGB 04/2028). Det ble emittert 12 milliarder kroner til markedet. Dette var første gang Statsgjeldsforvaltningen brukte syndikering som salgsform. Syndikatet var satt sammen av de fire institusjonene som er primærhandlere i norske statsobligasjoner; Danske Bank, DNB, Nordea og SEB.

I tildelingen av lånet fikk norske investorer 15 prosent, mens henholdsvis 53, 23 og 9 prosent gikk til europeiske, amerikanske og asiatiske

investorer. Fordelt på type investorer var det fondsforvaltere og hedgefond som fikk høyest andel av tildelingen med henholdsvis 39 og 27 prosent.

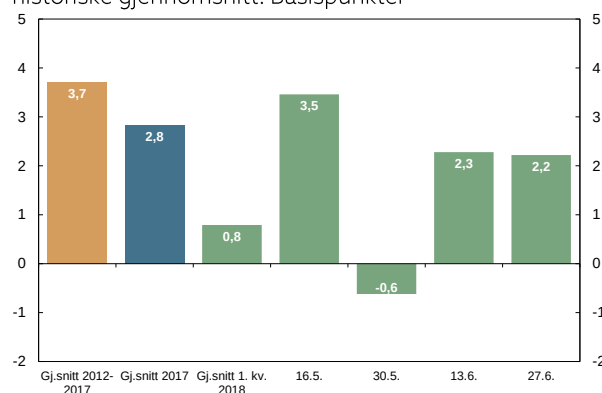
Auksjoner av statsobligasjoner

Det var opprinnelig planlagt å avholde fem obligasjonsauksjoner i andre kvartal 2018. Én av disse ble avlyst etter at NGB 04/2028 ble utstedt ved syndikering. Det ble totalt utstedt 10 milliarder kroner i de fire avholdte auksjonene. Til sammen ble det emittert 22 milliarder kroner til markedet i andre kvartal. På forhånd var det publisert et planlagt emisjonsvolum på mellom 16 og 22 milliarder kroner.

Auksjonspremiene, målt som forskjellen mellom tildelingsrenten i auksjonen og samtidig salgsrente i annenhåndsmarkedet på Oslo Børs kl. 11, var lave. I gjennomsnitt var auksjonspremien 1,8 basispunkter i andre kvartal. I 2017 var gjennomsnittlig auksjonspremie 2,8 basispunkter. Høyeste auksjonspremie i andre kvartal var 3,5 basispunkter, mens laveste auksjonspremie var -0,6 basispunkter.

Figur 2: Auksjonspremie statsobligasjoner

Fire auksjoner i 2. kvartal 2018 sammenlignet med historiske gjennomsnitt. Basispunkter

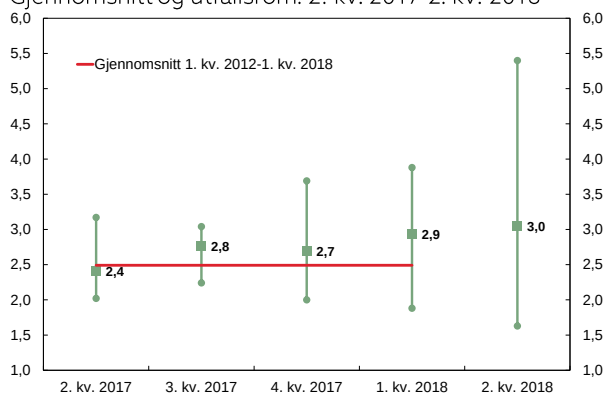


Kilder: Oslo Børs og Norges Bank

I andre kvartal var gjennomsnittlig etterspørselsindikator på 3,1. Høyest etterspørselsindikator var det i auksjonen 30. mai med 5,4. Dette er høyeste etterspørselsindikator i en obligasjonsauksjon i det historiske datautvalget Norges Bank har fra 1996. Sammenlignet med 2017 og det historiske gjennomsnittet (for perioden 1. kvartal 2012-1. kvartal 2018 var gjennomsnittlig etterspørselsindikator 2,5) var det således god etterspørsel i auksjonene av statsobligasjoner.

Figur 3: Etterspørselsindikator auksjoner av statsobligasjoner

Gjennomsnitt og utfallsrom. 2. kv. 2017-2. kv. 2018



Kilde: Norges Bank

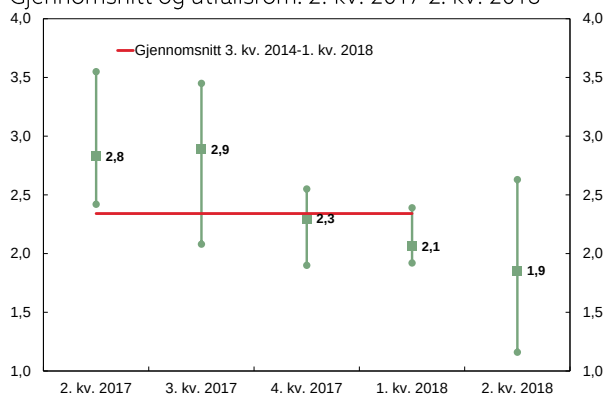
Auksjoner av statskasseveksler

Det ble holdt fire vekselauksjoner på til sammen 17 milliarder kroner til markedet. Det var publisert et planlagt emisjonsvolum på 16-20 milliarder kroner.

Gjennomsnittlig etterspørselsindikator var 1,9. Laveste og høyeste indikator var henholdsvis 1,2 og 2,6. Siden siste forfall i bytteordningen i 2014 og frem til 2017, har gjennomsnittlig etterspørselsindikator vært 2,3. Det var således lavere etterspørsel i andre kvartal. Dette må sees i sammenheng med markedsforholdene i penge-markedet og at vanlig emisjonsvolum i veksel-auksjoner økte fra 3 til 4 milliarder kroner i 2018. På grunn av variabel etterspørsel etter statskasseveksler besluttet derfor Statsgjeldsforvaltningen å redusere nedre grense for utestående i veksel-markedet publisert i «Strategi og låneprogram 2018» fra 38 til 36 milliarder kroner.

Figur 4: Etterspørselsindikator for auksjoner av statskasseveksler

Gjennomsnitt og utfallsrom. 2. kv. 2017-2. kv. 2018



Kilde: Norges Bank

Ny 12-måneders veksle ble utstedt med oppgjør på IMM-datoen i juni. I denne auksjonen var etterspørselsindikatoren 2,0. I gjennomsnitt for perioden 3. kvartal 2014-1. kvartal 2018 var

etterspørselsindikatoren for nye 12-måneders veksler 2,1.

Tilbakekjøpsauksjoner

Det ble også avholdt én tilbakekjøpsauksjon i obligasjonen med under ett år til forfall, NGB 05/2019. Det ble kjøpt tilbake om lag 7,5 milliarder kroner. Laveste aksepterte rente og volumveid gjennomsnittlig rente var begge 0,71 prosent.

Reduksjon av statens egenbeholdning

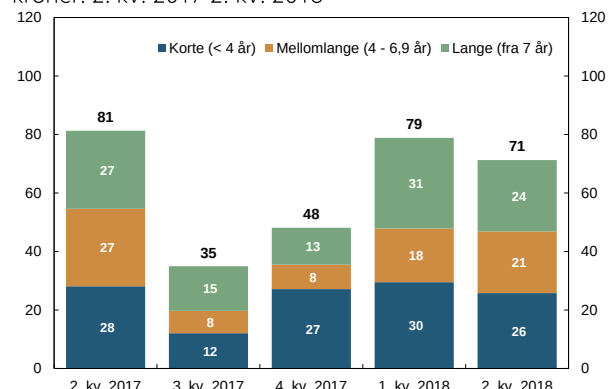
Primærhandlerne har rett til å inngå gjenkjøpsavtaler med staten i alle statspapirer for inntil 2 milliarder kroner. Primærhandlerne låner da statspapirer fra statens egenbeholdning. Det har lenge vært lav utnyttelse av gjenkjøpsadgangen i de lengre obligasjonene. Statens egenbeholdning ble derfor redusert fra 8 til 4 milliarder kroner med virkning fra 25. juni i de lånene som har mer enn fem år til forfall. Hvis primærhandlerens behov for gjenkjøpsavtaler i de lengre statsobligasjonene øker, vil egenbeholdningen bli økt til nødvendig nivå.

Omsetning

Primærhandlerne rapporterer hver måned alle kjøp og salg av statspapirer til Norges Bank. I rapportene blir kjøp og salg fordelt på hvilken region motparten tilhører og hva slags type investor motparten er. Gjenkjøpsavtaler skal ikke rapporteres. Statistikken, som kun omfatter handler der en norsk primærhandler er involvert, gir et bilde av omsetningen i de norske statspapirene.¹

Figur 5: Omsetning statsobligasjoner

Fordelt på ulike gjenstående løpetidsintervaller. Milliarder kroner. 2. kv. 2017-2. kv. 2018



Kilder: Primærhandlerne og Norges Bank

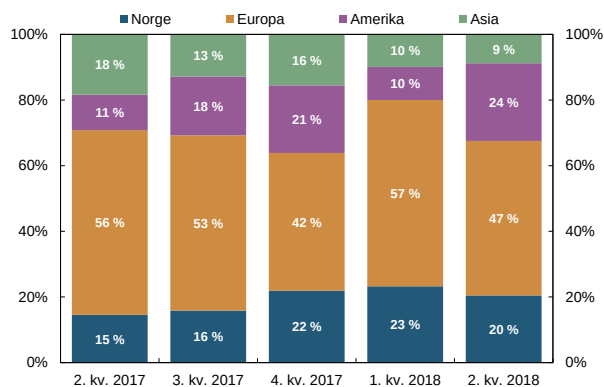
¹ Omsetningen er summen av (tallverdiene til de innrapporterte) kjøpene og salgene.

I andre kvartal rapporterte de fire primærhandlerne en omsetning i statsobligasjoner på om lag 71 milliarder kroner. Høyest omsetning var det i de korteste obligasjonslånene (gjenstående løpetid under 4 år).

Primærhandlerne har klart høyest omsetning med motparter i Europa. I andre kvartal økte også amerikanske motparters andel av totalomsetningen fra 10 til 24 prosent.

Figur 6: Omsetning statsobligasjoner fordelt på regioner

Prosent. 2. kv. 2017-2. kv. 2018

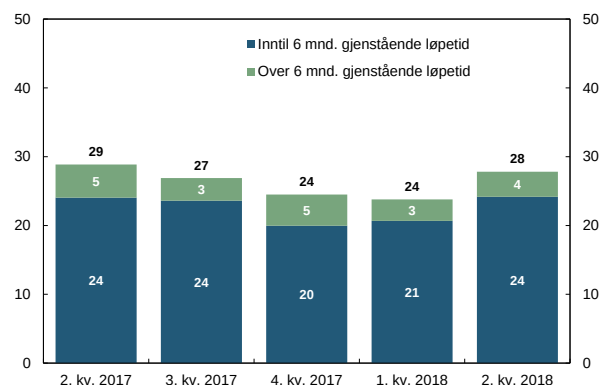


Kilder: Primærhandlerne og Norges Bank

Primærhandlerne rapporterte en samlet omsetning i statskasseveksler på over 28 milliarder kroner. Det er gjennomgående for alle kvartal at omsetningen er høyest i statskasseveksler med gjenstående løpetid inntil 6 måneder.

Figur 7: Omsetning statskasseveksler

Fordelt på gjenstående løpetid over og under 6 måneder. Milliarder kroner. 2. kv. 2017-2. kv. 2018



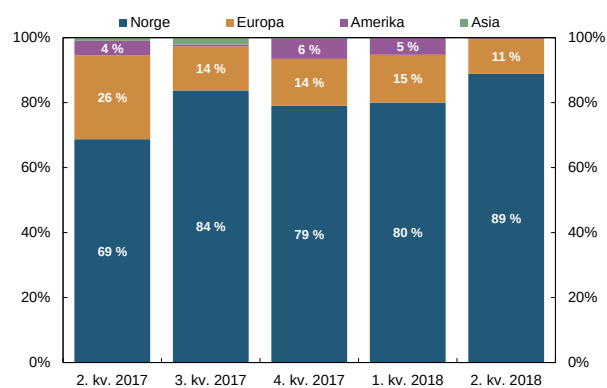
Kilder: Primærhandlerne og Norges Bank

Omsetningen av statskasseveksler er i hovedsak mot motparter i Norge. I andre kvartal utgjorde omsetningen mot norske investorer 89 prosent, mens gjennomsnittet for 2017 var 76 prosent.

Figur 8: Omsetning statskasseveksler

Fordelt på regioner. Prosent.

2. kv. 2017-2. kv. 2018



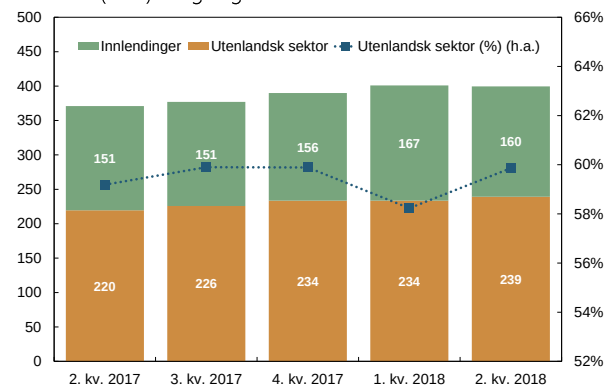
Kilder: Primærhandlerne og Norges Bank

Eierfordeling

Ved utgangen av andre kvartal eide utenlandske investorer 239 milliarder kroner i norske statsobligasjoner, som tilsvarer 60 prosent av utestående obligasjonsgjeld. I gjennomsnitt for årene 2016–2017 var eierandelen til utenlandske investorer om lag 59 prosent. Av de om lag 160 milliarder kroner som er eid av innlendinger ved utgangen av andre kvartal, er norske banker den største eieren med litt over 57 milliarder kroner. Stats- og trygdeforvaltningen eier i underkant av 56 milliarder kroner². Livsforsikring og pensjonskasser har statsobligasjoner for 18,5 milliarder kroner.

Figur 9: Eierfordeling statsobligasjoner

Innlendinger og utenlandsk sektor. Milliarder kroner (v.a.). Prosent (h.a.). Utgangen av 2. kv. 2017-2. kv. 2018



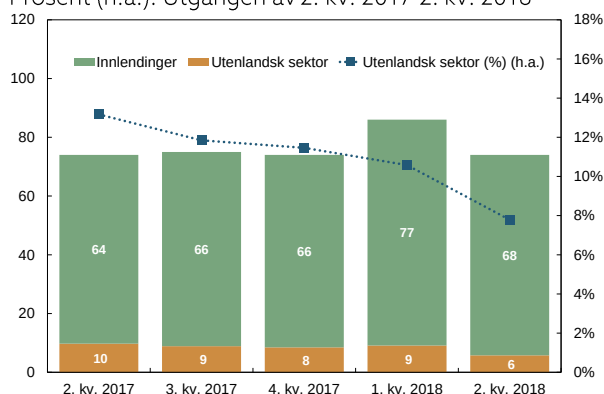
Kilde: Verdipapirsentralen

Statskasseveksler er i motsetning til obligasjoner i hovedsak eid av innlendinger. Ved utgangen av andre kvartal eide norske investorer 68 milliarder

² Staten har en egenbeholdning på 8 milliarder kroner i statskasseveksler og de korteste statsobligasjonene og 4 milliarder kroner i de lengre statsobligasjonene. Det betyr en egenbeholdning på 40 milliarder kroner i statsobligasjoner ved utgangen av andre kvartal 2018.

kroner av en utestående vekselgjeld på 74 milliarder kroner.

Figur 10: Eierfordeling statskasseveksler
Innlendinger og utenlandsk sektor. Milliarder kroner (v.a.). Prosent (h.a.). Utgangen av 2. kv. 2017-2. kv. 2018



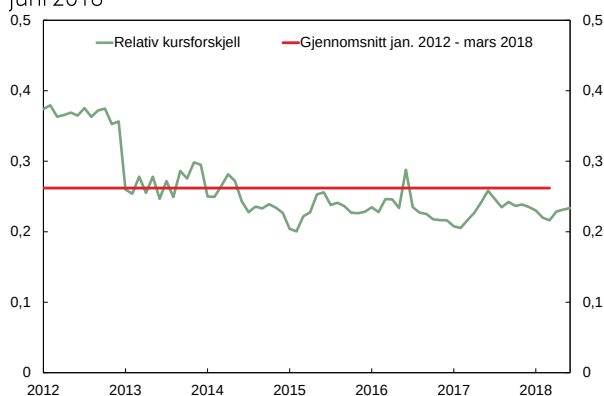
Kilde: Verdipapirsentralen

Norske banker og kredittforetak eide ved utgangen av andre kvartal henholdsvis 10,5 og 2,2 milliarder kroner i statskasseveksler. Livsforsikring og pensjonskasser hadde en beholdning på nesten 15 milliarder kroner.

Markedslikviditet

Statsgjeldsforvaltningen bruker relativ kursforskjell til å overvåke likviditeten i annenhåndsmarkedet for statsobligasjoner. Relativ kursforskjell måler transaksjonskostnadene i markedet som forskjellen mellom kjøps- og salgskurs i prosent av midtkurs. Indikatoren er konstruert slik at jo lavere verdi indikatoren har, jo mer likvid er markedet.

Figur 11: Relativ kursforskjell
Månedlig gjennomsnitt. Statsobligasjoner. Januar 2012–juni 2018



Kilder: Thomson Reuters, Oslo Børs og Norges Bank

Den relative kursforskjellen steg marginalt i løpet av andre kvartal 2018, men lå fortsatt godt under gjennomsnittet for de siste fem årene.

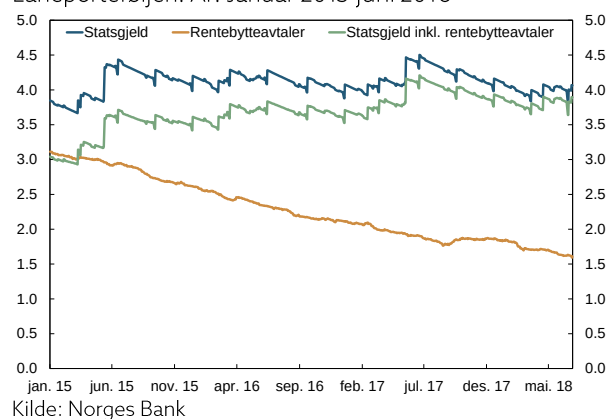
Rentebytteavtaler

Det ble ikke inngått nye rentebytteavtaler i andre kvartal. Det forfalt 9 avtaler med et samlet volum på 3,4 milliarder kroner.

Renterisiko

Porteføljen av statskasseveksler og obligasjoner hadde ved utgangen av andre kvartal en rentebindingstid på 4,1 år. Porteføljen av rentebytteavtaler hadde på samme tid en rentebindingstid på 1,6 år. Dette reduserte rentebindingstiden for låneporteføljen (statsgjelden inkl. rente-bytteavtaler) til 3,9 år. Rentebindingstiden for låneporteføljen økte med 0,10 år i andre kvartal. Finansdepartementet har satt et minimumsnivå for rentebindingen på 2,5 år.

Figur 12: Rentebindingstid³
Låneporteføljen. År. Januar 2015-juni 2018



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 statsgjelds-porteføljens 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.

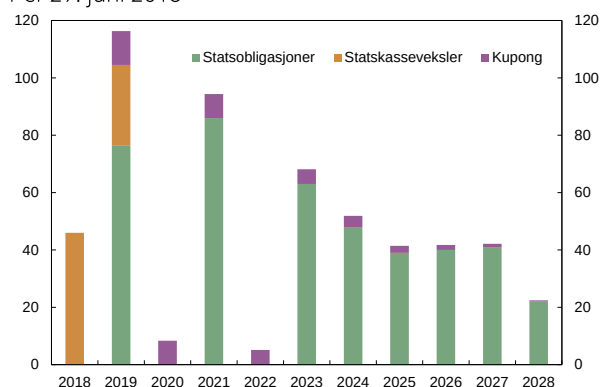
Refinansieringsrisiko

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 18 prosent forfalle i 2019 og 21 prosent forfalle i 2021.

³ Durasjonsberegning gitt effektiv rente på null, se definisjoner for ytterligere opplysninger.

Figur 13: Forfallsprofil

Forfall av hovedstol og kupong per år. Milliarder kroner.
Per 29. juni 2018



Kilde: Norges Bank

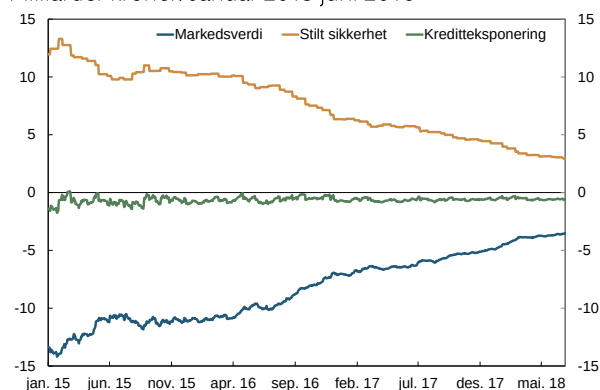
Kredittrisiko

Statens portefølje av rentebytteavtaler besto av 165 avtaler med en samlet hovedstol på 59,7 milliarder kroner ved utgangen av andre kvartal 2018. Det er ikke inngått nye avtaler siden november 2014. 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.

Figur 14: Kreditteksponering

Milliarder kroner. Januar 2015-juni 2018



Kilde: Norges Bank

Ved utgangen av andre kvartal 2018 hadde statens portefølje av rentebytteavtaler en samlet markedsverdi på 3,5 milliarder kroner i statens favør. Stilte sikkerheter reduserer kreditteksponeringen til 0,6 milliarder kroner.

Tabell 1: Utestående statsgjeld fordelt på lån. Per 29. juni 2018

Lån	Børs id.	ISIN-nummer	Lånets datering	Forfallsdato	Kupong	Totalt ute- stående	Hvorav statens egen- beholdning
					Prosent	Mrd. kr.	Mrd. kr.
Statsobligasjoner							
NGB 05/2019	NST 473	NO0010429913	22.5.2008	22.5.2019	4,50	76,515	8
NGB 05/2021	NST 474	NO0010572878	25.5.2010	25.5.2021	3,75	86	8
NGB 05/2023	NST 475	NO0010646813	24.5.2012	24.5.2023	2,00	63	4
NGB 03/2024	NST 476	NO0010705536	14.3.2014	14.3.2024	3,00	44	4
NGB 03/2025	NST 477	NO0010732555	13.3.2015	13.3.2025	1,75	35	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	37	4
NGB 04/2028	NST 480	NO0010821598	26.4.2018	26.4.2028	2,00	22	4
					Sum	399,515	40
Statskasseveksler							
NTB 09/2018	NST 40	NO0010806060	20.9.2017	19.9.2018		29	8
NTB 12/2018	NST 41	NO0010812472	20.12.2017	19.12.2018		17	8
NTB 03/2019	NST 42	NO0010819576	21.3.2018	20.3.2019		14	8
NTB 06/2019	NST 43	NO0010826316	20.6.2018	19.6.2019		14	8
					Sum	74	32

Tabell 2: Auksjoner i 2. kvartal 2018

Auksjons- dato	Lån	Volum tildelt markedet	Totalt budvolum	Ettersp.- indikator	Tildelings- rente	Avvik fra samtidig salgsrente
		Mrd. kr.	Mrd. kr.		Prosent	Basispunkter
Statsobligasjoner						
16.5	NGB 04/2028	3	4,875	1,63	1,98	3,5
30.5	NGB 02/2027	2	10,795	5,40	1,63	-0,6
13.6	NGB 05/2023	2	4,884	2,44	1,41	2,3
27.6	NGB 04/2028	3	8,135	2,71	1,82	2,2
	Sum/gj.snitt	10		3,05		1,8
Statskasseveksler						
9.4	NTB 09/2018	4	6,450	1,61	0,61	12,1
7.5	NTB 09/2018	4	4,645	1,16	0,75	20,4
4.6	NTB 12/2018	3	7,900	2,63	0,71	5,9
18.6	NTB 06/2019	6	12,123	2,02	0,80	-
	Sum/gj.snitt	17		1,86		12,8

Tabell 3: Tilbakekjøp av NGB 05/2019 i 2. kvartal

Auksjons- dato	Lån	Tilbakekjøpt volum	Høyeste aksepterte kurs	Laveste aksepterte rente	Veid gjennomsnittlig rente
		Mrd. kr.	Prosent	Prosent	Prosent
27.6	NGB 05/2019	7,485	103,3750	0,71	0,71

Tabell 4: Planlagt og utført opplåning. Milliarder kroner

Statsobligasjoner			Statskasseveksler	
	Planlagt ¹	Faktisk	Planlagt ¹	Faktisk
1.kvartal	10-14	11	16-20	18
2. kvartal	16-22	22	16-20	17
3. kvartal	6-10		15-20	
4. kvartal				
Totalt 2018	50 ²			

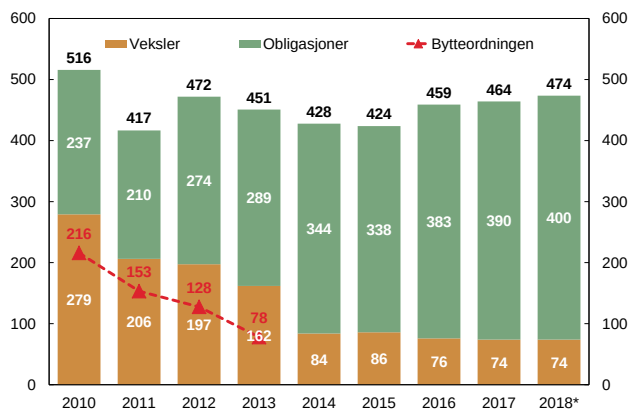
¹ Publiserte opplåningsintervall for de enkelte kvartalene.

² Se strategi og låneprogram for 2018 publisert 21. desember 2017.

1. Markedsutvikling⁴

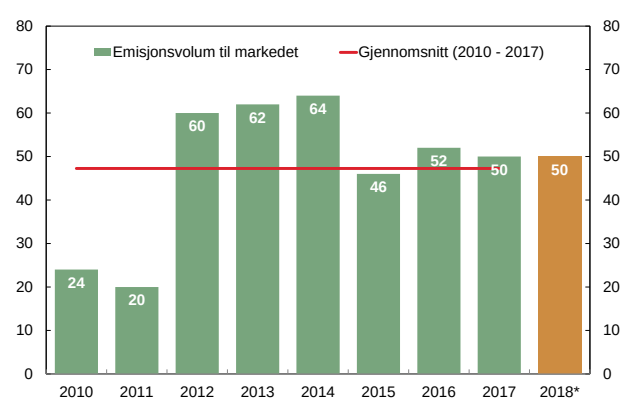
Figur 1.1: Utestående statsgjeld

Milliarder kroner. Ved utgangen av året for 2010–2017 og ved utgangen av 2. kvartal 2018



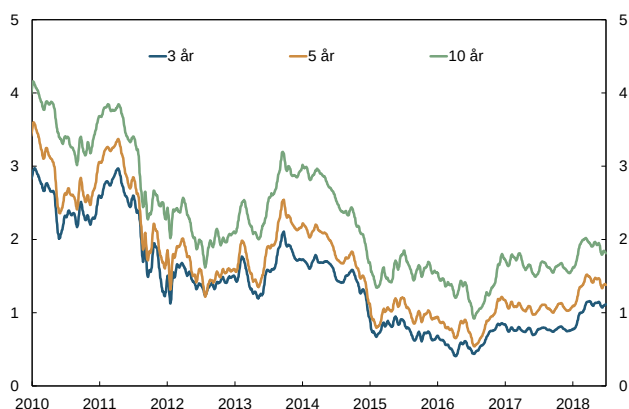
Figur 1.2: Emisjonsvolum av obligasjoner

Til markedet. Milliarder kroner. Faktisk 2010–2017. Planlagt 2018



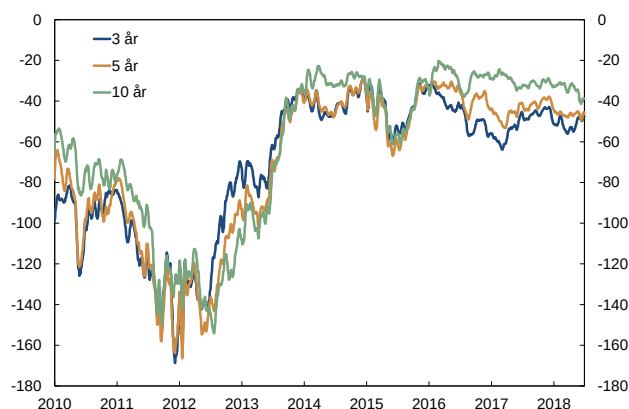
Figur 1.3: Norsk syntetisk 3-, 5- og 10-års statsrente

10-dagers bevegelig gjennomsnitt. Prosent. 2. januar 2010–29. juni 2018



Figur 1.4: Differanse mellom stats- og swaprente

Statsrenter minus swaprenter. Syntetiske statsrenter. 10-dagers bevegelig gjennomsnitt. Basispunkter. 2. januar 2010–29. juni 2018

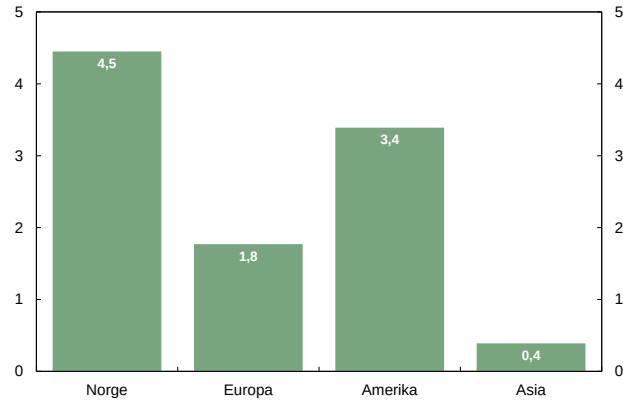


⁴ Kilder: Thomson Reuters, Oslo Børs, VPS og Norges Bank

2. Auksjoner

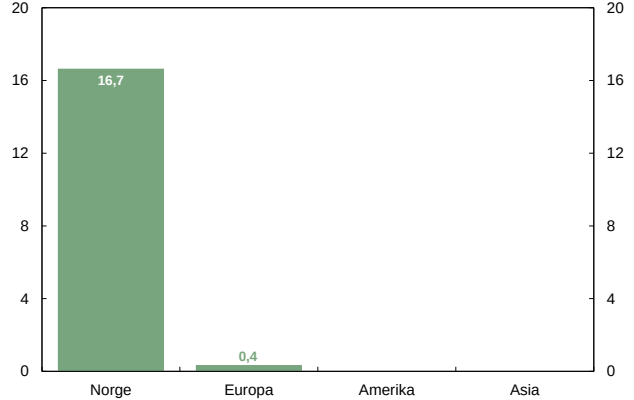
Figur 2.1: Tildelt volum obligasjoner fordelt på regioner

Milliarder kroner. 2. kvartal 2018



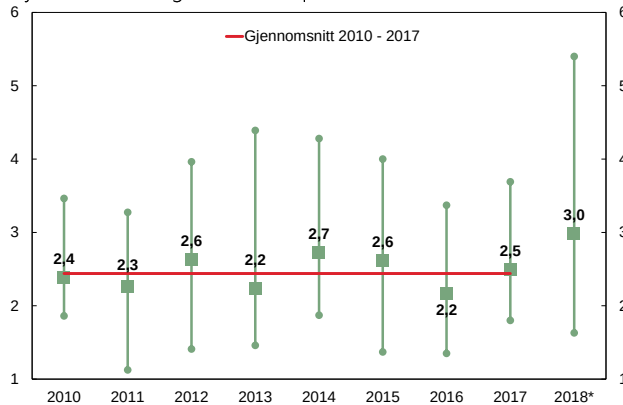
Figur 2.2: Tildelt volum vekslers fordelt på regioner

Milliarder kroner. 2. kvartal 2018



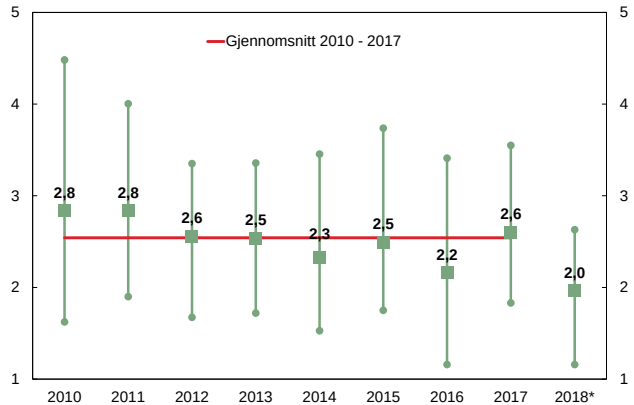
Figur 2.3: Etterspørselsindikator obligasjonsauksjoner

Gjennomsnitt og utfallsrom per år. 2010–1. halvår 2018



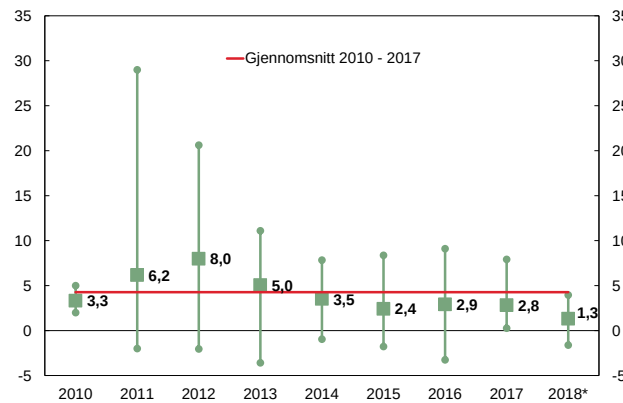
Figur 2.4: Etterspørselsindikator vekselauksjoner

Gjennomsnitt og utfallsrom per år. 2010–1. halvår 2018



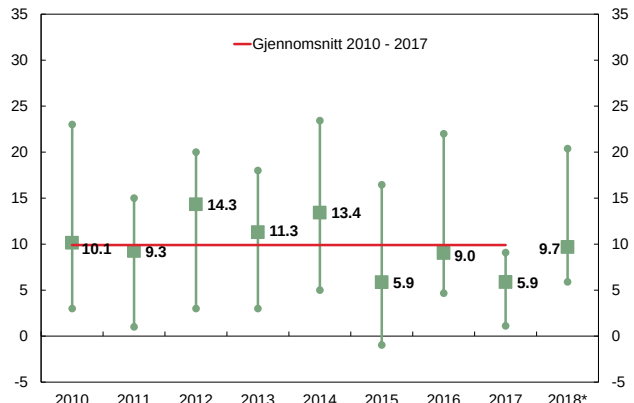
Figur 2.5: Auksjonspremie statsobligasjoner

Avvik mellom oppnådd rente i auksjoner av statsobligasjoner og samtidig salgsrente på Oslo Børs. Gjennomsnitt og utfallsrom. Basispunkter. 2010–1. halvår 2018



Figur 2.6: Auksjonspremie statskasseveksler

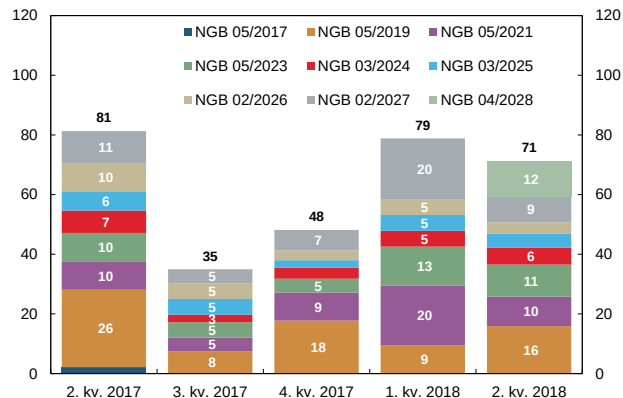
Avvik mellom oppnådd rente i auksjoner av statskasseveksler og samtidig salgsrente på Oslo Børs. Gjennomsnitt og utfallsrom. Basispunkter. 2010–1. halvår 2018



3. Omsetning⁵

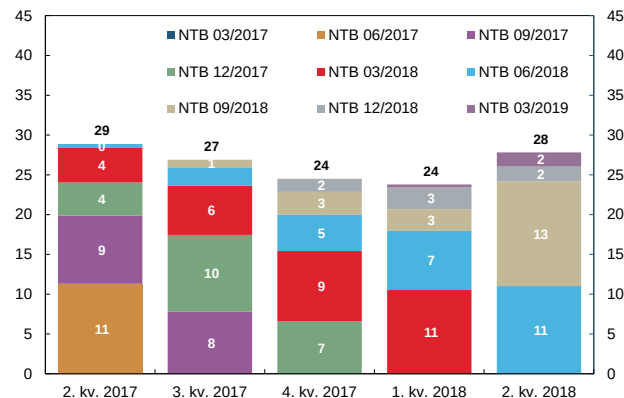
Figur 3.1: Kvartalsvis omsetning av obligasjoner

Rapportert av primærhandlerne. Fordelt på lån. Milliarder kroner. 2. kvartal 2017–2. kvartal 2018



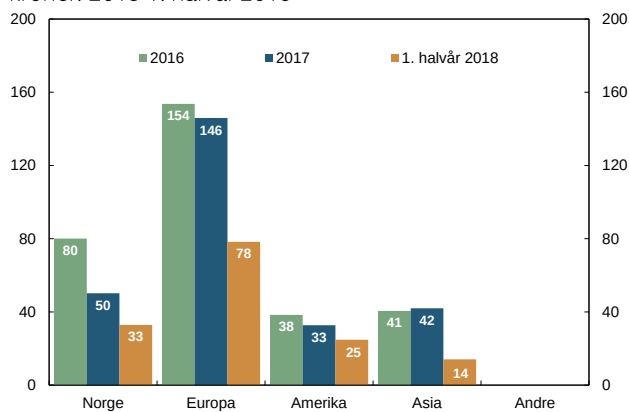
Figur 3.2: Kvartalsvis omsetning av veksler

Rapportert av primærhandlerne. Fordelt på lån. Milliarder kroner. 2. kvartal 2017–2. kvartal 2018



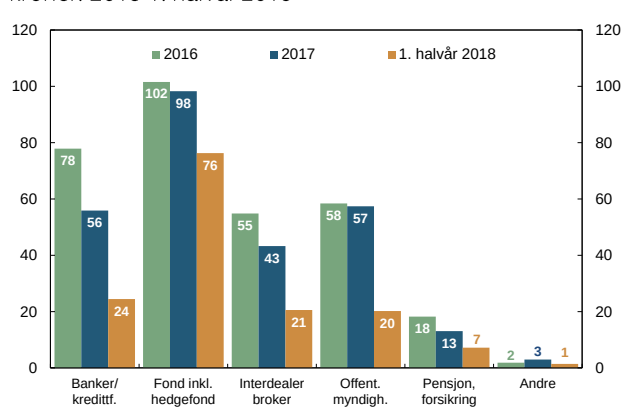
Figur 3.3: Omsetning fordelt på regioner

Statsobligasjoner. Rapportert av primærhandlerne. Milliarder kroner. 2016-1. halvår 2018



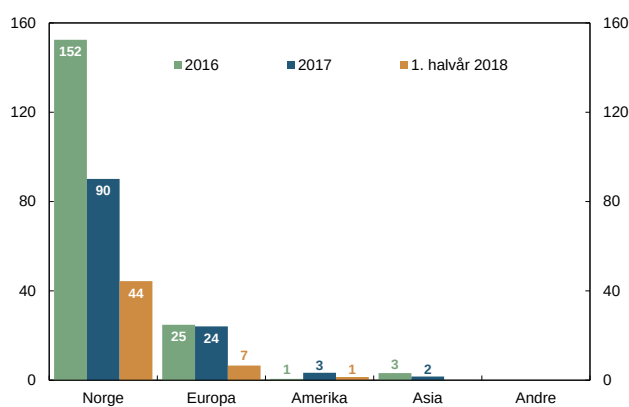
Figur 3.4: Omsetning fordelt på investorkategorier

Statsobligasjoner. Rapportert av primærhandlerne. Milliarder kroner. 2016-1. halvår 2018



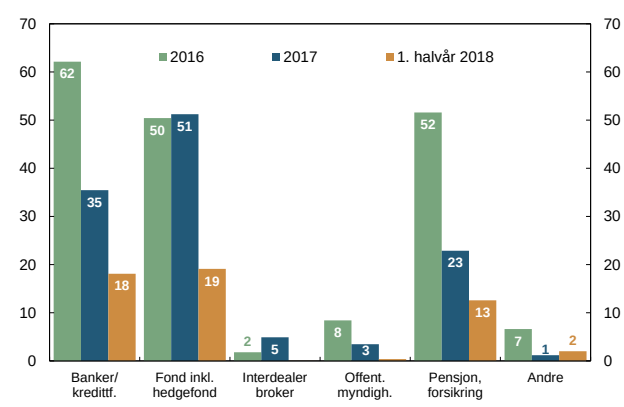
Figur 3.5: Omsetning fordelt på regioner

Statskasserveksler. Rapportert av primærhandlerne. Milliarder kroner. 2016-1. halvår 2018



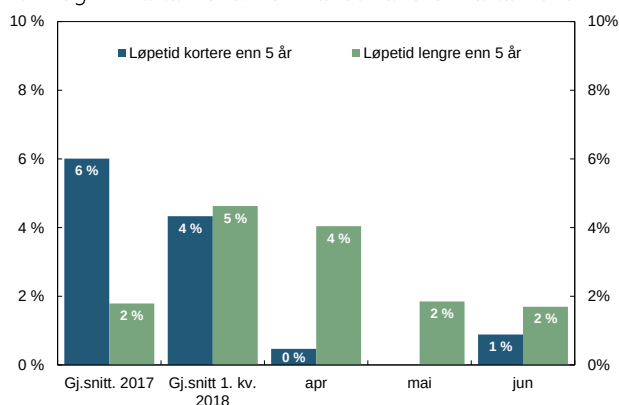
Figur 3.6: Omsetning fordelt på investorkategorier

Statskasserveksler. Rapportert av primærhandlerne. Milliarder kroner. 2016-1. halvår 2018

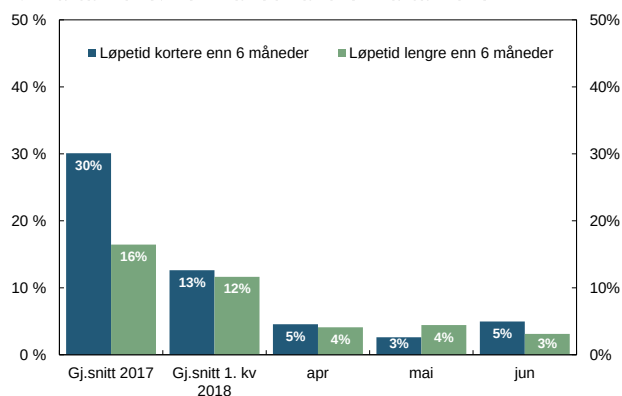


⁵ Omsetningen er summen av (tallverdiene til de innrapporterte) kjøpene og salgene.

Figur 3.7: Gjenkjøpsavtaler med Norges Bank
Obligasjoner. Prosent. Gjennomsnittlig utnyttelsesgrad i 2017 og 1. kvartal 2018. Per måned i andre kvartal 2018

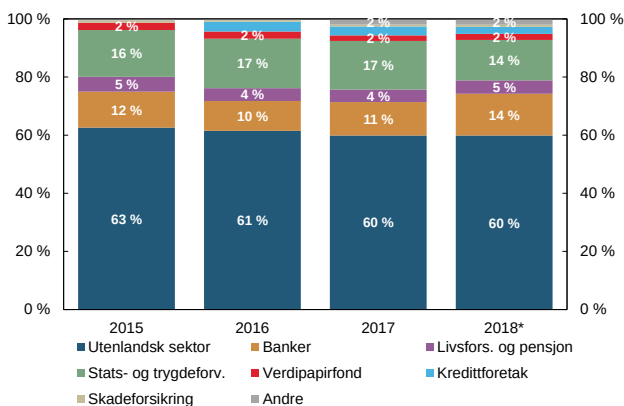


Figur 3.8: Gjenkjøpsavtaler med Norges Bank
Veksler. Prosent. Gjennomsnittlig utnyttelsesgrad i 2017 og 1. kvartal 2018. Per måned i andre kvartal 2018

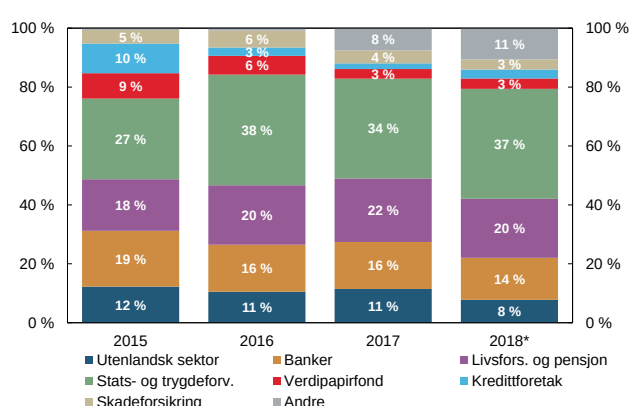


4. Eierfordeling

Figur 4.1: Eierfordeling statsobligasjoner
Prosent. Ved utgangen av desember 2015-2017 og per 29. juni 2018

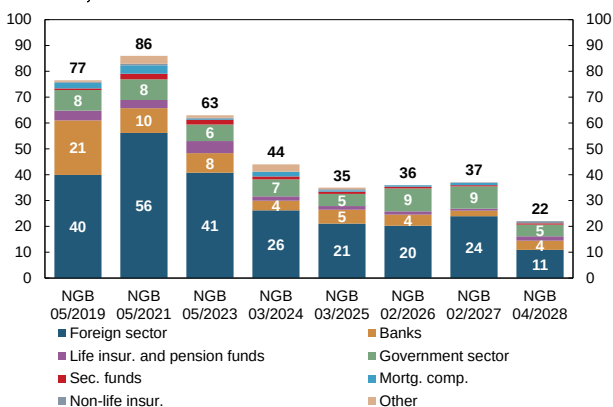


Figur 4.2: Eierfordeling statskasseveksler
Prosent. Ved utgangen av desember 2015-2017 og per 29. juni 2018



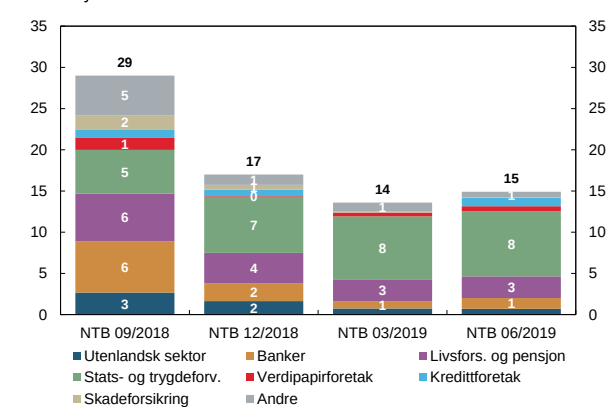
Figur 4.3: Eierfordeling statsobligasjoner fordelt på lån

Inkludert statens egenbeholdning. Milliarder kroner.
Per 29. juni 2018



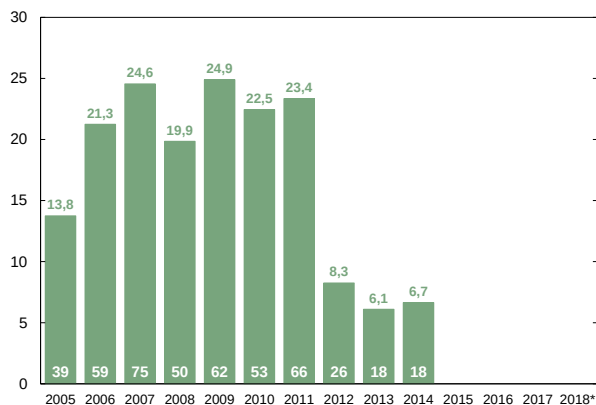
Figur 4.4: Eierfordeling statskasseveksler fordelt på lån

Inkludert statens egenbeholdning. Milliarder kroner.
Per 29. juni 2018

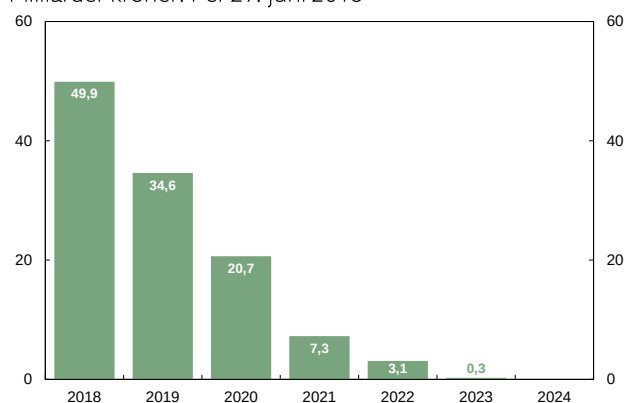


5. Rentebytteavtaler

Figur 5.1: Volum og antall inngåtte rentebytteavtaler
Milliarder kroner. 2005–2. kvartal 2018

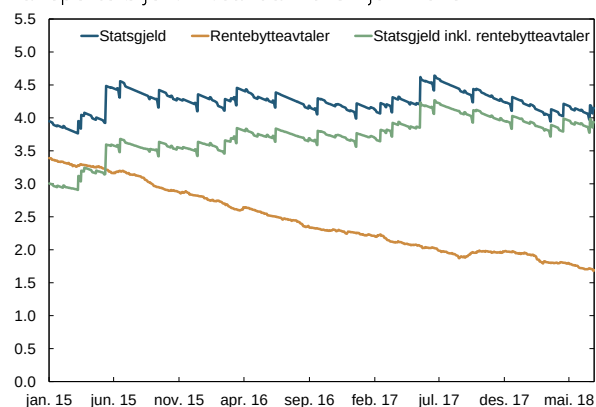


Figur 5.2: Gjenstående hovedstol ved utgangen av året for rentebytteavtalene
Milliarder kroner. Per 29. juni 2018

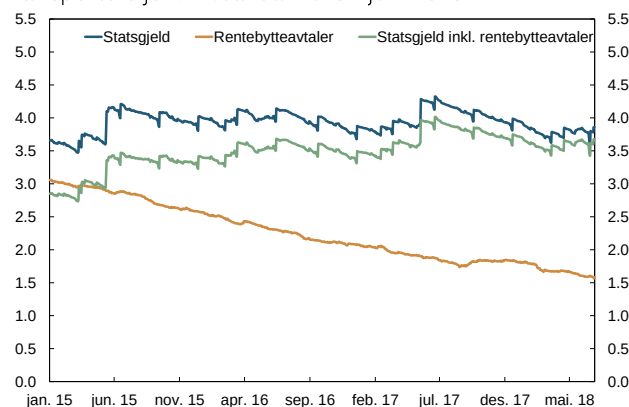


6. Renterisiko⁶

Figur 6.1: Løpetid⁷
Låneporteføljen. År. Januar 2015 – juni 2018



Figur 6.2: Modifisert durasjon
Låneporteføljen. År. Januar 2015 – juni 2018



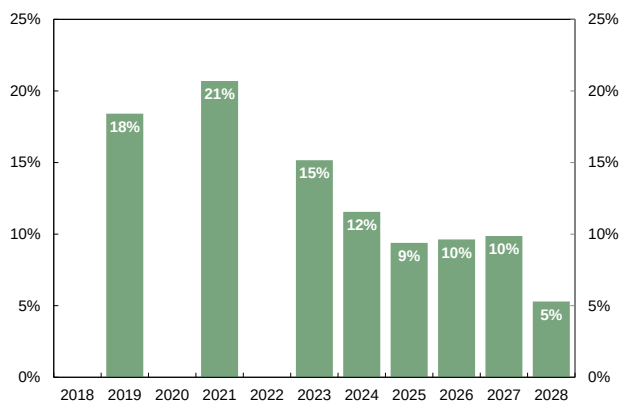
⁶ Figurene inkluderer ikke planlagt opplåning. Dersom ikke annet er nevnt, er statens egenbeholdning inkludert i figurene.

⁷ Tid til forfall av hovedstol, se definisjoner for ytterligere opplysninger.

7. Refinansieringsrisiko⁸

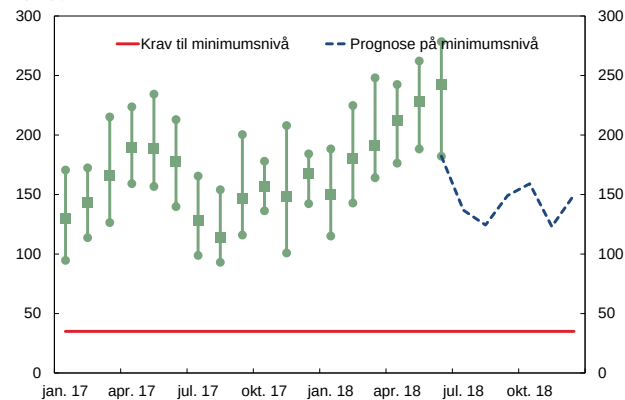
Figur 7.1: Forfallsprofil

Statsobligasjoner. Forfall per år i prosent av totalt utestående volum per 29. juni 2018



Figur 7.2: Statens kontantbeholdning

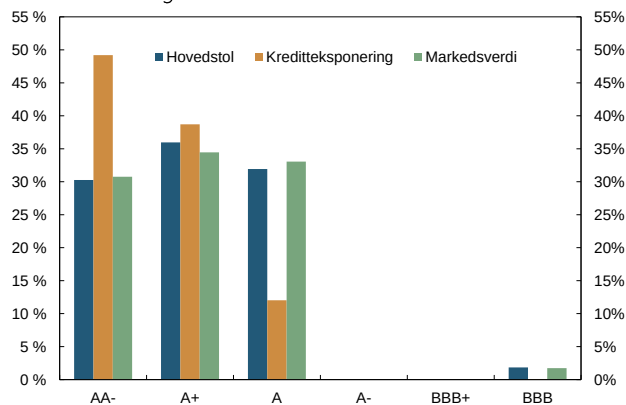
Milliarder kroner. Gjennomsnitt og utfallsrom per måned for januar 2017-juni 2018. Prognose på minimumsnivå fra juli 2018.



8. Kredittrisiko og rentebytteavtaler

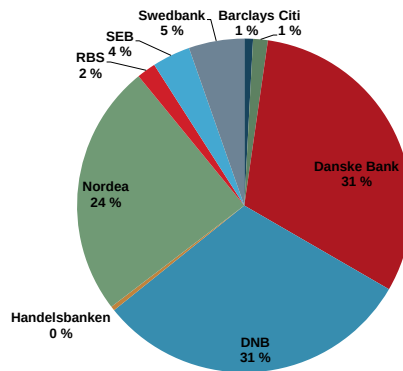
Figur 8.1: Hovedstol, kreditteksponering og markedsverdi rentebytteavtaler

Andel av totalen per 29. juni 2018 fordelt etter kredittvurdering



Figur 8.2: Hovedstol rentebytteavtaler

Fordelt etter motpart. Per 29. juni 2018



⁸ Figurene inkluderer ikke planlagt opplåning. Dersom ikke annet er nevnt, er statens egenbeholdning inkludert i figurene

Mandat

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

Rammer for 2018 fastsatt av Finansdepartementet

	Beskrivelse	Grense	Faktisk	Mandat
Langsiktige lån	Maksimalt opptak av nye langsiktige lån (statsobligasjoner).	75 mrd. kroner	37 mrd. kroner per 30.6.	§ 3-2
Kortsiktige markedslån	Maksimalt utestående i kortsiktige markedslån (statskasseveksler).	125 mrd. kroner	Høyest utestående volum var 88 mrd. kroner i perioden 7.6.-19.6.	§ 3-2
Rentebinding	Minimumsnivået for rentebindingen på statsgjelden inklusive rentebytteavtaler.	> 2,5 år	Laveste nivå var 3,64 år per 18.6-19.6.	§ 3-2
Statens konto	Minimumsnivå på statens konto i Norges Bank.	35 mrd. kroner	Nivået har vært høyere enn minimumsnivået gjennom hele første kvartal. Laveste nivå på kontantbeholdning var 176 mrd. kroner per 6.4.-8.4.	§ 2-2 (3)

Mandat for forvaltning av statsgjeld

	Beskrivelse	Grense	Faktisk per 30. juni 2018	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 %	14,9 %	§ 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 renterisikoen⁹.

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 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. 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.

⁹ 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 rentendringer.

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.

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 stats-

obligasjoner) og inngåtte finansielle kontrakter (rentebytteavtaler).

Modifisert durasjon (rentefølsomhet)

Beregnes på grunnlag av durasjonen og uttrykker verdifølsomheten for rentendringer. 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.

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.

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.

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).