

Fortsatt sterk vekst i det norske valutamarkedet

BIS' treårige undersøkelse av valuta- og derivatmarkedene 2001

Sindre Weme, kontorsjef i Avdeling for verdipapirmarkeder og internasjonal finans i Norges Bank

I det norske valutamarkedet økte gjennomsnittlig daglig omsetning målt i amerikanske dollar med 45 prosent fra 1998 til 2001. Omsetningen utgjorde knapt 13 milliarder dollar per bankdag, herav var 32 prosent knyttet til norske kroner. I tillegg omsatte internasjonale rapportører norske kroner for 4,7 milliarder dollar daglig. Internasjonalt falt valutahandelen med 19 prosent. Fallet forklares med introduksjon av euro, automatiske handelssystemer og fusjoner i finansiell sektor. Underliggende verdi av utestående kontrakter hos norske rapportører var 168,9 milliarder dollar, opp 65 prosent fra 1998.

Handel med rentederivater har fortsatt ikke fått samme omfang i Norge som internasjonalt. I april ble det omsatt rentederivater utenom børs med en underliggende verdi på om lag 2,9 milliarder dollar per bankdag, opp 3,2 prosent i forhold til 1998. Internasjonalt økte omsetningen fra et høyere nivå med 53 prosent.

Bakgrunn

Norges Bank gjennomførte i april og juni 2001 en omfattende undersøkelse av aktiviteten i det norske valuta- og derivatmarkedet. Undersøkelsen omfattet omsetningen i valuta- og rentederivatmarkedet i april måned og utestående beholdning av kontrakter per 30. juni 2001. Samtidig med at Norges Bank foretok sin undersøkelse, ble tilsvarende undersøkelse gjennomført i 47 andre land. Deltakelsen i undersøkelsen er frivillig, men det legges vekt på at store markedsaktører deltar. Undersøkelsen er koordinert av Bank for International Settlements (BIS). BIS vil samordne og analysere dataene for alle landene og presentere resultatene i en rapport som ventes å foreligge våren 2002. Hensikten med undersøkelsen er å øke innsynet i markedene for dermed å gi sentralbanker, andre myndigheter og aktører en bedre mulighet til å følge aktiviteten i de internasjonale finansmarkedene.

De fleste OECD-land, inkludert Norge, har siden 1989 deltatt i denne kartleggingen av valutamarkedene hvert tredje år. BIS har siden 1989 bearbeidet dataene fra de enkelte land til en samlet rapport om den internasjonale valutaomsetningen. Begrepet «internasjonal» refererer til BIS sammenstillingen av data fra alle deltakerlandene. Fra 1995 ble også derivatmarkedet inkludert i undersøkelsen. Undersøkelsene er siden 1992 hovedsakelig gjennomført etter samme mal. Resultatene fra 1992, 1995 og 1998 er presentert i BIS (1993, 1996 og 1999). De norske undersøkelsene er presentert i Penger og Kreditt nr. 4 samme år som undersøkelsen ble foretatt. G10-landene rapporterer hvert halvår utestående i valuta- og derivatmarkedet.¹

Nærmere om den norske undersøkelsen i 2001²

Ved undersøkelsen i 2001 var rapporteringsskjemaene nesten identiske med de som ble brukt i 1998. I år rap-

porterte 11 banker om omsetningen i april og 8 banker om utestående per 30. juni 2001, mens det i 1998 var 19 og 14 banker. Endringen i antall rapportører skyldes fusjoner, samt at rapportørene med lavest aktivitet er utelatt. Også globalt har det av samme årsaker vært en reduksjon i antall rapportører. Basert på erfaring og kontakt med det norske markedet antar vi at de rapporterende bankene dekker mellom 90 og 95 prosent av aktiviteten i valuta- og rentederivatmarkedet. Omsetningsdelen av undersøkelsen omfatter rapportørens aktivitet i valuta- og rentederivater som ikke er børsnotert (OTC). All aktivitet i filialer og datterselskaper i Norge registreres som omsetning i Norge uavhengig av bankens hovedkontor. Til beholdningsdelen av undersøkelsen rapporterte kun enheter med hovedkontor i Norge. Rapporteringen omfattet valutakontrakter og ikke-børsnoterte derivater på konsernbasis³.

Omsetningsundersøkelsen registrerte alle kjøps- og salgskontrakter inngått i løpet av april 2001, uavhengig av leveringstidspunkt. Både transaksjoner og utestående beholdning ble rapportert på bruttobasis. Av hensyn til internasjonal sammenligning ble alle beløp rapportert i USD. Rapportørene spesifiserte type transaksjon, valutslag, motpart og løpetid. I valutamarkedet er det skilt mellom spottransaksjoner, terminer, valutabytteavtaler og opsjoner. I rentederivatmarkedet er det skilt mellom FRA, rentebytteavtaler og opsjoner. Det er kun rapportert utestående beholdning for egenkapital-, råvare-, kreditt- og andre derivater. Rapportert beholdning av egenkapitalderivater representerer trolig en mindre andel av det norske totalmarkedet for slike enn rapportert beholdning av andre derivater. Det skyldes at verdipapirforetak som ikke er tilsluttet banker har en forholdsvis stor andel av handelen i egenkapitalderivater. Norge har også en betydelig handel i derivater for elektrisk kraft som ikke

¹ Statistikken publiseres av BIS, og er tilgjengelig på www.bis.org/statistics.

² Definisjoner av markedsterminologi er plassert i egen ramme.

³ Beholdningstill inkluderer den norske delen av Nordea (Kreditkassen) og Fokus bank.

Definisjoner av markedsterminologi

I undersøkelsen er følgende definisjoner brukt:

Transaksjonstyper:

- *Spot*. Avtale om kjøp eller salg av valuta med «øyeblikkelig» levering, dvs. ikke senere enn to bankdager etter kontraktsinngåelse.
- *Termin*. Avtale om levering av en gitt mengde av et aktivum til en gitt pris (kontraktsprisen) på et fremtidig tidspunkt som er mer enn to bankdager etter kontraktsinngåelse. Terminforretninger omfatter såkalte «ekte terminer», bytteavtaler (swapper) og fremtidige renteavtaler (FRA).
- «*Ekte valutaterminer*». Avtale om kjøp eller salg av valuta for fremtidig levering. Beløp, leveringskurs og leveringsdag avtales ved kontraktsinngåelse og kan ikke endres i kontraktsperioden. En valutaterminavtale innebærer en plikt til å levere eller motta valuta.
- *Fremtidige renteavtaler (FRA)*. Gjensidig bindende avtale om en fremtidig rente (FRA-renten) for en bestemt periode i fremtiden og for et bestemt underliggende kontraktsbeløp. FRA-renten, perioden, kontraktsbeløpet og en referanserente (for eksempel NIBOR), avtales når kontrakten inngås. Kontrakten er en ren differansehandel. Oppgjøret beregnes ut fra rentedifferansen mellom den avtalte FRA-renten og referanserenten i markedet ved avtaleperiodens start.
- *Valutabytteavtaler (FX-swap)*. Avtale om kjøp (salg) av valuta med øyeblikkelig levering, samtidig som det inngås avtale om tilbakesalg (tilbakekjøp) av valutaen på et fastsatt fremtidig tidspunkt til en kurs som fastsettes i dag. En bytteavtale består således av en spottransaksjon og en ekte termintransaksjon. For å unngå dobbelttelling, er bare termin delen av en bytteavtale rapportert. Det forekommer også valutabytteavtaler der partene i tillegg bytter rentestrømmer i to ulike valutaer, kombinert valuta- og rentebytteavtale (currency-swap). Denne typen bytteavtaler utgjorde en marginal andel av den rapporterte valutabytteomsetningen.

- *Rentebytteavtaler*. Avtale mellom to parter om å bytte periodiske rentebetalinger av ulik karakter. I den vanligste formen byttes flytende rente mot fast rente eller omvendt (såkalt «plain vanilla» rentebytteavtale).
- *Opsjoner*. Avtale som gir innehaveren en rett, men ikke plikt til å kjøpe (kjøpsopsjon) eller selge (salgsopsjon) en bestemt mengde av et underliggende objekt til en gitt pris (kontraktsprisen) på eller innen et bestemt tidspunkt.

Annet:

- *OTC (Over the counter)*. Benevnelse av produkter som ikke handles på børs, men som for eksempel kan handles i en bank. OTC kan også beskrive markedsplassen, og da i betydningen av et marked som ikke er børs eller gjenstand for annen offentlig notering.
- *NIBOR (Norwegian Interbank offered rate)* er interbankrenten for NOK i valutaterminmarkedet.
- *Valutapar* er en benevnelse på to valutaer som handles mot hverandre, for eksempel USD/NOK.
- *Appresiere*. Innebærer at en valuta øker sin verdi i forhold til en annen valuta. USD har appresiert 20,8 prosent mot NOK innebærer således at USD har blitt 20,8 prosent mer verd i forhold til NOK. Tilsvarende kan man si at NOK har deprimert i forhold til USD, hvilket innebærer at NOK har blitt mindre verd i forhold til USD.
- *Løpetid* angir en kontrakts varighet fra inngåelse til utløpsdato.
- *Motpart*. Betegner hvem den rapporterende institusjonen har avtalt en handel med.
- *Underliggende*. Underliggende gir uttrykk for beløpet en kontrakts verdi skal beregnes av, dette kalles også ofte nominelt beløp. I en opsjonskontrakt kan underliggende bestå av et bestemt antall av en spesifisert aksje, og i en rentekontrakt vil underliggende være det beløp renten skal regnes av.

inkluderes, da de viktigste institusjonene i denne handelen ikke omfattes av undersøkelsen⁴.

Bearbeiding og revisjon av data

Både i 1998 og 2001 falt hele påsken i april. Det var 19 bankdager i april 1998 og 18 i 2001. Rapportørene meldte om lavere månedsomsetning enn normalt i april. Omsetningen forut for undersøkelsen var stabil. Omsetningen per bankdag kan øke om de regulære for-

retningene gjennomføres på de dagene bankene faktisk er åpne, men den kan også reduseres som en følge av et generelt roligere marked rundt store høytider. Dette gjør det vanskeligere å bruke omsetningstallene til fremskrivninger på årsbasis, og til internasjonale sammenligninger med land hvor bankene er åpne i påsken.

Totalomsetningen er korrigert slik at transaksjoner som er registrert av to norske rapportører, bare er tatt med en gang. I den internasjonale undersøkelsen er det også korrigert for omsetning mellom rapportører på tvers av land.

⁴ Nord Pool, børsen for kraftderivater, omsatte i 2000 kraftderivater med pålydende kvantum 29,9 TWh per måned, eller ca. 3,6 milliarder kroner per måned. De første ni månedene av 2001 ble det omsatt 74,2 TWh per måned.

Markedsforholdene i april 2001

Den norske kronen var relativt stabil gjennom hele april både i forhold til USD og EUR. I april var den gjennomsnittlige midtkursen på NOK overfor USD 9,0942 og overfor EUR 8,1183. Kursene i april avvek lite fra kursene rett forut for undersøkelsen. USD appresierte 20,8 prosent mot NOK i løpet av treårsperioden.

Siste endring i de norske signalrentene før undersøkelsen var 21. september 2000. I løpet av april økte 1 ukes NIBOR-rente (Norwegian Interbank Offered Rate) fra 7,18 til 7,46 prosent. Tolv måneders NIBOR-rente økte fra 7,38 til 7,44 prosent. Renten på 10-års norske statsobligasjoner økte fra 6,08 til 6,42 prosent. Rente-differansen mellom norske 10-års statsobligasjoner og amerikanske og tyske statsobligasjoner endret seg lite i april. Det er således ikke grunn til å tro at kurs- og rentebevegelser har påvirket rente- og valutamarkedet i ekstraordinær grad i april måned.

Valutamarkedet⁵

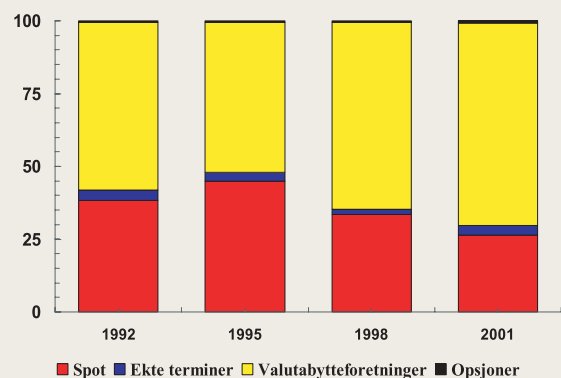
Rapportert dagsomsetning i det norske valutamarkedet økte med 45,6 prosent til knappe 13 milliarder USD. Økningen var klart sterkere enn i foregående undersøkelse, da økningen var 16,6 prosent. Målt i NOK økte omsetningen med hele 75,9 prosent. Den store økningen i NOK skyldes at USD har appresiert mot NOK siden 1998. Større oppmerksomhet rundt finansiell risiko og økt sparing i fond kan ha bidratt til en økning av valutahandelen i Norge som har vært vesentlig sterkere enn veksten i eksport og import, som økte med 33 prosent fra 1998 til 2001. Det er dessuten slik at kapitalbevegelser og valutahandel ikke er en og samme sak. En kundeandel kan ofte generere en hel serie valutahandler mellom banker fordi kundens bank ønsker å avlaste hele eller deler av risikoen mot andre aktører.

Internasjonalt ble valutaomsetningen redusert med 19 prosent. Årsakene antas å være innføringen av euro, økt andel elektronisk handel og sammenslåinger i finansiell sektor. Økt elektronisk handel gir et bedre prisbilde gjennom de priser som kvoteres i de elektroniske systemene, enn det bildet man tidligere kunne danne seg gjennom telefonmarkedet. Økt pristransparens har igjen redusert behovet for handel bankene imellom.

Figur 1 viser omsetningen i det norske valutamarkedet fordelt på transaksjonstyper. Fallet i spottransaksjoner er i samsvar med utviklingen internasjonalt og forklares blant annet ved at økt kursstabilitet har redusert den rene arbitrasjehandelen. Dessuten fører stadig bedre informasjonssystemer til at prisene faktisk blir justert uten at det handles i markedet. Den økte aktiviteten i termin-

markedet kan tyde på at aktørene i større grad styrer egen valutaeksponering. Også internasjonalt økte terminhandelen sin markedsandel, selv om den nominelt ble redusert med 8,7 prosent. Opsjonsforretningene har økt med 32 prosent siden 1998, men utgjør fortsatt kun 0,7 prosent av omsetningen. Internasjonalt ble handelen med valutaopsjoner redusert med 31 prosent, med en stor del av reduksjonen i valutaparet USD/JPY.

Figur 1 Omsetningen i det norske valutamarkedet fordelt på transaksjonstyper. Prosentandeler



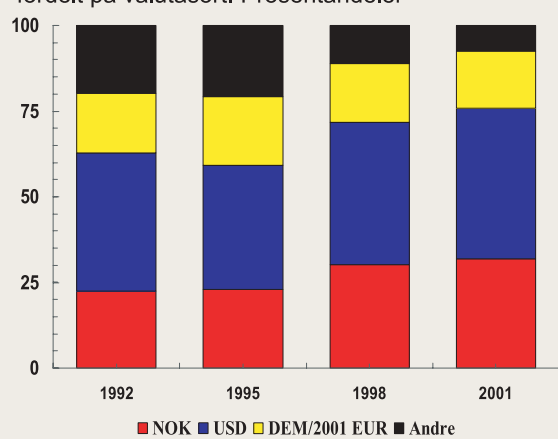
Kilde: Norges Bank

Figur 2 viser USDs ledende rolle i det norske valutamarkedet. USD hadde i år en markedsandel på 43,8 prosent. En mulig årsak til økningen i NOKs markedsandel til 32 prosent kan være økt interesse for NOK til diversifiseringsformål etter bortfall av eurosone-valutaene. I årets undersøkelse ble også NOK omsetning som kun involverte rapportører utenfor Norge registrert for første gang. I BIS-sammenstillingen av alle deltakerlandenes innrapporterte data utgjorde omsetningen i NOK 0,75 prosent av en total daglig omsetning på 1 173 milliarder USD, det vil si omtrent 8,8 milliarder USD. Omsetningen i NOK som ikke involverer norske rapportører, utgjør daglig knapt 4,7 milliarder USD.

EUR inngikk i år for første gang i undersøkelsen og utgjorde 16,7 prosent av omsetningen i Norge, mot 17,2 prosent for DEM i 1998. Også gruppen «andre valutaer» reduserte sin markedsandel. Internasjonalt var EURs omsetningsandel større enn DEMs i 1998, men i sum hadde EUR-valutaene en betydelig høyere markedsandel i 1998 enn EUR i 2001. I den internasjonale undersøkelsen forklares dette med bortfallet av valutahandel mellom de tidligere eurosone-valutaene. I den norske 1998-undersøkelsen var kun eurosone-valutaene DEM og FRF spesifisert. FRF utgjorde en svært liten del av det norske markedet, og det var heller ikke indikasjoner på at andre eurosone-valutaer ble handlet i særlig omfang.

⁵ Alt tallmateriale det refereres til i omsetningsundersøkelsen er basert på rapportering av omsetning i april 2001. Beholdningsundersøkelsen er basert på rapportert utestående 30. juni 2001. Alle sammenligninger er mot tilsvarende undersøkelse i 1998, med mindre annet er angitt. EUR sammenlignes i årets undersøkelse mot DEM i 1998-undersøkelsen. Ytterligere tallmateriale foreligger på www.norges-bank.no i vedlegg til pressemelding.

Figur 2 Omsetningen i det norske valutamarkedet fordelt på valutasort. Prosentandeler

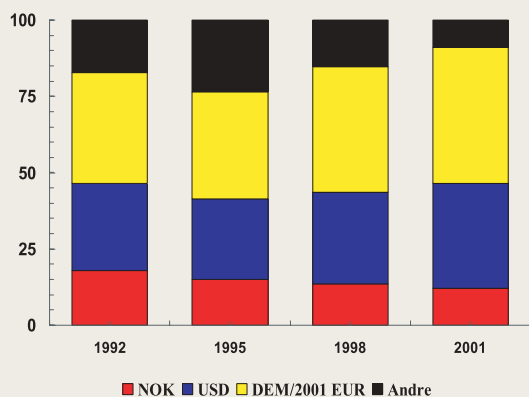


Kilde: Norges Bank

Spotmarkedet

Spotomsetningens andel av totalomsetningen i det norske valutamarkedet falt med 7,2 prosentpoeng til 26,4 prosent. Av spotomsetningen var 83 prosent handel mellom norske rapportører og utenlandske finansinstitusjoner. Ikke-finansielle kunders andel av spothandelen har gått jevnt ned siden 1992 og utgjorde i 2001 under 9 prosent av omsetningen.

Figur 3 Spotomsetningen i det norske valuta-markedet fordelt på valutasort. Prosentandeler



Kilde: Norges Bank

Figur 3 viser spotomsetningen i det norske valuta-markedet fordelt på valuta. Store valutaer som EUR og USD har økt sin andel av spotomsetningen, mens «andre valutaer» inkludert NOK har fått redusert betydning. EUR og USD var i 2001 involvert i henholdsvis 44,7 og 34,4 prosent av spotomsetningen. NOK var involvert i 12 prosent av spotomsetningen. Tabell 1 viser at valutaparet USD/EUR (DEM) siden 1995 har befestet stillingen som mest handlet. Handelen i NOK/EUR har vært stabil over flere år, mens andre valutapar (residual) har

falt kraftig. EUR har således tatt over rollen til DEM som en «nøkkelvaluta» i det norske spotmarkedet. Den lave andelen for USD/NOK-kontrakter har trolig sin årsak i at også USD kjøpes i spotmarkedet ved å kjøpe EUR for NOK og deretter USD for EUR. Denne prosessen har pågått over lengre tid og har skjedd samtidig med at NOK er blitt nærmere knyttet til europeiske valutaer.

Tabell 1: Spotomsetningen i det norske valutamarkedet fordelt på valutapar. Prosentandeler.

	1992	1995	1998	2001
USD/EUR*	35,5 %	25,7 %	45,9 %	60,6 %
NOK/EUR*	19,1 %	24,4 %	19,4 %	18,8 %
NOK/USD	10,9 %	2,9 %	4,2 %	3,5 %
Residual	34,5 %	47,0 %	30,4 %	17,1 %

* EUR gjelder 2001, omsetning tidligere år refererer til DEM

Kilde: Norges Bank

Terminmarkedet

Handel i terminmarkedet sto for 72,9 prosent av total omsetning i det norske valutamarkedet, jf. figur 1. Dette er en økning på 7,1 prosentpoeng i forhold til 1998. I terminmarkedet inngås to typer forretninger, kjøp og salg av valuta med fremtidig levering (ekte terminer) og valutabytteavtaler. Valutabytteavtalene kan innebære kun bytte av hovedstol («FX-swap») eller det kan være bytte av både hovedstol og rentestrømmer, kombinert valuta- og rentebytteavtale («currency-swap»). Daglig omsetning i terminmarkedet i april i år var vel 9,4 milliarder USD, hvorav valutabytteavtalene utgjorde 95,6 prosent. Av valutabytteavtalene utgjorde de kombinerte avtalene en marginal andel.

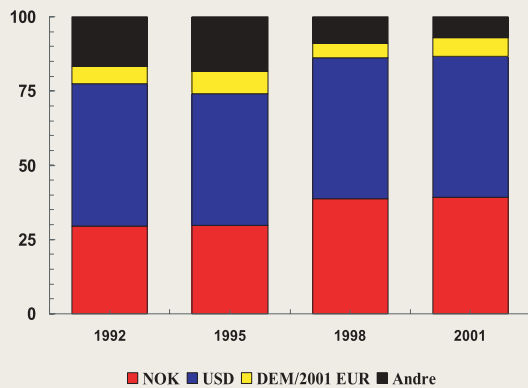
Den store andelen valutabytteavtaler i det norske valutamarkedet skyldes deres viktige rolle i det norske pengemarkedet. De norske bankene har aktivt benyttet valutabytteavtaler i sin innlånsvirksomhet, både fra innenlandske og utenlandske banker. Også Norges Bank kan benytte valutabyttemarkedet for å tilføre eller inndra likviditet fra banksystemet. Av handelen i valutabyttemarkedet var om lag 80 prosent rettet mot utenlandske finansinstitusjoner, mens vel 14 prosent av omsetningen var handel mellom norske finansinstitusjoner. Veksten i valutabyttemarkedet kan til dels forklares ved at bankene i økende grad har tatt opp valutalån i utlandet som byttes til NOK. I 1998 utgjorde valutabyttehandelen mellom norske rapportører og ikke-finansielle kunder knapt 10 prosent, mens tilsvarende andel i år var vel 6 prosent.

De siste årene har handelen i ekte terminer bare utgjort en liten andel av terminomsetningen. Markedet for ekte terminer er den mest kundebaserte delen av valutamarkedet, med en kundeandel på 32,3 prosent. Dette representerer likevel en kraftig nedgang i forhold til 1998, da litt over 63 prosent av handelen med «ekte terminer» var knyttet til ikke-finansielle foretak.

Figur 4 viser transaksjonene i terminmarkedet fordelt på valutslag. I terminmarkedet har ikke EUR oppnådd

samme stilling som «nøkkelvaluta» som i spotmarkedet. Dette kan være årsaken til NOKs store markedsandel og EURs beskjedne stilling. Gruppen «andre valutaer» har hatt en jevnt synkende andel av terminmarkedet. Valutaparet NOK/USD har siden 1995 styrket sin fra før sterke stilling ytterligere, jf. tabell 2. USDs sterke stilling skyldes at det er flest aktører og størst likviditet i dollar-valutabyttemarkedet.

Figur 4 Terminomsetningen i det norske valutamarkedet (inkl. valutabyttehandel) fordelt på valutasort. Prosentandeler



Kilde: Norges Bank

Tabell 2: Terminomsetningen i det norske valutamarkedet fordelt på valutapar. Prosentandeler.

	1992	1995	1998	2001
NOK/USD	56,1 %	53,4 %	73,3 %	73,5 %
USD/EUR*	9,5 %	8,6 %	7,6 %	9,5 %
NOK/EUR*	0,9 %	1,5 %	1,4 %	3,1 %
Residual	33,5 %	36,5 %	17,8 %	13,8 %

* EUR gjelder 2001, omsetning tidligere år refererer til DEM
Kilde: Norges Bank.

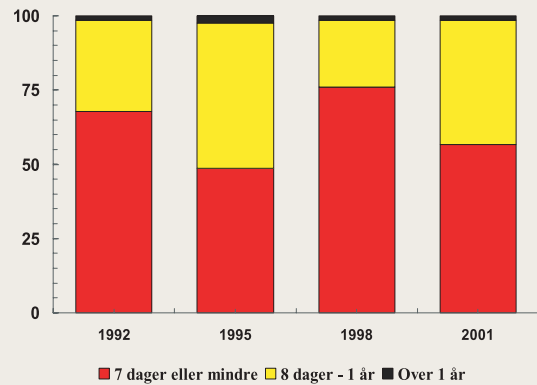
Løpetider i terminmarkedet

Figur 5 gir en oversikt over løpetidsfordelingen i terminmarkedet. Løpetidene har trolig økt betraktelig, men dette kan ikke fastslås eksakt, da løpetiden i de to lengste kategoriene kan variere mye. Årsaken til økt løpetid kan eventuelt være at bankene søker å redusere valutarisikoen ved utenlands-opplåning ved å inngå valutabytteavtaler som dekker en større del av lånets løpetid. Det reduserer valutarisikoen. Redusert valutarisiko må imidlertid veies opp mot økte likviditetskostnader, da markedet for lange valutabytteavtaler kan være relativt illikvid.

Kontraktsmotpart

Det har siden 1995 vært en betydelig reduksjon i handel med kunder utenom finansiell sektor, jf. figur 6. Også internasjonalt har det vært stor reduksjon i denne handelen. Ekte terminer har størst markedsandel i handelen

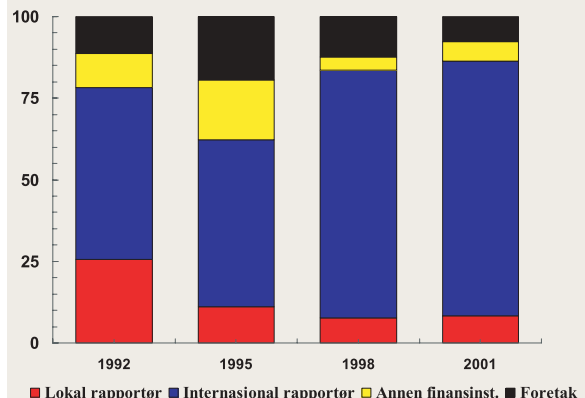
Figur 5 Terminomsetningen i det norske valutamarkedet (inkl. valutabyttehandel) løpetidsfordelt. Prosentandeler



Kilde: Norges Bank

med ikke-finansielle kunder, andre kontraktstyper har alle en markedsandel under 10 prosent. Omtrent all handel mot ikke-finansielle kunder var i 2001 som i 1998 rettet mot innenlandske kunder. Handelen mellom norske- og utenlandske rapportører økte sin markedsandel med vel 2 prosentpoeng. Internasjonalt ble derimot markedsandelen for handel mellom rapportører redusert med 5 prosentpoeng. Nedgangen kan skyldes at bruken av elektroniske valutahandelssystemer, særlig for spothandelen, har redusert behovet for interbankhandel. Slike systemer er også i Norge alminnelig utbredt. I Norge økte handelen med andre finansielle institusjoner. Tilsvarende økning ble også registrert internasjonalt, og tilskrives økt aktivitet i fondsforvaltningsbransjen. Internasjonalt spiller fondsforvaltning en langt større rolle enn i Norge og handelen med andre finansielle institusjoner utgjorde 28 prosent av total handel, mot 19,5 prosent i 1998.

Figur 6 Omsetningen i det norske valutamarkedet fordelt etter kontraktsmotpart. Prosentandeler



Kilde: Norges Bank

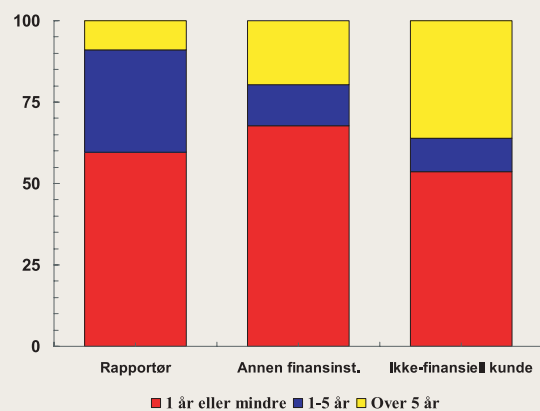
Utestående kontrakter i det norske valutamarkedet

Underliggende verdi av utestående kontrakter i valuta-markedet var per 30. juni i år 168,9 milliarder USD, eller rundt 1.571 milliarder NOK. Målt i NOK er dette er en fordobling i forhold til i 1998. Av den underliggende verdien i 2001 var 93 prosent terminer og valutabytteavtaler, mens opsjoner og kombinerte valuta- og rentebytteavtaler utgjorde henholdsvis 1,5 og 5,4 prosent av utestående.

USD og NOK dominerer med henholdsvis 54,1 og 35 prosent andel av totalt utestående, tilsvarende tall for 1998 var 47 og 36 prosent. EUR og gruppen «andre valutaer» hadde begge en andel på ca. 5,5 prosent. USD og NOKs sterke stilling forklares av at disse valutaene er størst i terminmarkedet, mens det handles mest med EUR i spotmarkedet. All spothandel har «øyeblikkelig» levering, og registreres derfor ikke som «utestående» kontrakter.

Figur 7 viser en oversikt over utestående valutaterminforretninger 30. juni 2001 fordelt på motpart og løpetid. Utestående terminforretninger med motparten ikke-finansielle kunder har lengst løpetid.

Figur 7 Utestående valutaterminforretninger 30. juni 2001 fordelt på motpart og løpetid. Prosentandeler.



Kilde: Norges Bank

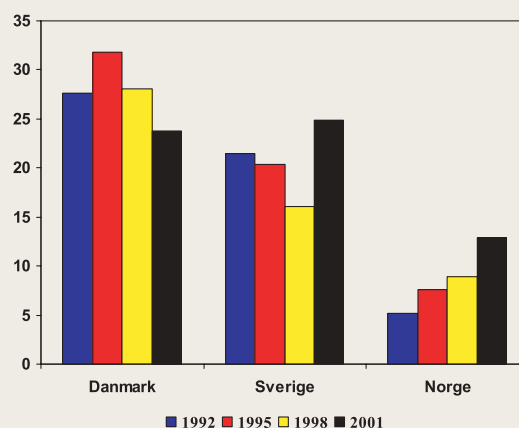
Brutto positiv markedsverdi av rapportørens utestående kontrakter utgjorde vel 2 315 millioner USD, mens brutto negativ markedsverdi var 2 254 millioner USD⁶. Netto eksponeringen var således 61 millioner USD eller NOK 567 millioner. Både netto- og bruttoeksponeringene er små i forhold til underliggende verdi av utestående kontrakter. Norske rapportører har størst negativ netto eksponering i USD kontrakter, og størst positiv netto eksponering i NOK kontrakter. Dette kan ha sin årsak i et komparativt kunnskapsfortrinn i NOK markedet.

⁶ Positiv bruttov verdi innebærer kontrakter hvor rapportørene hadde en fordring på motparten, mens negativ bruttov verdi innebærer kontrakter hvor motparten har en fordring på rapportørene.

De skandinaviske valutamarkedene

Valutaomsetningen i Sverige og Danmark er vesentlig større enn i Norge. I figur 8 sammenlignes valutaomsetningen per bankdag i de nordiske landene. Gjennomsnittlig dagsomsetning i Danmark og Sverige utgjorde henholdsvis omtrent 1,8 og 1,9 ganger dagsomsetningen i Norge. I Danmark har valutaomsetningen per bankdag falt med 15 prosent siden 1998. I Sverige har den økt med 54 prosent. Det norske valutamarkedet har i perioden fra 1992 hatt en klart sterkere omsetningsvekst enn det danske og svenske markedet.

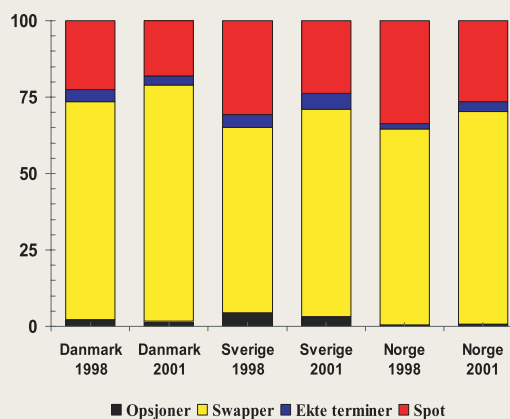
Figur 8 Valutaomsetning i Danmark, Sverige og Norge. Gjennomsnitt per bankdag. Mrd. USD.



Kilde: Sentralbankene

Figur 9 viser valutaomsetningen i de nordiske landene fordelt på de ulike transaksjonstypene. Mønsteret i handelsendringene fra 1998 til 2001 er likt for de skandinaviske land, med økning i terminforretningene og nedgang i spot-handelen. Både Danmark og Sverige har en noe større terminandel og en betydelig høyere opsjonsandel enn Norge. Handelen med opsjoner og ekte terminer er imidlertid forholdsvis liten i alle landene.

Figur 9 Valutaomsetning i Danmark, Sverige og Norge fordelt etter transaksjonstype. Prosentandeler.



Kilde: Sentralbankene

Rentederivatmarkedet

Rapportert daglig omsetning i det norske rentederivatmarkedet økte med 3,2 prosent, målt i NOK økte omsetningen med 24,7 prosent. Forskjellen skyldes at USD appresierte mot NOK i perioden 1998 til 2001. Internasjonalt økte omsetningen i rentederivatmarkedet med hele 84,5 prosent.

Tabell 3: Rentederivatomsetningen i det norske rentemarkedet. Milliarder dollar og prosentandeler.

	1995	1998	2001
Omsetning i april	47,8	53,5	52,3
Daglig gjennomsnittlig omsetning	2,8	2,8	2,9
FRA	96,3 %	94,3 %	89,1 %
Rentebytteavtaler	2,3 %	5,5 %	10,4 %
Opsjoner	1,4 %	0,2 %	0,5 %

Kilde: Norges Bank

Av tabell 3 fremgår det at handel med FRA-kontrakter dominerer det norske rentederivatmarkedet. Omfanget av rentebytteavtaler og renteopsjoner ble fordoblet fra 1998 til 2001. Opsjonsomsetningen utgjør likevel en svært liten del av det totale rentederivatmarkedet. Internasjonalt er det handelen i rentebytteavtaler som er toneangivende, med 2/3 av omsetningen. FRA-handler utgjorde internasjonalt vel 26 prosent og opsjoner 6 prosent.

Figur 10 viser at handel med utenlandske rapportører fortsatt dominerer det norske rentederivatmarkedet. Handelen med andre finansinstitusjoner som motpart økte imidlertid sin markedsandel fra 9,4 til 29,4 prosent. Ikke-finansielle foretak og norske rapportører fikk redusert markedsandel.

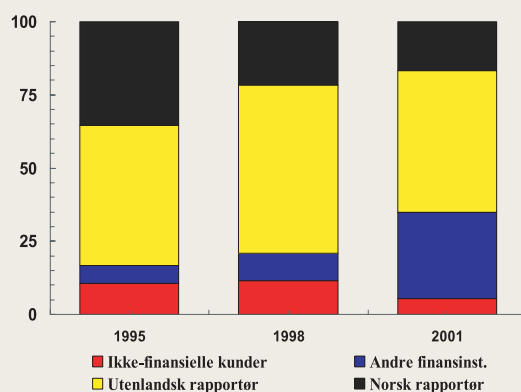
Internasjonalt var andre rapportører motpart i 65,9 prosent av handlene, opp 9,3 prosentpoeng fra 1998. Handel med andre finansinstitusjoner som motpart økte nominelt med nesten 60 prosent, men fikk relativt sett redusert betydning. Ikke-finansielle foretaks markedsandel ble halvert fra 1998 til 2001. I den internasjonale rapporten pekes det på at den kraftige økningen i handel mellom rapportører kan komme av at elektroniske handelssystemer ennå ikke har gjort særlig inntog i derivatmarkedet, og at bankers egenhandel derfor konsentreres der. I Norge antas det at sikringsforretninger fra livsfor-sikrings-selskapene kan ha spilt en rolle i den meget sterke økningen i segmentet for handel med andre finansinstitusjoner.

FRA (fremtidige renteavtaler)

FRA-markedet er det best utviklede av rentederivatmarkedene i Norge. I april 2001 ble det omsatt FRA-kontrakter for nesten 2,6 milliarder USD per bankdag, ned 100 millioner USD fra 1998, jf. tabell 3. FRAer i NOK har som regel en renteperiode på 3, 6 eller 12 måneder, med forskuddsvis oppgjør på IMM-datoene⁷.

⁷ IMM («International Monetary Market»)-datoene er de internasjonale datoene for forfall av finansielle futureskontrakter. Det er IMM-dato hver tredje onsdag i mars, juni, september og desember.

Figur 10 Omsetningen i det norske rentederivatmarkedet fordelt etter motpart. Prosentandeler

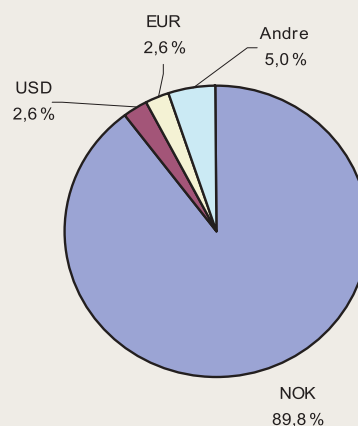


Kilde: Norges Bank

De fleste avtalene inngås erfaringsmessig kort tid før renteperioden starter og har kort kontraktsperiode (3 eller 6 mnd.). FRA-markedet har god likviditet og lave kostnader. Små rentedifferanser og kort gjennomsnittlig renteperiode på kontraktene bidrar til at det faktiske oppgjørsbeløpet utgjør en svært liten andel av underliggende beløp. Den reelle markedsrisikoen knyttet til FRAer er derfor langt lavere enn de store underliggende beløpene antyder.

Figur 11 viser omsetningen i det norske FRA-markedet fordelt på valutasort. Nesten 90 prosent av FRA-omsetningen i Norge var i april 2001 knyttet til NOK, opp 3,3 prosentpoeng fra 1998. Bankene antas å ha naturlige fortrinn i egen valuta. USD og EURs andel av FRA-omsetningen var omtrent uendret i forhold til 1998. Andelen til «andre valutaer», som i april 2001 kun besto av DKK og SEK, er redusert like mye som økningen i NOK.

Figur 11 Omsetningen i det norske FRA-markedet i april 2001 fordelt etter valuta. Prosentandeler



Kilde: Norges Bank

Utenlandske rapportører var motpart i 46 prosent av FRA-kontraktene mot 57,3 prosent i 1998. Tilsvarende andel for henholdsvis norske rapportører og andre

finansinstitusjoner var 16,5 og 32,3 prosent i 2001 mot 22 og 9,6 prosent i 1998.

Rentebytteavtaler

Omsetningen av rentebytteavtaler økte med 85 prosent til 301 millioner USD per bankdag i 2001, jf. tabell 3. Rentebytteavtaler har som regel betydelig lengre løpetid enn FRAer. En rentebytteavtale kan tolkes som en serie av FRAer, og en bank kan derfor inngå en serie av FRA-kontrakter for å dekke samme behov som en rentebytteavtale. Den sterke omsetningsveksten i rentebytteavtaler i Norge følger noe forsinket den internasjonale utviklingen. Internasjonalt var økningen 114 prosent, og rentebytteavtalene utgjorde nesten 68 prosent av rentederivatmarkedet. Den sterke veksten kan skyldes økt bruk av rentebytteavtaler som prisreferanse som følge av reduserte statsobligasjonsmarkeder. Det antas også at rentebytteavtaler på grunn av høy likviditet i noen grad erstatter handel og sikringsforretninger i statsobligasjoner.

Av omsetningen i rentebytteavtaler utgjorde NOK en andel på knapt 87 prosent, ned 8 prosentpoeng fra 1998. Tilsvarende andel for USD var 13 prosent i år mot 3 prosent i 1998. EUR er praktisk talt ikke omsatt i år, mens DEM hadde en marginal andel på 1 prosent i 1998. Utenlandske rapportører var motpart i 67,2 prosent av rentebytteavtalene, norske rapportører i 20,8 prosent.

Renteopsjoner

Handel i renteopsjoner ble mer enn fordoblet fra 1998, og utgjorde i årets undersøkelse 15,4 millioner USD per bankdag, jf. tabell 3. Til tross for sterk vekst i det norske renteopsjonsmarkedet er andelen av det totale rentederivatmarkedet liten sammenlignet med andelen i andre land. Internasjonalt ble renteopsjonsandelen mer enn halvert, fra en markedsandel på 13,6 prosent av rentederivatmarkedet i 1998 til 5,9 prosent i 2001.

Omsetningen av renteopsjoner i Norge fordelte seg mellom NOK, USD og SEK med henholdsvis 27,1, 36,1 og 36,8 prosent. I 1998 var nesten all omsetning i renteopsjoner knyttet til NOK. Størstedelen av omsetningen, 71 prosent, foregikk mot utenlandske rapportører. Ikke-finansielle kunder sto for 27,6 prosent av omsetningen.

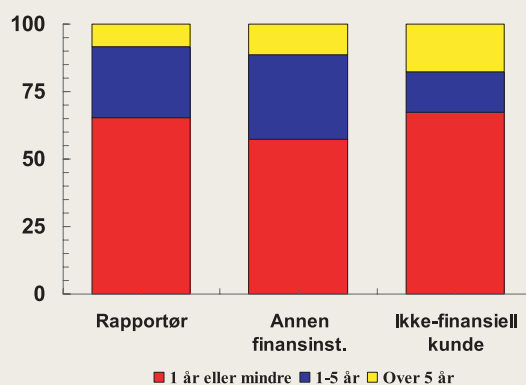
Utestående kontrakter i det norske rentederivatmarkedet

Underliggende verdi av rapportørenes utestående kontrakter var vel 300 milliarder USD, eller 2 796 milliarder NOK. FRAene utgjorde 61,2 prosent av utestående. Ved undersøkelsen i 1998 var utestående 229 milliarder USD, hvorav FRA-kontrakter utgjorde 83,5 prosent. Rentebytteavtalene utgjorde 36,2 prosent av rentederivatene i 2001 mot bare 13,6 prosent i 1998. Renteopsjoner sto i år og i 1998 for henholdsvis 2,3 og 2,9 prosent av utestående. Nesten 87 prosent av utestående

beholdning var NOK-kontrakter. USD og gruppen «andre valutaer» sto for henholdsvis 6,2 og 6,3 prosent. I gruppen andre utgjorde SEK og DKK 98 prosent.

I årets undersøkelse var 63,1 prosent av utestående i rentederivatmarkedet kontrakter med andre rapportører, tilsvarende andel i 1998 var 90 prosent. Kontrakter med andre finansielle institusjoner og ikke-finansielle foretak utgjorde henholdsvis 26,8 og 10,1 prosent. Figur 12 viser en oversikt over utestående rentederivat 30. juni 2001 fordelt på motpart og løpetid. Figuren viser relativt små forskjeller i løpetid mellom motpartsgruppene. Fordelt etter transaksjonstype hadde 59,7 prosent av FRA- og rentebytteavtalene en løpetid på inntil 1 år, mens 61,2 prosent av opsjonsavtalene hadde en løpetid mellom 1 og 5 år. Dette indikerer en betydelig økning i løpetidene i forhold til i 1998, men dette kan ikke fastslås sikkert, da gjennomsnittlig løpetid innenfor hvert intervall er ukjent.

Figur 12 Utestående rentederivat 30. juni 2001 fordelt på motpart og løpetid. Prosentandeler.



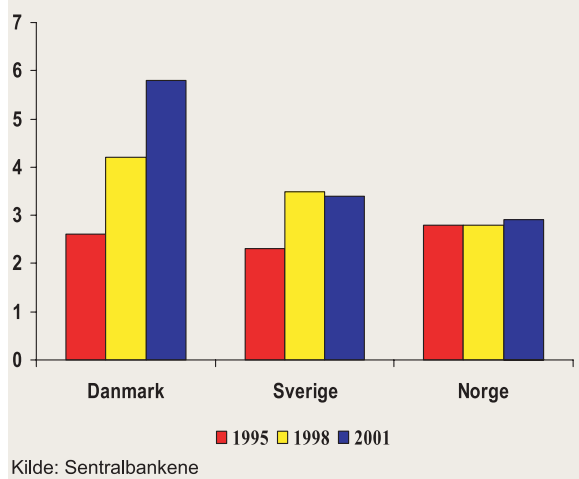
Kilde: Norges Bank

Innrapportert brutto positiv markedsverdi for rentederivatkontraktene var 1 305 millioner USD, mens brutto negativ verdi var 1 191 millioner USD. Største bidrag til nettoen på 114 millioner USD var kontrakter med NOK som underliggende. De rapporterte kontraktsverdiene i rentederivatmarkedet er svært lave sammenlignet med underliggende verdi av utestående kontrakter. Det skyldes at kontraktsverdiene kun utgjør forskjellen mellom en avtalt rente og en referanserente over et visst tidsrom, mens det underliggende beløp er beløpet som renten beregnes av.

De skandinaviske rentederivatmarkedene

Figur 13 viser omsetningen i de skandinaviske rentederivatmarkedene. Rentederivatmarkedet i Norge er minst, og omsetningen har endret seg lite siden 1995. Danmark har det største markedet, og det har vært en klar vekst i hele perioden fra 1995. Dette kan trolig knyttes til det store danske obligasjonsmarkedet.

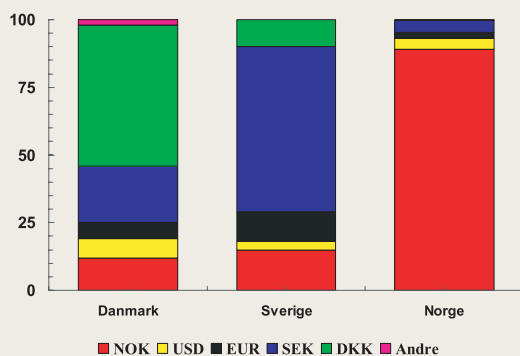
Figur 13 Rentederivatometning i Danmark, Sverige og Norge. Gjennomsnitt per bankdag. Mrd. USD.



Rentederivatmarkedene i Skandinavia domineres helt klart av handel i FRA, som i alle de skandinaviske landene utgjør mer enn 70 prosent av omsetningen. Det danske FRA-markedet er størst i Skandinavia, med en daglig omsetning på 4,1 milliarder USD. Aktiviteten i det svenske FRA-markedet var på nivå med det norske. Det norske rentederivatmarkedet skiller seg fra det svenske og danske ved mindre omsetning i opsjons- og rentebytteavtaler.

Figur 14 viser rentederivatometningen i april 2001 i Danmark, Sverige og Norge fordelt etter valuta. Det fremkommer klart at egen valuta dominerer markedene i alle tre land, men Danmark har det klart bredeste valutaspektret. Der er 52 prosent av handelen i DKK, mens Norge som det andre ytterpunkt har vel 89 prosent i NOK. En relativt stor andel handel i fremmed valuta kan indikere at det danske markedet er mer internasjonalt enn det svenske og særlig det norske markedet. For øvrig er det en relativt omfattende handel med NOK i både Danmark og Sverige, med henholdsvis 12 og 15 prosent av rentederivathandelen i respektive land. Noe

Figur 14 Rentederivatometning i Danmark, Sverige og Norge i april 2001 fordelt etter valuta. Prosentandeler



av årsaken til dette kan skyldes diversifiseringsstrategier etter introduksjonen av EUR.

Vare- og egenkapitalderivatmarkedet

Det påregnes at undersøkelsen gir dårligere dekning av markedene for vare- og egenkapitalderivater enn valuta- og rentederivater. Egenkapitalderivater omsettes i relativt stor utstrekning av verdipapirforetak som ikke er banker. Ingen slike verdipapirforetak har i år deltatt i undersøkelsen. Varederivater, der omsetning av finansielle kontrakter for elektrisk kraft er det helt dominerende i Norge, omsettes i hovedsak av andre enn de tradisjonelle aktørene i finansmarkedene, så som kraftprodusenter, kraftdistributører og kraftmeglere.

Underliggende verdi av utestående vare- og egenkapitalderivater utgjorde 2 364 millioner USD. Tilsvarende for 1998 var 526 millioner USD. Egenkapitalderivater utgjorde praktisk talt hele beholdningen. I motsetning til valuta- og rentederivater var opsjoner største instrument på egenkapitalsiden med hele 98,5 prosent av utestående. Egenkapitalderivatene har også en mer langsiktig struktur, kun 3,1 prosent av beholdningen har løpetid på inntil 1 år, mens hele 60,2 prosent løper mellom 1 og 5 år, og 36,7 prosent har en løpetid utover 5 år. Dette kan forklares med at størstedelen av egenkapitalopsjonene trolig er opsjoner som er kjøpt i forbindelse med utstedelse av obligasjonslån hvor avkastningen er knyttet opp mot utviklingen i en eller flere aksjeindekser. Bankene kjøper slike opsjoner for å beskytte seg mot kursstigning i aksjemarkedet⁸. Kjøpte opsjoner utgjorde 62 prosent av utestående, og disse opsjonene har lengre løpetid enn solgte opsjoner. Opsjoner kjøpes nesten utelukkende fra andre rapportører, mens 82 prosent av de solgte opsjonene selges til ikke-finansielle kunder.

Av de utestående egenkapitalopsjonene var 87,5 prosent knyttet til europeiske markeder inkludert Norge, 4,9 prosent til USA og 5,8 prosent til Japan. Brutto positiv markedsverdi av egenkapitalkontraktene var 210 millioner USD. Brutto negativ markedsverdi var 135 millioner USD. Det er Europa-relaterte kontrakter som bidrar mest både positivt og negativt.

Av andre typer derivater som kreditt- og varederivater ble det kun rapportert om varederivater knyttet til elektrisk kraft. Det er ikke rapportert om slike derivater ved tidligere undersøkelser.

⁸ For en nærmere beskrivelse av aksjeindekserte obligasjonslån vises det til Rakkestad K. og Axelsen K. (2000): «Garanterte investeringsprodukter», Penger og Kreditt 2000/1.

Referanser:

- BIS (1993): «Central bank survey of foreign exchange market activity in April 1992», Basel, Bank for International Settlements.
- BIS (1996): «Central bank survey of foreign exchange market activity in April 1995», Basel, Bank for International Settlements.
- BIS (1999): «Central bank survey of foreign exchange market activity in April 1998», Basel, Bank for International Settlements.
- Svor, A. (1992): «Omsetningen i valutamarkedet – en undersøkelse våren 1992», *Penger og Kreditt* 4/1992, 233-240, Oslo, Norges Bank.
- Sturød, M. (1995): «Valuta- og derivatundersøkelse våren 1995», *Penger og Kreditt* 4/1995, 285-296, Oslo, Norges Bank.
- Jacobsen, T. (1998): «BIS treårige undersøkelse av valuta- og derivatmarkedene 1998», *Penger og Kreditt* 4/1998, 556-567, Oslo, Norges Bank.