

# Undersøkelse av valuta- og derivatmarkedene i 2004: Sterk vekst i det norske rentederivatmarkedet

Sigbjørn Wettre og Anders Bohlin Borgersen, konsulenter i Statistikkavdelingen i Norges Bank

I forbindelse med en internasjonal undersøkelse i regi av Bank for International Settlements (BIS) målte Norges Bank aktiviteten i det norske valuta- og derivatmarkedet i april 2004. Den gjennomsnittlige dagsomsetningen av rentederivater i Norge var økt med 79 prosent i forhold til tilsvarende undersøkelse i 2001. Omsetningen av rentederivater i Norge var på 5 milliarder kroner pr. bankdag i måleperioden i 2004. Norske kroner var involvert i 96 prosent av denne omsetningen i 2004 mot 89 prosent i 2001. Totalt for alle land som er med i undersøkelsen, økte omsetningen av rentederivater med 110 prosent fra april 2001 til april 2004.

Den gjennomsnittlige dagsomsetningen i det norske valutamarkedet økte med 11 prosent fra april 2001 til april 2004. Handelen med norske kroner utgjorde 37 prosent av omsetningen i det norske valutamarkedet i 2004 mot 32 prosent i 2001. Totalt for alle land økte dagsomsetningen i valutamarkedet med 59 prosent i denne perioden.

## 1 Bakgrunn

### *Innledning*

Norges Bank har hvert tredje år siden 1989 foretatt en undersøkelse av aktiviteten i det norske valutamarkedet i samarbeid med Bank for International Settlements (BIS).<sup>1</sup> Tilsvarende undersøkelser gjøres av andre sentralbanker. Hensikten er å øke innsynet i markedene for å gi sentralbanker, andre myndigheter og aktører en bedre mulighet til å følge aktiviteten i de internasjonale finansmarkedene.

Undersøkelsene omfatter omsetning og utestående beholdning i valutamarkedene og i derivatmarkeder som ikke er børsnoterte. Børsnoterte derivater var med i undersøkelsene i 1989, 1992 og 1995, men ble tatt ut fra og med 1998, da omsetningsdata for disse derivatene er tilgjengelige fra andre kilder, blant annet børsene. Børsnoterte derivater er ikke med i tallene for 1995 i denne artikkelen.

BIS publiserte de endelige resultatene av undersøkelsen på internettsidene sine 17. mars 2005. Foreløpige resultater for omsetningen i april 2004 ble publisert 28. september samme år samtidig på internettsidene til BIS og de deltagende sentralbankene. Total utestående beholdning ved utgangen av juni 2004 for de land som deltok i undersøkelsen, ble publisert på internettsidene til BIS 6. desember 2004. Norges Bank har ikke publisert noen resultater for den norske delen av beholdningsundersøkelsen, ettersom den bare omfatter 4 banker.

### *Metode*

52 land deltok i undersøkelsen i 2004 mot 48 land i 2001. BIS benytter begrepet «global» om de samlede resultater for landene som deltok i undersøkelsen.

Antallet rapporterende institusjoner er halvert i forhold til undersøkelsen i 2001 blant annet på grunn av fusjoner. Rapporterende institusjoner (i det videre kalt rapportører) er de banker og børsmeidlerfirmaer som har stor valuta- og derivatvirksomhet i hvert enkelt land. De er valgt ut av de nasjonale sentralbankene.

Økningen i antall land og reduksjonen i antallet rapportører antas ikke å ha stor betydning for den globale undersøkelsens dekningsgrad. Deltagerlandene gir supplerende informasjon om dekningsgraden for undersøkelsen. BIS har beregnet at den globale dekningsgraden er redusert fra 98 til 94 prosent for valutaomsetningen og fra 97 til 95 prosent for omsetningen av derivater i forhold til undersøkelsen i 2001.

Undersøkelsen gjennomføres hver gang i april måned. Omsetningen i løpet av hele måneden rapporteres for å redusere effekten av kortsiktige variasjoner. Deretter beregnes den gjennomsnittlige omsetningen pr. dag på bakgrunn av opplysninger fra deltagerlandene om antallet handelsdager i måneden. Det var 19 handelsdager i april 2004 mot 18 i april 2001.

Undersøkelsene er utført etter omtrent samme mal hvert tredje år siden 1992. I årets undersøkelse ble det foretatt en nærmere presisering for å skille mellom handel mellom «forhandlere» («dealers») og handel med kunder. Videre er det presisert at handelen skal rapporteres etter hvor den finner sted (salgsdesken).

Både transaksjoner og utestående beholdning er rapportert på bruttobasis. Alle beløp er rapportert omregnet til dollar.

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.

<sup>1</sup> For tidligere artikler om dette emnet i Penger og Kreditt vises til referanselisten

## 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 valutatermin-avtale 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.* 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 («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» rentebytte-avtale).

*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. Opsjoner omfatter valutaopsjoner og renteopsjoner.

### Valutaforkortelser:

*NOK* – Norske kroner

*USD* – Amerikanske dollar

*EUR* – Euro (felles valuta i 11 land innenfor Den europeiske union)

*DEM* – Tyske mark

*SEK* – Svenske kroner

*DKK* – Danske kroner

### Annet:

*Løpetid* angir en kontrakts varighet fra inngåelse til utløpsdato.

*Motpart.* Betegner hvem den rapporterende institusjonen har avtalt en handel med.

I BIS-undersøkelsen skilles det mellom omsetning i «det tradisjonelle valutamarkedet» og i «ikke-tradisjonelle valutaderivater». Det tradisjonelle valutamarkedet omfatter i undersøkelsen spothandel, ekte terminhandel og valutabytteavtaler. Valutaderivater omfatter både terminhandel (ekte terminer og valutabytteavtaler) og ikke-tradisjonelle valutaderivater. I begrepet ikke-tradisjonelle valutaderivater inngår kombinerte valuta- og rentebytteavtaler («currency swaps») og valutaopsjoner. I det følgende benyttes begrepet valutaderivater om «ikke-tradisjonelle» valutaderivater.

### Utvalg og endringer i bankstrukturen i Norge

Undersøkelsen av omsetningen av valuta- og derivatkontrakter i april 2004 omfatter norske og utenlandsk-eide banker med tilholdssted i Norge. På grunn av strukturendringer og fusjoner i markedet er antallet rapportører i omsetningsundersøkelsen redusert fra 11 i 2001 til 9 i 2004. Deltakelse i undersøkelsen er frivillig, men alle som ble spurt om å rapportere, har deltatt. Som i 2001 anslår vi at mer enn 90 prosent av aktiviteten i det norske valutamarkedet er dekket i 2004.

### Markedsforholdene i det norske valuta- og derivatmarkedet i april 2004

Deltagerne i den norske undersøkelsen har gitt opplysninger om at omsetningen i de norske valuta- og derivatmarkedene var stabil siste halvår før undersøkelsen, men i april måned vurderes omsetningen å være lavere enn i en normal måned. Dette kan blant annet ha sammenheng med at hele påsken i 2004 i likhet med i 2001 falt i april måned.

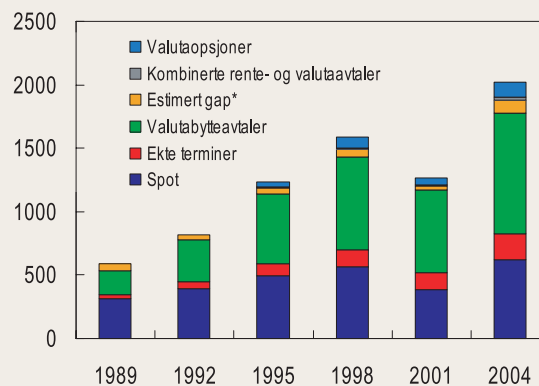
Det er ikke grunn til å anta at kurs- og markedsforholdene har påvirket rente- og valutamarkedet i ekstraordinær grad i undersøkelsesperioden.

- I april 2004 lå pengemarkedsrenten (3 måneders NIBOR) mellom 1,88 og 2,01 prosent. Gjennomsnittlig rentedifferanse mellom norske 10-års statsobligasjoner og viktige markedsland var noe høyere i april enn i de foregående månedene i 2004.
- Norske kroner styrket seg mot handelspartnerne i april målt med den importveide kursindeksen (I-44) og industriens effektive valutakurs (KKI). Kursen på norske kroner var tilnærmet uendret mot dollar fra 1. til 30. april 2004, men styrket seg noe mot euro, danske og svenske kroner og britiske pund.

### Bruken av automatiske elektroniske systemer

Det ble i undersøkelsen gitt opplysninger om bruken av automatiske elektroniske systemer i valuta- og derivathandelen. Undersøkelsen indikerer at litt under halvparten av valutaomsetningen i det norske valutamarkedet

Figur 1 Global omsetning i valutamarkedet. Daglig gjennomsnitt i april. Mrd. USD



\* Se forklaring av "gap" i teksten.

Kilde: BIS

foregår ved elektroniske systemer. Andelen er litt høyere for spottransaksjoner enn for valutaterminer. Ca 15 prosent av fremtidige renteavtaler handles ved elektroniske systemer. I en analyse av den danske undersøkelsen<sup>2</sup> opplyses til sammenligning at 47 prosent av spothandelen og 58 prosent av terminhandelen på interbankmarkedet foregår elektronisk.

## 2 Omsetningen i valutamarkedet

### Sterk vekst i det globale valutamarkedet

Dagsomsetningen i det tradisjonelle globale valutamarkedet økte fra 1200 til 1880 milliarder dollar fra april 2001 til april 2004, en økning på 57 prosent. Når en korrigerer for endringer i valutakursene, var økningen på 36 prosent.<sup>3</sup>

Figur 1 viser den globale valutaomsetningen fordelt på transaksjonstyper. Ettersom de rapporterte omsetningstallene antas å dekke 94 prosent av den globale omsetningen, har BIS på bakgrunn av de supplerende opplysningene fra deltagerlandene lagt til et beregnet «gap» i tillegg til de rapporterte omsetningstallene for hver transaksjonstype.

Tradisjonell valutahandel utgjorde 93 prosent av all valutaomsetning i april 2004 mot 95 prosent i april 2001. Av dette stod spothandel for 31 prosent både i 2001 og 2004. Ekte terminer utgjorde 10 prosent av all valutahandel både i april 2001 og april 2004, mens andelen valutabytteavtaler falt fra 52 til 47.

Omsetningen av valutaopsjoner økte med 95 prosent og omsetningen av kombinerte valuta- og rentebytteavtaler med 200 prosent fra april 2001 til april 2004. Valutaderivater utgjorde 7 prosent av all valutaomsetning i 2004 mot 5 prosent i 2001. Valutaopsjoner utgjorde 6 prosent, mens kombinerte valuta- og rentebytteavtalers andel av den totale valutaomsetningen bare var 1 prosent.

<sup>2</sup> Drejer og Hove (2004)

<sup>3</sup> BIS har beregnet verdien av omsetningen i april 2001 med valutakursene for de viktigste valutaene i april 2004. I denne perioden svekket dollar seg betydelig ovenfor de viktigste valutaer som inngår i undersøkelsen. Metoden for korrigering av valutakurser er forklart i BIS (2004).

Totalt<sup>4</sup> økte den globale valutaomsetningen med 59 prosent fra april 2001 til april 2004.

Valutaomsetningen økte ovenfor alle motparter. Veksten var særlig stor for handel mellom rapporterende banker og andre finansinstitusjoner. Andre finansinstitusjoner omfatter blant annet pensjons- og forsikringselskaper, investeringsbanker og sikringsfond («hedge funds»). Andelen av valutaomsetningen som foregår mellom rapporterende banker og andre finansinstitusjoner økte fra 28 til 33 prosent. Økningen i valutaomsetningen forklares av BIS<sup>5</sup> blant annet med at formuessplassering i valuta ble vurdert å gi bedre avkastning enn aksjer og obligasjoner. Et eksempel på dette er at investorer har byttet dollar til blant annet australske og newzealandske dollar basert på forventninger om svekket amerikansk dollar og renteforskjeller. Australske og newzealandske dollar har således økt sin andel av den globale valutaomsetningen. Videre førte store kurs- og rentebevegelser til økt aktivitet i sikringsfond for å unngå tap. BIS mener at disse faktorene har hatt sterkere betydning enn økt konsolidering og økt elektronisk handel, som bidro til å redusere valutaomsetningen. I 2001 bidro økt konsolidering og økt bruk av elektronisk handel samt innføringen av euro til en nedgang i valutaomsetningen på 20 prosent i forhold til undersøkelsen i 1998.

### Moderat vekst i det norske valutamarkedet

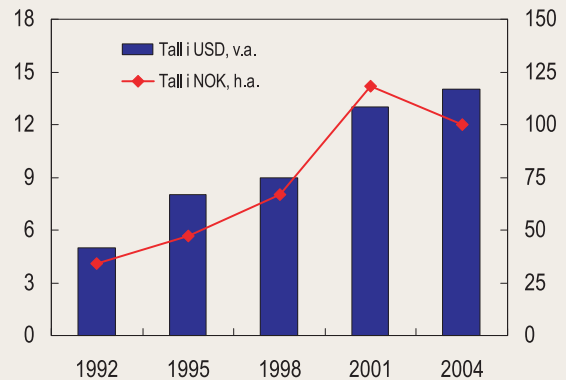
Den rapporterte gjennomsnittlige dagsomsetningen i det norske valutamarkedet økte fra 13 milliarder dollar i april 2001 til 14 milliarder dollar i april 2004, en økning på 11 prosent. Til sammenligning økte valutaomsetningen pr. dag med 45 prosent fra april 1998 til april 2001. Som følge av at dollar falt med 24 prosent i verdi mot norske kroner fra april 2001 til april 2004, falt imidlertid dagsomsetningen målt i norske kroner med 15 prosent (fra 118 milliarder til 100 milliarder kroner)<sup>6</sup>. Totalt ble månedsomsetningen i det norske valutamarkedet i april 2004 målt til 274 milliarder dollar mot 233 milliarder dollar i tilsvarende periode i 2001, en økning på 18 prosent.

Dagsomsetningen i det tradisjonelle valutamarkedet økte med 12 prosent fra 2001 til 2004, mens dagsomsetningen av valutaderivater falt med 42 prosent i den samme perioden. Valutaderivater spiller en marginal rolle i det norske valutamarkedet, og valutaderivatenes andel av den totale valutaomsetningen falt fra 0,9 prosent i 2001 til 0,5 prosent i 2004.

### Redusert spothandel og økt terminhandel

Figur 3 viser omsetningen av valutakontrakter fordelt på transaksjonstyper i de fem undersøkelsene som er foretatt fra 1992 til 2004. Figuren viser at valutabytteavtaler har hatt en økende andel, mens spottransaksjonenes andel av valutaomsetningen har falt. Valutabytteavtaler anvendes blant annet i bankens likviditetsstyring og har

**Figur 2** Det norske valutamarkedet. Gjennomsnittlig daglig omsetning i april. Mrd. USD (venstre akse) og mrd. NOK (høyre akse)



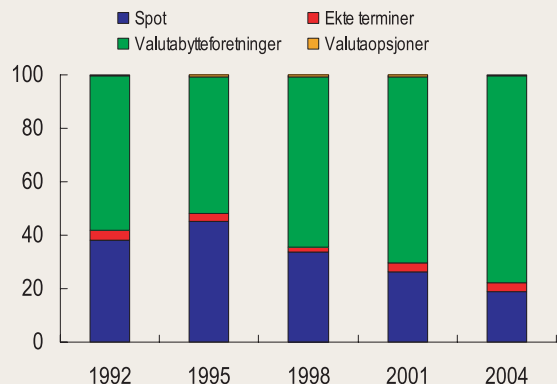
Kilde: Norges Bank

en viktig rolle i det norske pengemarkedet. Ekte terminer benyttes av foretak til kurssikring av fremtidige betalinger til utlandet. Terminer (ekte terminer og valuta-byttehandler) utgjorde 81 prosent, spottransaksjoner 19 prosent og valutaopsjoner 0,3 prosent av den totale valutaomsetningen i april 2004. Omsetningen i terminmarkedet økte med 30 prosent, mens omsetningen i spottransaksjoner falt med 16 prosent og omsetningen av valutaopsjoner falt med 46 prosent fra 2001 til 2004.

### Økt omsetning av norske kroner

Figur 4a viser omsetningen i det norske valutamarkedet fordelt på valutasort. Dollarens andel har i de fem siste undersøkelsene vært litt i overkant av 40 prosent med unntak av i 1995, da den var 36 prosent. Norske kroners andel av omsetningen har økt i hver undersøkelse, til 37 prosent i april 2004. Euro har i den siste undersøkelsen en andel på 14 prosent av all handel, mot 17 prosent i 2001. Omsetningen av «andre valutaer» økte sin andel fra 7 til 8 prosent fra 2001 til 2004.

**Figur 3** Omsetningen i det norske valutamarkedet fordelt på transaksjonstyper. Prosentandeler



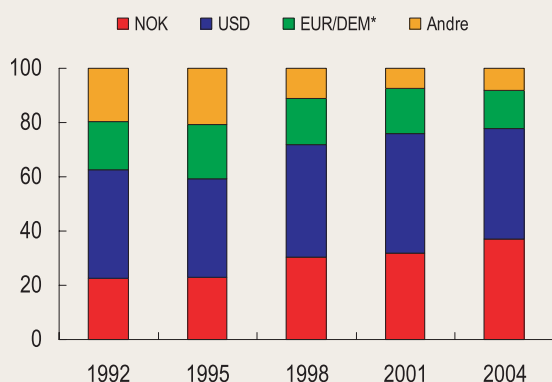
Kilde: Norges Bank

<sup>4</sup> Summen av tradisjonell valutahandel, valutaderivater og estimert gap

<sup>5</sup> 1. BIS (2004). 2 Galati and Melvin (2004)

<sup>6</sup> Gjennomsnittlig valutakurs for norske kroner mot amerikanske dollar var 6,92 i april 2004 mot 9,09 i april 2001

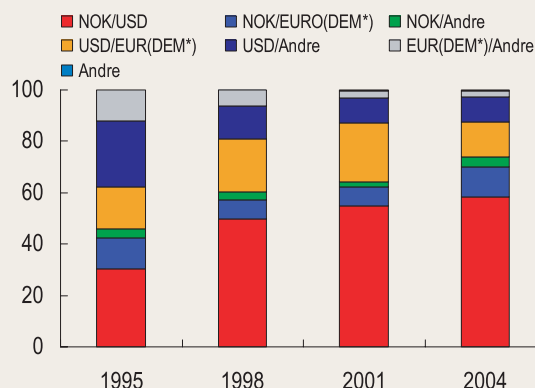
**Figur 4a** Omsetningen i det norske valutamarkedet fordelt på valutasort. Prosentandeler



\*DEM for undersøkelsene i 1992, 1995 og 1998

Kilde: Norges Bank

**Figur 4b** Omsetningen i det norske valutamarkedet fordelt på valutapar. Prosentandeler



\*DEM for undersøkelsene i 1995 og 1998

Kilde: Norges Bank

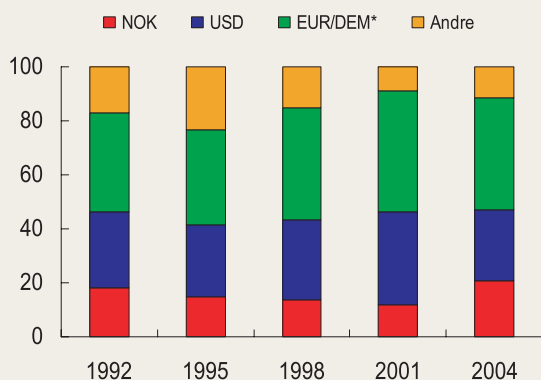
I den internasjonale BIS-undersøkelsen falt andelen av handel med norske kroner fra 0,75 til 0,70 prosent fra april 2001 til april 2004. Totalt økte omsetningen av norske kroner fra 9 til 12 milliarder dollar pr. dag. Resultatene av den norske undersøkelsen viser at norske bankers handel med norske kroner økte fra 4 til 5 milliarder dollar pr. dag i samme periode.

Figur 4b viser omsetningen i det norske valutamarkedet fordelt på valutapar. Norske kroner mot dollar har vært det mest omsatte valutapar fra 1995, og andelen har hele tiden vært økende. Fra april 2001 til april 2004 økte andelen fra 55 til 58 prosent. Av omsetningen hvor norske kroner er involvert, utgjorde norske kroner mot dollar en andel på 79 prosent i april 2004 mot 86 prosent i april 2001. Andelen norske kroner mot euro økte fra 12 til 16 prosent og andelen norske kroner mot «andre valutaer» økte fra 3 til 5 prosent. Inkludert i andelen av andre valutaer er svenske og danske kroner, som hadde en andel på henholdsvis 1,7 og 0,4 prosent av handelen mot norske kroner i april 2004.

Euro har en vesentlig høyere andel i spotmarkedet enn i terminmarkedet, mens dollar og norske kroner har en lavere andel i spotmarkedet enn i terminmarkedet. I spotmarkedet falt andelen for euro og dollar fra henholdsvis 45 til 41 prosent og fra 34 til 26 prosent fra april 2001 til april 2004. Andelen av handelen med norske kroner i spotmarkedet økte fra 12 prosent i 2001 til 21 prosent i 2004. Rapportørene har gitt opplysninger om at omsetningen for dollar og euro i spotmarkedet i den siste undersøkelse er lavere enn normalt.

I valutaterminmarkedet var dollar involvert i 44 prosent av handelen i april 2004 og 47 prosent i april 2001. Handelen med euro utgjorde 7 prosent i 2004 mot 6 prosent i 2001. Omsetningen i terminmarkedet der norske kroner var involvert, hadde en andel på 41 prosent i 2004 mot 39 prosent i 2001. Handel med norske kroner mot dollar utgjorde 87 prosent av all terminhandel der norske kroner var involvert i 2004 mot 94 prosent i 2001.

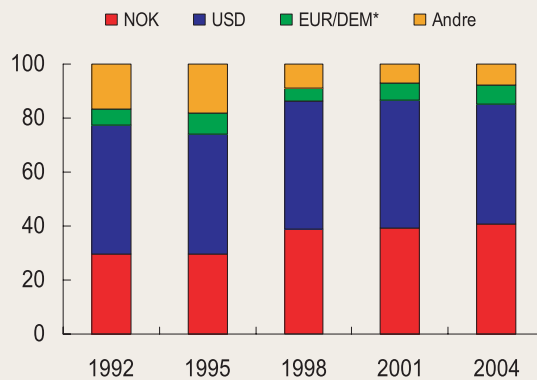
**Figur 5** Spotomsetningen i det norske valutamarkedet fordelt på valutasort. Prosentandeler



\*DEM for undersøkelsene i 1992, 1995 og 1998

Kilde: Norges Bank

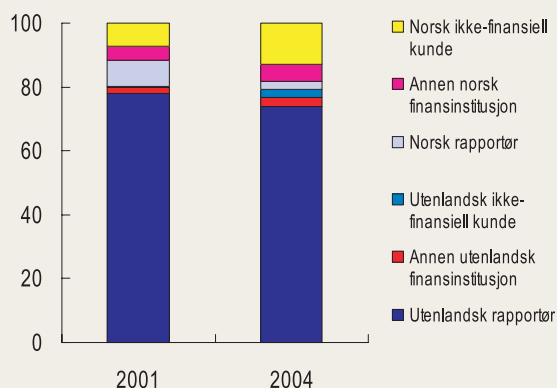
**Figur 6** Terminomsetningen i det norske valutamarkedet fordelt på valutasort. Prosentandeler



\*DEM for undersøkelsene i 1992, 1995 og 1998

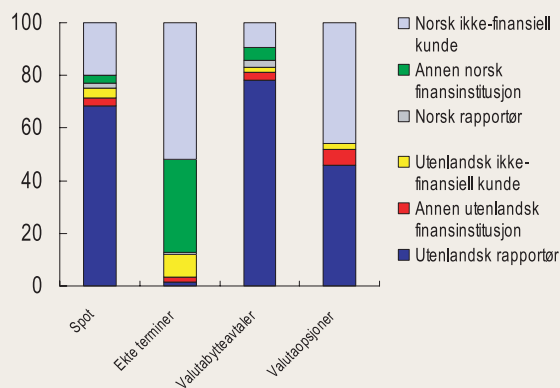
Kilde: Norges Bank

**Figur 7a** Omsetningen i det norske valutamarkedet fordelt etter kontraktmotparter. Prosentandeler



Kilde: Norges Bank

**Figur 7b** Omsetningen i det norske valutamarkedet i 2004 fordelt etter kontraktmotparter og transaksjonstype. Prosentandeler



Kilde: Norges Bank

### Mindre handel med norske rapportører

Handel med utlandet utgjorde 79 prosent av omsetningen i april 2004 mot 80 prosent i april 2001. Det meste av handelen med utlandet foregår mot utenlandske rapportører. Fra 2001 til 2004 falt andelen av handelen knyttet til rapportører i utlandet fra 78 til 74 prosent av valutaomsetningen (jf. figur 7a), mens andelen av handelen med andre utenlandske finansinstitusjoner økte fra 2 til 3 prosent og handelen med utenlandske ikke-finansielle kunder fra 0,5 til 2,5 prosent.

Andelen handel med norsk rapportør har falt i hver undersøkelse siden 1992 med unntak av i 2001 og utgjorde i 2004-undersøkelsen bare 2 prosent mot 8 prosent i 2001. Andelen handel med norske kunder utenom den finansielle sektor økte fra 7 prosent i 2001 til 13 prosent i 2004. Valutahandelen mellom norske rapportører og andre finansinstitusjoner i Norge økte sin andel av omsetningen fra 4 til 5 prosent.

Figur 7b viser valutaomsetningen i april 2004 fordelt på motparter og transaksjonstyper. Av figuren fremgår at

det meste av handelen foregår mot utenlandske motparter bortsett fra for handelen med ekte terminer, der 52 prosent av handelen er mot norske ikke-finansielle kunder og 35 prosent mot norske finansinstitusjoner utenom banker. Den store andelen av terminhandelen med ikke-finansielle kunder skyldes disse kunders bruk av terminer til kurssikring av fremtidige betalinger til og fra utlandet.

### Kortere løpetid på terminkontraktene

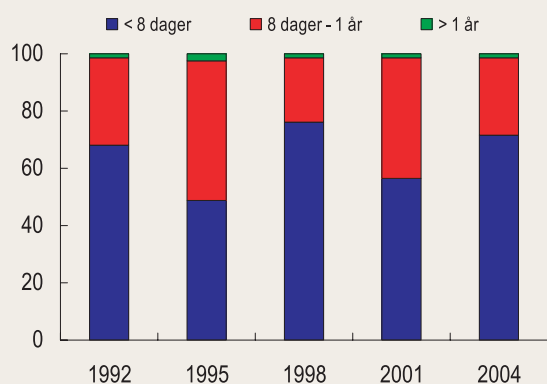
Figur 8 viser at andelen kontrakter med løpetid på under åtte dager økte fra 57 til 72 prosent fra april 2001 til april 2004, mens andelen kontrakter med løpetid mellom åtte dager og ett år falt fra 42 til 27 prosent. Andelen kontrakter med løpetid utover ett år utgjorde bare 1 prosent av omsetningen i 2001 og 2004.

### Sterk vekst i det skandinaviske valutamarkedet

Undersøkelsen av det norske markedet kan settes litt i perspektiv ved å sammenholde den med tallene fra de andre nordiske landene. Den danske undersøkelsen omfatter 7 banker, den svenske undersøkelsen 4 og den finske undersøkelsen 9 banker. Dekningsgraden i den danske og den svenske undersøkelsen antas å være ca 95 prosent. Dekningsgraden i den finske undersøkelsen er oppgitt til å være tilnærmet 100 prosent.<sup>7</sup>

I figur 9 sammenlignes valutaomsetningen pr. dag i de nordiske landene målt i dollar. Figuren viser at valutaomsetningen i Sverige og Danmark er vesentlig større enn i Norge, mens den er lavest i Finland. Valutaomsetningen pr. dag i Danmark økte med hele 78 prosent fra april 2001 til april 2004, mens den falt i de to foregående periodene. I Sverige økte valutaomsetningen med 29 prosent fra 2001 til 2004 og med 60 prosent fra 1998 til 2001. Valutaomsetningen i Finland var tilnærmet uendret fra 2001 til 2004, men ble halvert fra 1998

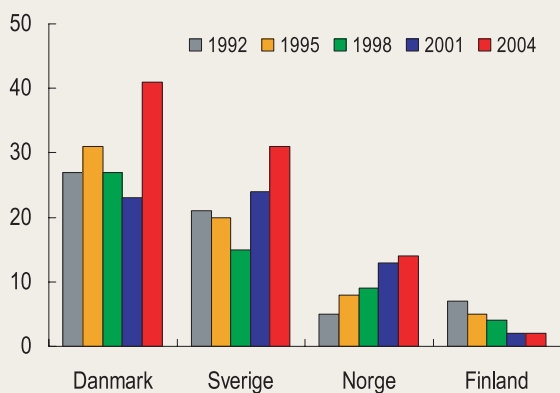
**Figur 8** Omsetning i det norske valutaterminmarkedet fordelt på løpetid. Prosentandeler



Kilde: Norges Bank

<sup>7</sup> Kilder: Danmarks Nationalbank (2004), Sveriges riksbank (2004), Finlands Bank (2004)

**Figur 9** Valutaomsetning i Danmark, Sverige, Norge og Finland. Gjennomsnitt pr. bankdag, Milliarder USD



Kilde: BIS og sentralbankene

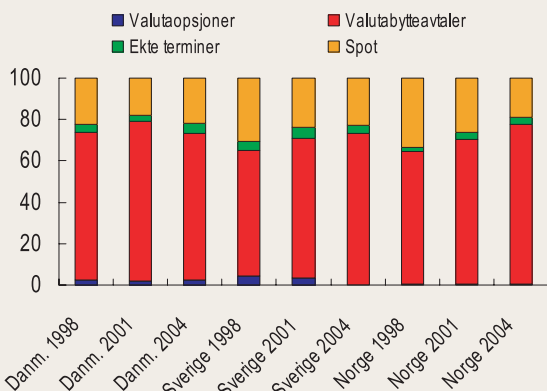
til 2001. Fra 1.1.1999 ble finske mark avviklet, og den finske hjemmevalutaen ble da euro. Det kan ha flyttet omsetning til mer likvide markeder.

Målt i nasjonal valuta økte valutaomsetningen i Danmark med 52 prosent, mens den falt med 4 prosent i Sverige fra 2001 til 2004. Økningen i Danmark forklares<sup>8</sup> blant annet med at mindre forskjeller mellom kjøps- og salgspriser på valutamarkedet («spreads») har redusert transaksjonsomkostningene ved valutahandel, og av en generell tilstrømning av likviditet på det globale markedet. Økt bruk av elektroniske systemer antas også å bidra til økt valutaomsetning ved at det bidrar til å gjøre markedet mer oversiktlig.

### Valutabytteavtaler utgjør den største andelen av valutaomsetningen i de skandinaviske landene

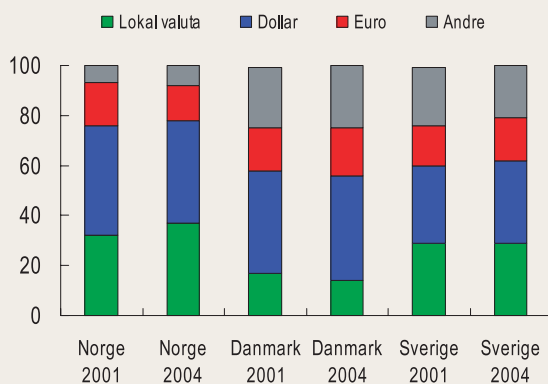
Figur 10 viser valutaomsetningen i de skandinaviske landene fordelt på transaksjonstype. Fordelingen på transaksjonstyper er ganske lik i de tre landene. Valutabytteavtaler utgjør den klart største andelen i alle

**Figur 10** Valutaomsetning i Danmark, Sverige og Norge fordelt etter transaksjonstype. Prosentandeler



Kilde: Sentralbankene

**Figur 11** Valutaomsetning i Danmark, Sverige og Norge fordelt etter valuta. Prosentandeler



Kilde: Sentralbankene

landene, og i 2004 var andelen størst i Norge. Andelen spothandel har falt i Sverige og Norge, men økt i Danmark fra 2001 til 2004. Handel med valutaopsjoner er liten i alle land, noe større i Danmark enn i Norge, og i Sverige har slik handel falt til et svært lavt nivå i 2004.

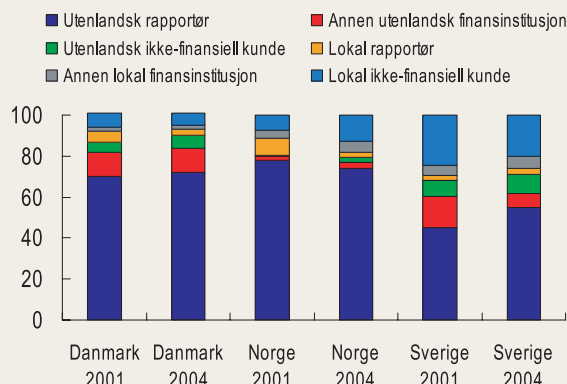
### Små endringer i valutasammensetningen i det danske og svenske valutamarkedet

Valutasammensetningen i det danske og svenske valutamarkedet er stort sett uendret fra 2001 til 2004, med dollar som den viktigste valutaen (figur 11). Andelen av handelen med danske kroner på det danske valutamarkedet har falt. Det forklares med at kursforholdet mellom danske kroner og euro har vist små variasjoner som følge av den danske valutapolitikken.

### En større andel av handelen foregår mot ikke-finansielle kunder i Sverige enn i Norge og Danmark

Figur 12 viser en sammenligning av valutaomsetningen i det norske, danske og svenske valutamarkedet i 2001

**Figur 12** Valutaomsetning i Danmark, Sverige og Norge fordelt etter motparter. Prosentandeler



Kilde: Sentralbankene

<sup>8</sup> Drejer og Hove (2004)

og 2004, fordelt på motparter. Figuren viser at motpartfordelingen er svært lik i det danske og det norske valutamarkedet. Handelen med andre finansinstitusjoner (lokal og utenlandsk) enn rapportører falt fra 14 til 13 prosent i Danmark, mens den økte fra 6 til 8 prosent i Norge. Andelen økte fra 28 til 33 prosent i den globale undersøkelsen.

I Sverige foregår en lavere andel av handelen mot utenlandske rapportører og en større andel av handelen mot ikke-finansielle kunder enn i Norge og Danmark. Fra april 2001 til april 2004 økte imidlertid andelen av handelen med utenlandske rapportører fra 45 til 55 prosent, mens andelen av handelen med andre (lokale og utenlandske) finansinstitusjoner enn rapportører falt fra 20 til 12 prosent. Tallene fra den danske og svenske undersøkelsen tyder således ikke på at danske og svenske banker har bidratt til den økte globale handelen med internasjonale sikringsfond og porteføljeforvaltere.

### *Mulige forklaringer på moderat vekst i valutaomsetningen i Norge*

Hvis man ser på utviklingen fra de tre siste undersøkelsene, er veksten i valutaomsetningen i Norge og Danmark mer lik de globale undersøkelsene, mens den er sterkere i Sverige. Fra april 1998 til april 2004 økte valutaomsetningen pr. dag med 56 prosent i Norge, 52 prosent i Danmark, 107 prosent i Sverige og 60 prosent globalt.

Fra april 2001 til april 2004 økte omsetningen pr. dag imidlertid bare med 11 prosent i det norske valutamarkedet, mot 78 prosent i det danske, 29 prosent i det svenske og med 59 prosent i den globale undersøkelsen. Økningen i den globale valutaomsetningen forklares av BIS blant annet med at formuesplassering i valuta ble vurdert å gi bedre avkastning enn aksjer og obligasjoner, og økt aktivitet i sikringsfond. Den lave andelen av valutaomsetningen mellom norske banker og utenlandske finansinstitusjoner utenom rapportører viser at norske banker i liten grad har vært involvert i slik handel.

En annen årsak til den relativt lave veksten i valutaomsetningen i Norge kan være fusjoner mellom store rapportører, som har bidratt til lavere andelen handel mellom norske rapportører. Handelen med norske rapportører utgjorde bare 2 prosent av valutaomsetningen i april 2004 mot 8 prosent i april 2001. Rapportørene har videre gitt opplysninger om at omsetningen for dollar og euro i det norske spotmarkedet var lavere enn normalt i april 2004.

En forklaring kan også være lavere vekst i utenriks-handelen. Summen av eksport og import økte bare med 7 prosent fra april 2001 til april 2004, men med 33 prosent fra 1998 til 2001.

Det var store endringer i rentenivået fra april 2001 til april 2004. Den gjennomsnittlige rentedifferansen mellom 3-måneders pengemarkedsrente i norske kroner og euro falt fra 2,70 i april 2001 til -0,17 i april 2004.

Gjennomsnittlig rentedifferanse mellom 10 års obligasjonsrenter i Norge og i viktige markedsland falt fra 1,86 i april 2001 til 0,47 i 2004. En mulig forklaring på noe av den lave veksten i valutaomsetningen kan kanskje være at mindre rentedifferanser reduserer fortjenestemulighetene ved veksling av valuta.

12-måneders vekst i konsumprisindeksen justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) falt fra 2,6 prosent i april 2004 til 0,2 prosent i april 2004. Ettersom valutaomsetningen måles i løpende priser, vil lav prisstigning medføre lavere vekst.

Omsetningen av norske kroner økte både globalt og i det norske valutamarkedet fra april 2001 til april 2004. Inflasjonsstyring ble innført i Norge 29. mars 2001. De to siste undersøkelsene har altså vært gjennomført i perioden med inflasjonsstyring. Inflasjonsstyring kan tenkes å medføre større fluktasjoner i kursene på norske kroner og dermed være en mulig forklaring på økt omsetning av norske kroner i Norge og internasjonalt. I en analyse av den danske undersøkelsen blir redusert andel av valutahandelen i danske kroner fra den forrige undersøkelsen forklart med et tilnærmet fast kursforhold mellom danske kroner og euro.

## 3 Omsetning i rentederivater

### *Sterk vekst i det globale rentederivatmarkedet*

BIS-undersøkelsen viser at den globale omsetningen av rentederivater økte med 110 prosent fra 489 milliarder dollar i april 2001 til 1025 milliarder dollar i april 2004. Omsetningen av dollarbaserte rentederivater økte med 128 prosent. BIS forklarer økningen i dollardenominerte rentederivater med at det i april 2004 var et skift i markedsforventningene om den fremtidige amerikanske renten.<sup>9</sup> Men eurobaserte rentederivater økte også betydelig (100 prosent), og de eurobaserte rentederivatene er fortsatt de mest omsatte rentederivatene globalt, med en andel på 45 prosent i april 2004.

Globalt økte omsetningen av rentebytteavtaler med 88 prosent fra april 2001 til april 2004, mens andelen av omsetningen i rentederivatmarkedet falt fra 68 til 61 prosent. Fremtidige renteavtaler reduserte sin andel av omsetningen fra 26 til 23 prosent, mens renteopsjonenes andel økte fra 6 til 17 prosent.

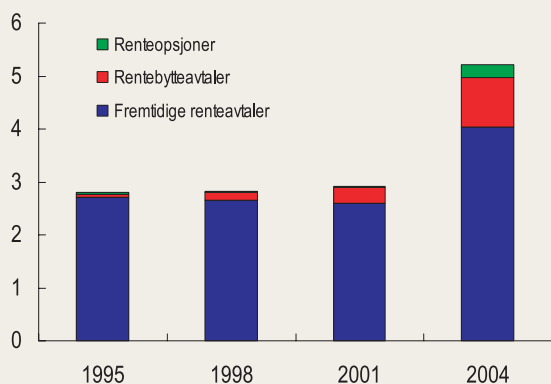
### *Sterk vekst i det norske rentederivatmarkedet*

Også i Norge var det sterk vekst i disse markedene, men veksten var ikke så sterk som på global basis. Den gjennomsnittlige dagsomsetningen økte med 79 prosent, og var i april 2004 5 milliarder dollar, mens den var 3 milliarder dollar i 2001. Totalomsetningen av rentederivater økte med 89 prosent til 99 milliarder dollar i april

<sup>9</sup> BIS (2004)



**Figur 13** Omsetning av rentederivater pr. bankdag i Norge i april fordelt på transaksjonstyper. Mrd. USD



Kilde: Norges Bank

2004, fra 52 milliarder dollar i april 2001. Målt i norske kroner økte omsetningen av rentederivater med 44 prosent, fra 476 til 686 milliarder.

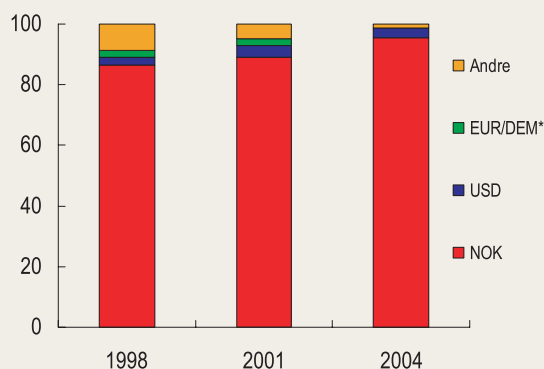
### Sterk vekst i omsetningen av alle typer av rentederivater

Omsetningen av fremtidige renteaftaler (FRA) økte med 65 prosent. Fremtidige renteaftalers andel av den totale månedsomsetningen falt fra 89 prosent i 2001 til 78 prosent i 2004. Årsaken er at omsetningen av rentebytteavtaler økte med 228 prosent i denne perioden og nær doblet sin andel av omsetningen, til 18 prosent. Renteopsjoner økte også sin andel av omsetningen betydelig, fra bare 0,5 prosent i april 2001 til 5 prosent i april 2004.

### Norske kroners dominans i det norske rentederivatmarkedet øker

Norske kroner var involvert i 96 prosent av samlet omsetning av rentederivater i april 2004 mot 89 prosent

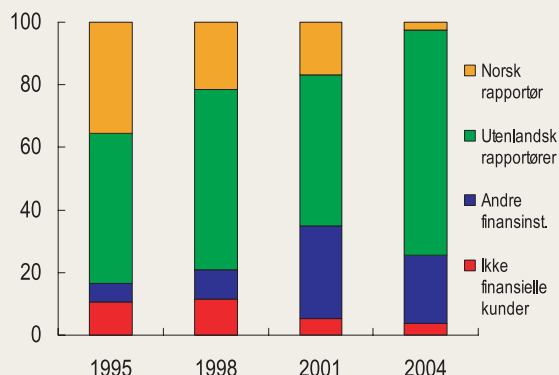
**Figur 14** Omsetning av rentederivater totalt i april fordelt på valuta. Prosentandeler



\*DEM for undersøkelsen i 1998

Kilde: Norges Bank

**Figur 15** Omsetningen i det norske rentederivatmarkedet fordelt etter motpart. Prosentandeler



Kilde: Norges Bank

i april 2001. Dollar var involvert i 3 prosent av omsetningen i 2004 mot 4 prosent i 2001. Dollar hadde imidlertid en andel på 42 prosent av omsetningen i renteopsjoner i 2004, mens andelen i 2001 var 36 prosent. For renteopsjoner har imidlertid dollar en andel på 42 prosent av omsetningen i 2004, mens andelen i 2001 var 36 prosent. Euros andel av samlet omsetning i 2004 var nær null, mot 2 prosent i 2001.

### Økt handel med utlandet

Handelen med rentederivater mot utlandet økte til hele 89 prosent av transaksjonsvolumet i april 2004 mot 55 prosent i april 2001. Andelen handel med utenlandsk rapportør har økt fra 48 prosent i 2001 til 72 prosent i 2004. Handelen mellom norske rapportører utgjorde i april 2004 bare 2 prosent av all derivathandel mot 17 prosent i 2001 (jf. figur 15).

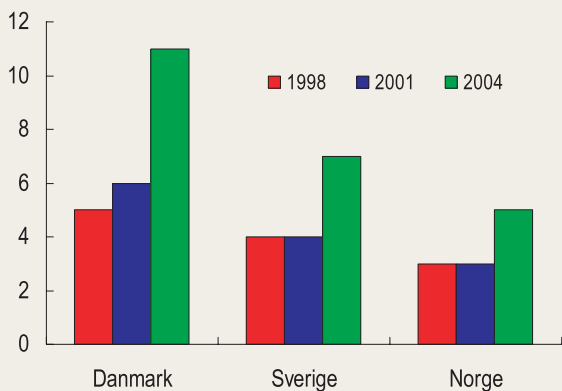
Andre utenlandske finansinstitusjoner har økt sin andel fra 7 prosent i april 2001 til 17 prosent i 2004, mens andre norske finansinstitusjoner har redusert sin andel fra 23 prosent i 2001 til 5 prosent i 2004. Totalt var andre finansinstitusjoner motpart i 22 prosent av rentederivathandelen i 2004-undersøkelsen, dette var en nedgang på 30 prosent fra 2001.

I april 2004 var 4 prosent av det samlede transaksjonsvolumet for rentederivater knyttet til handel med norske og internasjonale kunder utenom finansiell sektor. Denne andelen har falt siden 1998.

### Sterk vekst i rentederivatmarkedet i de skandinaviske landene

Figur 16 viser utviklingen i omsetningen av rentederivater i de tre skandinaviske landene siden 1998. I likhet med Norge hadde også Sverige og Danmark en kraftig økning i den gjennomsnittlige dagsomsetningen av rentederivater fra april 2001 til april 2004. Omsetningen økte fra 6 til 11 milliarder dollar i Danmark og fra 4 til 7

**Figur 16** Omsetning av rentederivater pr. bankdag i april for nordiske land. Mrd. USD



Kilde: BIS og sentralbankene

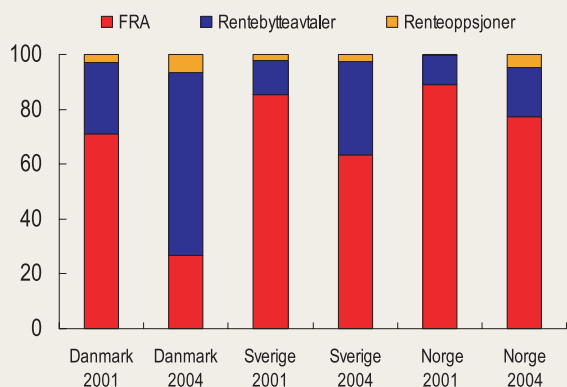
milliarder dollar i Sverige. Prosentvis økte omsetningen med 83 prosent i Danmark og med 75 prosent i Sverige.

### Sterk vekst i handelen med rentebytteavtaler i alle skandinaviske land

I alle de skandinaviske landene økte rentebytteavtaler sin andel av handelen med rentederivater. Mest markant var denne økningen i Danmark, hvor rentebytteavtalers andel av handelen økte fra 27 prosent i april 2001 til 67 prosent i april 2004. I Sverige økte rentebytteavtalers andel av handelen fra 13 til 34 prosent og i Norge fra 10 til 18 prosent. Målt i dollar økte handelen med rentebytteavtaler i Danmark med 475 prosent. Tilsvarende økning for Sverige og Norge var henholdsvis 604 prosent og 228 prosent.

Andelen av handelen med fremtidige renteavtaler falt i alle de skandinaviske landene. Størst var reduksjonen i Danmark, hvor fremtidige renteavtaler hadde en andel på 71 prosent i 2001 mot 27 prosent i 2004, en nominell nedgang i omsetningen på 65 prosent. Selv om andelen

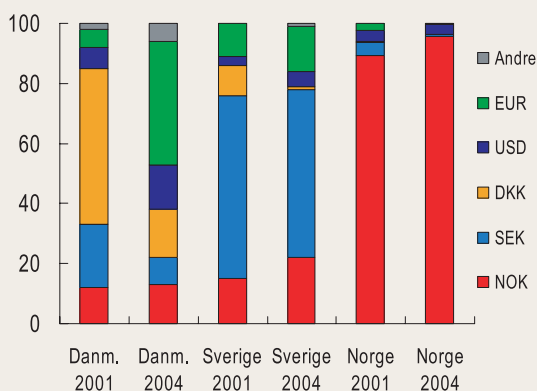
**Figur 17** Rentederivatometsetningen i Danmark, Sverige og Norge fordelt etter transaksjonstype. Prosentandeler



Kilde: Sentralbankene

<sup>10</sup> Drejer og Hove (2004)

**Figur 18** Omsetning av rentederivater i Danmark, Sverige og Norge fordelt etter valuta. Prosentandeler



Kilde: Sentralbankene

av fremtidige renteavtaler gikk ned fra 89 til 77 prosent i Norge og fra 85 til 64 prosent i Sverige, så var det en økning i den nominelle omsetningen i begge landene.

Renteopsjoner har fortsatt en liten, men økende andel av totalomsetningen i alle de skandinaviske landene. Danmark har en fordeling på transaksjonstyper som er nær den globale fordelingen, mens Sverige og Norge har en mye høyere andel av fremtidige renteavtaler.

### Betydelig handel med rentederivater i norske kroner i Sverige og Danmark

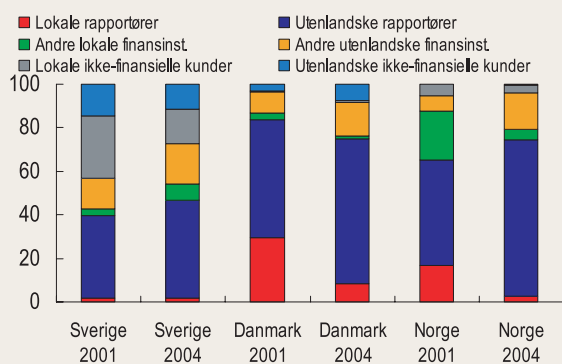
Figur 18 viser at valutafordelingen på rentederivatene er ganske forskjellig i de skandinaviske landene. Mens bankene i Norge stort sett handler rentederivater i norske kroner (96 prosent av all handel i april 2004), har både Danmark og Sverige en betydelig andel med handel i annen valuta enn den nasjonale. I Danmark økte andelen av handelen i euro fra 6 til 41 prosent fra april 2001 til april 2004, mens andelen av handel med danske kroner falt fra 52 til 16 prosent. Dette forklares med økt sammenheng mellom rentene i Danmark og rentene i eurolandene.<sup>10</sup> Danske kroners andel av handelen falt også i Sverige, fra 16 til 1 prosent. Svenske kroners andel av handelen i Sverige falt fra 61 til 56 prosent, mens andelen av handelen med euro økte fra 11 til 15 prosent og andelen dollar fra 3 til 5 prosent.

Rentederivater i norske kroner har også en betydelig andel av handelen både i Sverige og i Danmark. Andelen av handel i norske kroner økte fra 12 til 13 prosent i Danmark og fra 15 til 22 prosent i Sverige. Andelen av handel med rentederivater i svenske og danske kroner i Norge var minimal (henholdsvis 0,7 og 0,1 prosent) i april 2004.

### Økt handel med utlandske finansielle motparter i alle de skandinaviske landene

Figur 19 viser at i alle de skandinaviske landene økte andelen av handel med utenlandske finansielle motpar-

**Figur 19** Omsetningen i det nordiske rentederivatmarkedet fordelt etter motpart. Prosentandeler



Kilde: Sentralbankene

ter. Det er særlig andelen handel med utenlandske rapportører som øker, men også andelen handel med andre utenlandske finansinstitusjoner har en markert vekst i alle de skandinaviske landene. Norge er det landet som har høyest økning i disse andelen (se avsnitt om norske motparter).

I Danmark har handelen med utenlandske rapportører som motpart økt sin andel fra 54 prosent i april 2001 til 67 prosent i april 2004, mens andelen av handelen med andre utenlandske finansinstitusjoner har økt fra 10 til 15 prosent. Handelen med lokale rapportører har i Danmark fått redusert sin andel fra 30 prosent til 8 prosent.

Sverige skiller seg ut fra de to andre landene ved at andelen handel med lokale rapportører allerede i april 2001 var nede i 2 prosent, og denne andelen var på omtrent samme nivå i april 2004. Andelen handel med andre lokale finansinstitusjoner har økt fra 3 prosent i 2001 til 8 prosent i 2004. I Sverige økte handel med utenlandske rapportører sin andel fra 38 til 45 prosent, mens handel med andre utenlandske finansinstitusjoner økte sin andel fra 14 til 18 prosent.

Sverige er fortsatt det skandinaviske landet som har høyest andel handel med ikke-finansielle motparter, selv om andelen ble redusert betydelig fra april 2001 til april 2004. Danmark er det eneste av landene som har hatt en økning av andelen handel med ikke-finansielle motparter, mens Norge har hatt en liten reduksjon.

## Sammenfatning

Omsetningen i rentederivatmarkedet i Norge økte noe mindre enn den globale omsetningen i rentederivatmarkedet fra april 2001 til april 2004. Omsetningsøkningen i Norge var på linje med veksten i de andre skandinaviske landene. Veksten i rentederivatmarkedet var betydelig større enn veksten i valutamarkedet.

I Norge økte omsetningen i alle de tre transaksjons-

pene i april 2004 sammenlignet med tidligere undersøkelser. Selv om fremtidige renteavtaler reduserte sin andel av omsetningen i rentederivatmarkedet, er det fortsatt det mest handlede instrumentet.

De norske rapportørenes handel med utlandet økte fra en andel på 55 prosent i 2001 til en andel på 89 prosent i 2004. Majoriteten av denne handelen foregikk mot utenlandske rapportører.

I den globale undersøkelsen var det en sterk økning i handel med rentederivat denominert i dollar. I den norske delen av undersøkelsen befestet derimot norske kroner sin posisjon som den dominerende valutaen i rentederivat. Norge skiller seg her fra både Sverige og Danmark, hvor det er en større andel handel i rentederivat basert på utenlandske valutaer.

## Referanser

### Publikasjoner fra BIS

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.

BIS (2001): «Central bank survey of foreign exchange market activity in April 2001», Basel, Bank for International Settlements

BIS (2004): «Triennial Central bank Survey. Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2004», Basel, Bank for International Settlements. March 2005.

Galati, G. and M. Melvin (2004): «Why has FX trading surged? Explaining the 2004 triennial survey», *BIS: Quarterly Review*, December 2004, 67–74, Basel, Bank for International Settlements.

### Publikasjoner fra Norges Bank

Svor, Anders (1992): «Omsetningen i valutamarkedet – en undersøkelse våren 1992», *Penger og Kreditt* 4/1992, 233–240, Oslo, Norges Bank.

Sturød, Marianne (1995): «Valuta- og derivatundersøkelse våren 1995», *Penger og Kreditt* 4/1995, 285–296, Oslo, Norges Bank.

Jacobsen, Thomas (1998): «BIS treårige undersøkelse av valuta- og derivatmarkedene 1998», *Penger og Kreditt* 4/1998, 556–567, Oslo, Norges Bank.

Weme, Sindre (2001): «BIS treårige undersøkelse av valuta- og derivatmarkedene 2001», *Penger og Kreditt* 4/2001, 206–215, Oslo, Norges Bank.

#### **Nordiske sentralbanker**

Danmarks Nationalbank (2004): «Undersøgelse af omsætningen på det danske valuta- og derivatmarked i april 2004». Statistik – publikationer, Særlige opgørelser: <[http://www.nationalbanken.dk/DNDK/-Publikationer.nsf/side/BIS20040928SO/\\$file/bis20040928so.pdf](http://www.nationalbanken.dk/DNDK/-Publikationer.nsf/side/BIS20040928SO/$file/bis20040928so.pdf)>

Drejer, Peter Askjær og Vibeke Buur Hove (2004): «Omsætning på valuta- og derivatmarkedene i april 2004». *Kvartalsoversigt* 4. kvartal 2004, s 83-91, Danmarks Nationalbank.

Finlands Bank (2004): «Survey of foreign exchange and derivatives activity, Spring 2004». Pressmeddelande 28. september 2004

Sveriges riksbank (2004): «Riksbankens undersökning av omsättningen på valuta- och derivatmarknaden i Sverige». Pressmeddelande 28. september 2004