

Nr. 6 | 2013

# Aktuell kommentar

Markedsoperasjoner og analyse

## Norges Banks pengemarkedsundersøkelse i april 2013

*Jo Saakvitne*

## Norges Banks pengemarkedsundersøkelse i 2013

Av Jo Saakvitne, Markedsoperasjoner og analyse

*Norges Bank gjennomførte i april 2013 en undersøkelse av det norske pengemarkedet. Dette var første gang en slik undersøkelse ble gjennomført i Norge. Resultatene gir ny innsikt i et marked som er sentralt i det norske finansielle systemet og viktig for implementeringen av pengepolitikken. Resultatene fra undersøkelsen viser tydelig at usikrede lån er konsentrert om de helt korteste løpetidene. De sikrede lånene gjøres i all hovedsak som valutabytteavtaler. Aktiviteten i valutabyttemarkedet er høy ut til 3 måneders løpetid. Undersøkelsen viser også at norske banker netto låner ut norske kroner gjennom valutabytter, og får kronene tilbake som usikrede overnattinnskudd.*

### Om det norske pengemarkedet

Pengemarkedet kan defineres som markedet for lån med opp til ett års løpetid. De viktigste aktørene i det norske pengemarkedet er de private bankene, staten og Norges Bank, men finansinstitusjoner utenom banker, store foretak og ulike offentlige institusjoner deltar også.

I det norske pengemarkedet er de viktigste instrumentene for transaksjoner mellom private aktører bankinnskudd, sertifikater og valutabytteavtaler («valutaswapper»). Staten benytter markedet til å utstede statskasseveksler, og Norges Bank implementerer pengepolitikken ved hjelp av sine stående fasiliteter og markedsoperasjoner. Referanserentene i pengemarkedet, i Norge Nibor, danner grunnlag for rentesatsene i en lang rekke finansielle kontrakter og er med på å bestemme de utlåns- og innskuddsrentene som møter bedrifter og husholdninger i den norske økonomien. Sammenbruddet i det amerikanske pengemarkedet høsten 2008 og de påfølgende konsekvensene viser med stor tydelighet viktigheten av at pengemarkedet fungerer godt.

### Om undersøkelsen

Norges Bank tok våren 2013 initiativ til en undersøkelse av det norske pengemarkedet. Ni banker deltok. Bankene som deltok, er

etablerte i Norge og aktive i det norske pengemarkedet. De hadde på undersøkelsestidspunktet 76 prosent av det norske banksystemets samlede forvaltningskapital.

I undersøkelsen rapporterte bankene inn- og utlånsaktivitet i april for finansielle instrumenter og løpetider som ansees å utgjøre de sentrale delene av pengemarkedet, og hvor det er få eller ingen offentlig tilgjengelige datakilder fra før. Undersøkelsen fokuserte derfor på usikrede bankinnskudd, valutabytteavtaler og gjenkjøpsavtaler (repo-handler). I tillegg ble det samlet inn informasjon om markedet for norske FRA-kontrakter («forward rate agreement»).

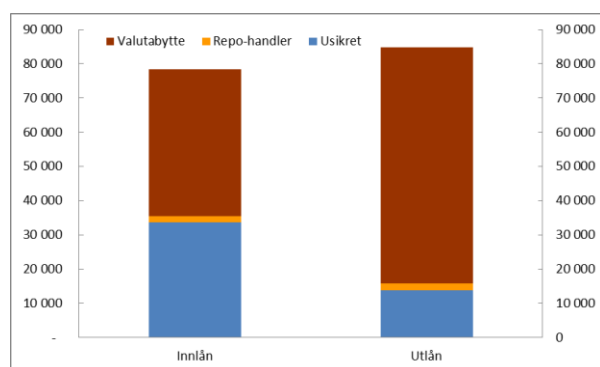
Både tidspunkt for og oppsett av undersøkelsen ble valgt for å gi størst mulig grad av sammenliknbarhet med tilsvarende undersøkelser i andre land. Det er likevel ingen rådende internasjonal standard for hvordan denne type data skal rapporteres, og sammenlikninger med andre datakilder må derfor gjennomføres med varsomhet.

## Resultater fra undersøkelsen

Gjennomsnittlig daglig omsetning i det norske pengemarkedet var i april 2013 på 163 milliarder kroner<sup>1</sup>. Av dette utgjorde innlån 48 prosent, mens 52 prosent var utlån. Dersom alle aktører som var aktive i det norske pengemarkedet i perioden hadde vært inkludert i undersøkelsen, skulle størrelsen på utlån og innlån i perioden vært like store.

Figur 1 viser samlet omsetning i pengemarkedet fordelt på innlån/utlån og type instrument. Figuren viser at de store norske bankene låner ut mer gjennom valutabytteavtaler enn de låner inn, mens de låner inn mer enn de låner ut gjennom usikrede transaksjoner.

Figur 1: Samlet gjennomsnittlig daglig omsetning fordelt på innlån/utlån og type instrument. April 2013. Millioner kroner.



Figur 2 viser netto innlån (innlån minus utlån) og løpetid. De store norske bankene er netto innlånere på løpetid overnatten<sup>2</sup>, men netto utlånere på lengre løpetider.

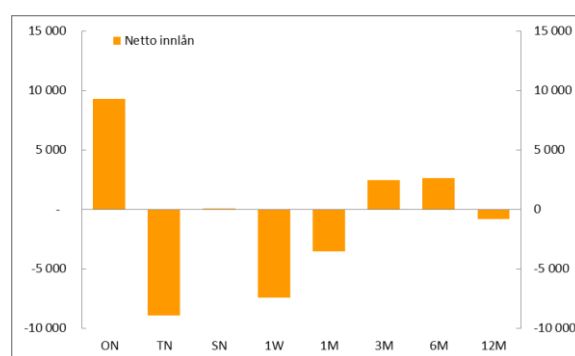
En viktig årsak til at innlån og utlån ikke er like store, verken på de ulike løpetidene eller for de ulike instrumentene, er at også utenlandske banker og finansinstitusjoner er

<sup>1</sup> Omsetning er her definert som utlån pluss innlån for usikrede transaksjoner, repo-handler og valutabytteavtaler. Definisjonen innebærer en grad av dobbelttelling, ettersom en respondents utlån ofte vil være en annen respondents innlån.

<sup>2</sup> Se forklaring i egen ramme.

aktive i det norske pengemarkedet. Disse aktørene har ikke deltatt i undersøkelsen, og skjevheten i størrelsen på ut- og innlån i undersøkelsen vil i stor grad reflektere utenlandske aktørers transaksjoner med norske banker. I tillegg kommer at en rekke mindre norske banker også gjør transaksjoner i pengemarkedet. Volumet av disse transaksjonene er likevel begrenset, og omfatter hovedsakelig usikrede transaksjoner med de større bankene.

Figur 2: Samlet netto gjennomsnittlig daglig innlån fordelt på løpetid. April 2013. Millioner kroner.

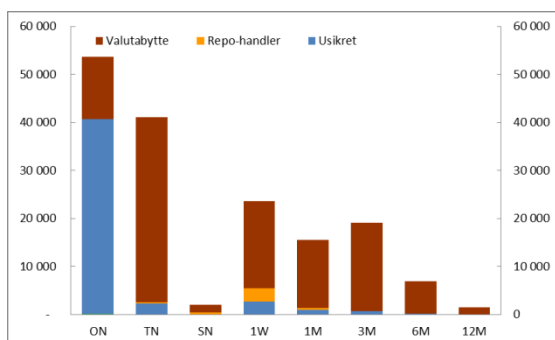


Figurene 1 og 2 illustrerer et viktig kjennetegn ved det norske pengemarkedet. Norske banker låner ut norske kroner til utenlandske aktører gjennom valutabytteavtaler, og da spesielt på korte løpetider (1-30 dager). Bankene henter inn igjen disse kronene som usikrede overnattlån. Bakgrunnen for dette mønsteret er at banker som ikke er etablert med filial eller datterbank i Norge, heller ikke har adgang til å gjøre innskudd i Norges Bank. Utenlandske banker må derfor plassere sine norske kroner hos en bank etablert i Norge, som igjen kan plassere midlene som innskudd i den norske sentralbanken.

Figur 3 viser samlet daglig omsetning fordelt på instrument og løpetid. Figuren illustrerer et annet viktig kjennetegn ved det norske pengemarkedet, nemlig at de usikrede lånene i all hovedsak foregår som overnatttransaksjoner. Fraværet av

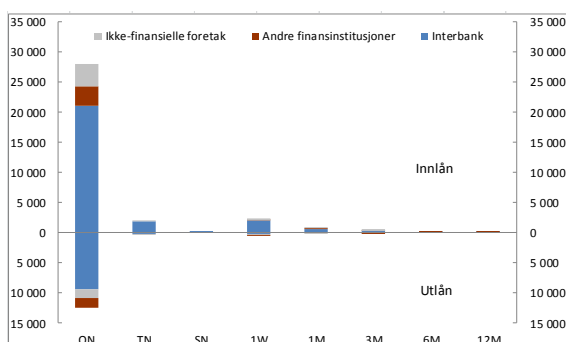
usikrede transaksjoner med lengre løpetid reflekterer en bredere, internasjonal utvikling som har pågått siden den finansielle uroen høsten 2008.

Figur 3: Samlet gjennomsnittlig daglig omsetning fordelt på instrument og løpetid. April 2013. Millioner kroner.



Figur 4 viser daglig omsetning i det usikrede markedsegmentet, fordelt på løpetid og motpartstype. Transaksjoner med ikke-finansielle foretak og finansinstitusjoner utenom banker utgjør om lag 25 prosent av den totale omsetningen på den korteste løpetiden. Den relative betydningen av disse motpartene er mye større for de mindre bankene i utvalget enn for de større.

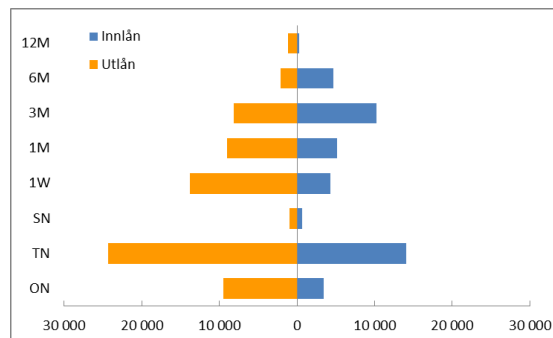
Figur 4: Gjennomsnittlig daglig omsetning, usikrede transaksjoner. Innlån over horisontal akse, utlån under. April 2013. Millioner kroner.



Figur 5 viser bankenes inn- og utlån av norske kroner gjennom valutabytteavtaler. Figuren indikerer at løpetidene med mest omsetning er T/N, en uke, en måned og tre måneder, men at det også gjøres en del avtaler på O/N og seks måneder. I sum låner de norske

bankene ut mer norske kroner gjennom valutabytter enn de låner inn. Dette kan de gjøre fordi utenlandske aktører netto låner inn norske kroner gjennom valutabytter.

Figur 5: Gjennomsnittlige daglige volum i valutabytteavtaler fordelt på løpetid. April 2013. Millioner kroner.



Som et ledd i undersøkelsen fylte respondentbankene ut et spørreskjema, hvor de også hadde anledning til å oppgi kvalitativ informasjon. Bankene oppga at det usikrede pengemarkedet fungerer tilfredsstillende på løpetid overnatten, men dårligere på lengre løpetider. Sammenliknet med ett år siden oppgir bankene at volumene som handles i det usikrede markedet er større, at antallet motparter har økt, og at dybden i markedet har blitt bedre.

Dessverre har vi lite håndfast informasjon om hvordan dette markedet så ut før finanskrisen, men både anekdotisk informasjon fra Norge og utenlandske undersøkelser tilsier at det usikrede markedet fungerte betydelig bedre før 2007-2008.

For sikrede pengemarkedstransaksjoner oppga bankene at markedet fungerer godt på både korte og lengre løpetider. Sammenliknet med ett år siden er det også i dette markedsegmentet større volumer, flere motparter og bedre dybde i markedet.

### Internasjonal sammenlikning

Sentralbankene i Storbritannia, Danmark og euroområdet gjennomfører undersøkelser som likner den norske undersøkelsen. Disse

landene har også en struktur i finansmarkedene som gjør det naturlig å sammenlikne den norske undersøkelsen med disse landenes.

Den norske undersøkelsen viser at gjennomsnittlig daglig omsatt volum i pengemarkedet var 163 milliarder kroner, eller om lag 7,4 prosent av norsk fastlands-BNP<sup>3</sup>. Danmarks Nationalbank oppgir i en tilsvarende undersøkelse fra 2012 at gjennomsnittlig daglig omsatt volum i det danske pengemarkedet var 129 milliarder danske kroner, eller om lag 7,1 prosent av Danmarks BNP på tidspunktet. I Storbritannia var omsetningen i pengemarkedet i 2011 på 11,9 prosent av BNP, men det britiske tallet inkluderer også sertifikatmarkedet. Målt i omsatt volum relativt til økonomiens størrelse synes det norske pengemarkedet å være om lag på linje med våre naboland.

Imidlertid vil omsatt volum i pengemarkedet avhenge av faktorer som strukturen i banksektoren og sentralbankens likviditetspolitikk. For å sammenlikne markedenes virkemåte kan det være mer informativt å se på fordelingen av aktiviteten i løpetidssegmenter og på instrumentbruk.

Utlån med løpetid lenger enn én dag som andel av totale utlån var i den norske undersøkelsen 43 prosent, jamfør tabell 1. Dette er om lag det samme som i tilsvarende undersøkelser gjennomført i Danmark, Storbritannia og euroområdet. Imidlertid var den gjennomsnittlige løpetiden på *usikrede utlån* lav i Norge sammenlignet med de andre landene. Usikrede utlån med løpetid lenger enn én dag som andel av totale usikrede utlån var i den norske undersøkelsen på kun 6 prosent – i de tilsvarende utenlandske undersøkelsene har denne andelen vært på mellom 15 og 30 prosent. Norske banker benytter altså i mindre grad usikrede transaksjoner til å gjennomføre lån på lengre

løpetider enn det som er tilfelle i våre naboland. En mulig forklaring på dette er at sentralbankene i disse landene benytter instrumenter i likviditetsstyringen med lengre og forutsigbar løpetid.

En sammenlikning med tilsvarende utenlandske undersøkelser viser også at valutabyttemarkedet er spesielt viktig i Norge. Valutabytteavtaler utgjorde 81 prosent av de norske bankenes pengemarkedstransaksjoner i undersøkelsesperioden, og instrumentet er den klart viktigste metoden for å gjennomføre sikrede pengemarkedstransaksjoner i Norge. Bakgrunnen for dette er at markedet for gjenkjøpsavtaler er lite og dårlig utviklet i Norge sammenliknet med andre land. Valutabytter blir derfor det eneste standardiserte og likvide instrumentet bankene kan benytte seg av for å gjennomføre sikrede lån.

---

<sup>3</sup> Fastlands-BNP i løpende priser for 2012

Tabell 1: Sammenlikning av den norske undersøkelsen og tilsvarende utenlandske undersøkelser. Tall fra 2012 og 2013.

| (Tall i prosent)                          | Norge (2013) | Danmark (2012) | Storbr. (2013) | Euro (2012) <sup>4</sup> |
|---|--------------|----------------|----------------|--------------------------|
| Andel usikrede utlån                      | 16           | 29             | 4              | 12                       |
| Andel valutaswapper                       | 81           | 47             |                | 40                       |
| Andel repo og andre sikrede transaksjoner | 2            | 24             |                | 48                       |

|  |    |    |    |                 |
|--|----|----|----|-----------------|
| Utlån med løpetid lenger enn en dag som andel av totale utlån                    | 43 | 40 | 31 | 47 <sup>5</sup> |
| Usikrede utlån med løpetid lenger enn en dag, som andel av totale usikrede utlån | 6  | 30 | 20 | 15              |

### Nærmere om løpetider og instrumenter i undersøkelsen

Løpetidsinndelingen i undersøkelsen er gjort i henhold til de mest vanlige løpetidene for transaksjoner i pengemarkedet.

*ON* står for overnatten og er transaksjoner som løper fra dagen avtalen inngås til neste virkedag.

*TN* står for «tomorrow next» og er transaksjoner som løper fra første virkedag etter inngåelse til neste virkedag.

*SN* står for «spot next» og er transaksjoner som løper fra to virkedager etter inngåelse til neste virkedag.

*1W* er alle transaksjoner med løpetid mellom to virkedager og opp til en uke.

*1M* er alle transaksjoner med løpetid lenger enn en uke og opp til en måned. Tilsvarende logikk gjelder for kategoriene *3M*, *6M* og *12M*.

*Valutabytteavtaler* er en avtale mellom to parter om å bytte en valuta mot en annen, og bytte tilbake igjen en gang i fremtiden. Valutabytte utgjør derfor en form for sikret lån. Avtaler hvor respondenten har byttet valuta mot norske kroner er definert som innlån, og avtaler hvor norske kroner er byttet bort mot valuta er definert som utlån.

*Gjenkjøpsavtaler* («repo» eller «sell-buy back») er en avtale hvor den ene parten selger et verdipapir til motparten, og samtidig forplikter seg til å kjøpe verdipapiret tilbake til en avtalt pris på et bestemt tidspunkt i fremtiden. I økonomisk forstand kan en gjenkjøpsavtale anses som en sikret lånetransaksjon, hvor sikkerheten består i verdipapiret som blir kjøpt/solgt.

<sup>4</sup> For euroområdet vises andeler av total omsetning, for de andre landene andeler av utlån.

<sup>5</sup> Tallet gjelder valutaswapper. For andre sikrede utlån er andelen 15 prosent.